UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO
DOTTORATO IN DIRITTO COMPARATO, PRIVATO, PROCESSUALE CIVILE E DELL'IMPRESA
CURRICULUM DI DIRITTO COMMERCIALE E INDUSTRIALE
XXXIII CICLO – A.A. 2020/2021

LE COMUNICAZIONI SELETTIVE AGLI AZIONISTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE: PROFILI SOCIETARI E DI *CORPORATE GOVERNANCE*

Tesi di dottorato di Pietro Fazzini

Tutor: Chiarissimo Prof. Roberto Sacchi

INDICE

CAPITOLO PRIMO

LE COMUNICAZIONI SELETTIVE AGLI AZIONISTI TRA NORME SOCIETARIE E DI MERCATO

1. Introduzione: ambito e obiettivi di ricerca……4
2. L'approccio adottato in relazione alla comparazione con il dibattito negli Stati Uniti……9
3. Il quadro normativo di riferimento……..11
4. Quali margini per un discorso sulle comunicazioni selettive agli azionisti?.....14
5. Profili critici e di inadeguatezza dell'attuale sistema di *disclosure*……..18
6. Le comunicazioni selettive come strumento di *corporate governance*: una provocazione?.....23
7. Struttura del lavoro……..26

CAPITOLO SECONDO

INTERESSE SOCIALE E INTERESSI SOCIALI NELLA SOCIETÀ QUOTATA: DALLA PLURALITÀ DI INTERESSI A UN MODELLO PLURALISTICO DI DISCIPLINA DELLE COMUNICAZIONI SELETTIVE

1. Introduzione. ……...28
2. Dall'interesse sociale agli interessi sociali nel dibattito recente del diritto societario……..30
3. Una proposta di tassonomia delle "tipologie" di azionisti sulla base dei diversi interessi e i riflessi sull'impiego dell'informazione societaria……...35
   3.1. L'azionista di controllo……37
   3.2. Gli investitori istituzionali in generale. I fondi "attivi" ……46
   3.3. Gli investitori istituzionali "passivi": ETF e *index fund* ……...56
   3.4. L'attivismo azionario. *Hedge fund* e fondi di *private equity*. ……60
   3.5. Oltre la *portfolio maximization*: fondi pensione e altri investitori non istituzionali "di scopo". ……...……...70
4. Alcune considerazioni trasversali sull'attivismo e sul rapporto con l'informazione selettiva…..76
5. L'interesse sociale e «interessi legittimi» nel MAR: due nozioni non coincidenti……...79
   5.1. L'interpretazione dell'interesse legittimo del MAR quale espressione di una preminenza dell'interesse sociale. Critica. ……...81
   5.2. Una proposta alternativa: l'interpretazione "funzionale" dell'interesse dell'emittente nella disciplina dei mercati finanziari (e del MAR) ……...87
6. Comunicazioni selettive e parità di trattamento……...……...92
   6.1. La *ratio* della parità di trattamento nella disciplina degli emittenti quotati…….....97
   6.2. Le diverse interpretazioni dell'art. 92 TUF……100
   6.3. Una proposta di interpretazione della parità di trattamento nelle società quotate…..…105
7. Considerazioni di sintesi……...…… 108

CAPITOLO TERZO
COMUNICAZIONI SELETTIVE E AZIONISTI DI RIFERIMENTO

1. La posizione dell'azionista di riferimento rispetto alle comunicazioni selettive: inquadramento della fattispecie……..……111
2. Casi nei quali sussiste un *diritto* dell'azionista a chiedere e ricevere informazioni selettivamente…….……115
   2.1. L'ipotesi peculiare di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento: brevi cenni……....124
   2.2. Sull'(in)esistenza di un diritto generale dell'azionista di controllo a ricevere informazioni selettive……..……..128
3. Ulteriori casi nei quali sussiste una mera *facoltà* dell'azionista di richiedere informazioni: un tentativo di classificazione delle principali fattispecie ……..132
4. Legittimità delle comunicazioni selettive all'azionista di controllo, anche alla luce delle tipologie di informazione…….……138
   4.1. I casi "facili" ……..……142
   4.2. Comunicazioni selettive nel contesto di operazioni di trasferimento del controllo o di partecipazioni "rilevanti"……...…..146
   4.3. Comunicazioni selettive a servizio dell'esercizio di un generale potere di monitoraggio da parte dell'azionista di controllo…….……152
5. Il rapporto tra disciplina del ritardo e *selective disclosure*……155
6. Le modalità di comunicazione delle informazioni. Gli obblighi di riservatezza……..…..158
7. Le comunicazioni selettive quale potenziale indice di direzione e coordinamento……..161
8. Considerazioni di sintesi……164

CAPITOLO QUARTO
INVESTITORI PROFESSIONALI E RUOLO DELLE COMUNICAZIONI SELETTIVE NELLE ATTIVITÀ DI *ENGAGEMENT*

1. Attivismo, *engagement* e ruolo dei dialoghi selettivi con gli investitori professionali nella cornice comunitaria di *corporate governance*…….……....166
2. Le comunicazioni selettive come canale di incentivo all'*engagement*…...……171
3. Fondi attivisti e dialoghi selettivi con le società *target*…….……..176
   3.1. Le strategie di *private engagement*……...…….……..179
   3.2. Le strategie di *public engagement*……..……..185
   3.3. Il caso particolare dello *strategic activism*……...……..……..187
4. I dialoghi selettivi con gli investitori istituzionali quale strumento per favorire la *stewardship*……..193
   4.1. Il "problema" delle comunicazioni selettive nel contesto dell'attività di *stewardship*…...197
   4.2. Tre argomenti a favore della "necessità" delle comunicazioni selettive……..…… 203
5. Un'analisi critica della disciplina positiva in materia di comunicazioni selettive alla luce del quadro d'insieme in tema di dialoghi con gli investitori professionali…….…… 207
   5.1. I sondaggi di mercato…….……...……..209
   5.2. Il «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione»……..213
   5.3. Gli obblighi contrattuali di riservatezza…… 216
   5.4. Parità di trattamento e "selezione" degli interlocutori. In particolare: la rilevanza dell'orizzonte temporale nell'individuazione del criterio discretivo……...……221
6. Ripensare un nuovo approccio alla luce del fenomeno dell'*equity (re)intermediation*……. 227

7. Alcune proposte *de iure condendo*……..……232
7.1. Alcune soluzioni proposte dalla dottrina: una rassegna critica……..…...233
7.2. Una proposta di riforma delle norme sulla *selective disclosure* in materia di dialoghi con gli investitori professionali……..……... 238

CAPITOLO QUINTO
COMUNICAZIONI SELETTIVE E DISCIPLINA DEGLI AMMINISTRATORI DELL'EMITTENTE

1. Il ruolo dell'assemblea e dell'organo amministrativo delle quotate nell'era dell'informazione societaria asimmetrica……..……244
1.1. Il ripensamento del modello dell'*independent board* e le sue conseguenze sul tema in esame……...249
2. I dialoghi selettivi nella prospettiva organizzativa del consiglio di amministrazione: l'individuazione dei "legittimi" interlocutori…….……253
3. Ammissibilità e limiti della figura del *constituency director* nell'ordinamento societario italiano. In particolare: l'amministratore designato dai fondi attivisti……258
3.1. Rispetto ai principi di esclusività e collegialità della gestione……....260
3.2. Rispetto ai requisiti di indipendenza degli amministratori……263
3.3. Rispetto alla disciplina del conflitto di interessi……..268
4. Il diritto di accesso alle informazioni del singolo amministratore. In particolare: il caso dell'amministratore designato dai fondi. …….……277
4.1. Nell'ordinamento statunitense……..……278
4.2. Nell'ordinamento societario italiano…….……281
5. La determinazione dello *standard of conduct* e dello *standard of review* applicabili alle comunicazioni selettive nel quadro dei doveri degli amministratori…….……289
6. Comunicazioni selettive e dovere di lealtà. La questione se le comunicazioni selettive comportino di per sé una violazione del *duty of loyalty*. ……293
6.1. Il problema della riconducibilità degli effetti delle comunicazioni selettive alla condotta dell'amministratore e alla sua eventuale responsabilità…….……298
7. Profili di responsabilità solidale del consiglio nell'ipotesi di comunicazioni selettive effettuate dal singolo amministratore……306
8. Applicabilità e limiti della *business judgement rule* rispetto alle comunicazioni selettive…….……312
9. Considerazioni di sintesi……...……320

CONCLUSIONI……...……323

BIBLIOGRAFIA……...340

CAPITOLO PRIMO

LE COMUNICAZIONI SELETTIVE AGLI AZIONISTI TRA NORME SOCIETARIE E DI MERCATO

SOMMARIO: 1. Introduzione: ambito e obiettivi di ricerca. – 2. L'approccio adottato in relazione alla comparazione con il dibattito negli Stati Uniti. – 3. Il quadro normativo di riferimento. – 4. Quali margini per un discorso sulle comunicazioni selettive agli azionisti? – 5. Profili critici e di inadeguatezza dell'attuale sistema di *disclosure*. – 6. Le comunicazioni selettive come strumento di *corporate governance*: una provocazione? – 7. Struttura del lavoro.

* * *

1. Introduzione: ambito e obiettivi di ricerca

Il fenomeno dell'informazione societaria nelle società quotate italiane tende naturalmente a sfuggire, per la complessità e il carattere polimorfico con cui si presenta nella realtà effettuale, a un inquadramento unitario. Al punto che, proprio per descriverne la natura estremamente variegata con cui si atteggia nel sistema del diritto societario italiano, si è fatto recentemente ricorso alla metafora del caleidoscopio[1]. Lo stesso può dirsi, forse in maniera ancora più accentuata, quando ci si riferisca più specificamente alla fattispecie delle comunicazioni selettive agli azionisti, la quale costituisce argomento del presente lavoro.

Per fornire una prima definizione, inevitabilmente approssimativa, si può dire che oggetto di esame sono i flussi informativi tra l'emittente, e per esso l'organo amministrativo[2], e alcuni selezionati azionisti volti alla condivisione di informazioni prevalentemente aventi natura di *corporate information*[3], i quali avvengono tramite canali riservati all'insaputa del mercato. Si tratta, in altri

[1] Il riferimento è al titolo del convegno tenutosi sull'argomento a Milano il 15 ottobre 2018 in ricordo di Guido Rossi, i cui atti sono raccolti in GHEZZI, P. MARCHETTI, SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020.

[2] In merito alla possibilità che il fenomeno interessi anche i singoli amministratori, si veda *infra*, capitolo quinto, ove sarà dato ampio rilievo al problema.

[3] A livello definitorio, il carattere distintivo della *corporate information*, in contrapposizione con la *market information*, si appunta principalmente sul carattere dell'inclusione o meno, rispettivamente, del fatto oggetto dell'informazione nella «sfera di attività dell'emittente»: nel senso che i fatti oggetto di *corporate information* devono accadere all'interno di tale sfera e non soltanto avere effetti su di essa. In termini di disciplina, le *market information* sono rilevanti ai soli fini del divieto di *insider trading* mentre le *corporate information* lo sono sia a tali fini sia a quelli della disciplina dell'informazione al mercato (*disclosure*). In argomento, tra i molti, SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 176; SFAMENI, *Art. 114*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. Marchetti e Bianchi, vol. 1, Milano, 1999, p. 519; DI NOIA, GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 790 e ss.

termini, di una declinazione particolare del problema più generale dell'"informazione societaria", che si accosta a quelle più tradizionali dell'informazione "verso l'esterno" e di quella "interna", che attiene al rapporto tra funzione amministrativa e azionisti[4]. L'esigenza di tale forma di circolazione di informazioni – di fatto in aggiunta, anche se con funzioni diverse, a quelle delineate dal legislatore – sorge nella prassi quale manifestazione spontanea di esigenze imprenditoriali, strategiche e organizzative dell'emittente e degli azionisti più influenti e può manifestarsi attraverso una pluralità di condotte eterogenee per diversi profili (tra cui, ad esempio, il contenuto delle informazioni, le modalità operative di comunicazione, le caratteristiche soggettive dei destinatari).

Fino a tempi molto recenti, l'argomento è stato appannaggio pressoché esclusivo della materia del diritto dei mercati finanziari, in particolare di quel filone letterario dedicato al tema della *transparency* nei mercati, che ne ha indagato la compatibilità con la disciplina, nazionale e comunitaria, della *mandatory disclosure* e degli abusi di mercato[5]. In questa prospettiva, tra l'altro, l'accostamento di tale fenomeno all'ambito di disciplina degli abusi di mercato, *in primis* ad opera del legislatore, ha fortemente limitato i margini entro i quali è possibile discutere della legittimità e dunque di una qualche rilevanza delle condotte in questione. Tale approccio non è cambiato ma anzi si è forse, se possibile, acuito con la recente introduzione del regolamento (UE) n. 596/2014 (c.d. *market abuse regulation* o "MAR"), come si vedrà nel prosieguo della trattazione.

Nel contempo, il fenomeno ha progressivamente acquistato una sempre maggiore diffusione nella prassi degli emittenti e, conseguentemente, un'attenzione precedentemente sconosciuta nella letteratura giuridica anche italiana. Tale evoluzione solleva, agli occhi degli studiosi di diritto

---

[4] TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018, p. 1.

[5] Senza alcuna pretesa di esaustività, si fa riferimento, ad esempio, a PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1669 e ss.; ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1116 e ss.; ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Società*, 1999, p. 398 e ss.; LENER, *La diffusione delle informazioni* price sensitive *fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, p. 142 e ss.; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa*, 1999, p. 745 e ss.; RIGOTTI, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Milano, 1999, p. 623; SFAMENI, *Art. 114*, op. cit., p. 608; PISCITELLO, *Sub. art. 114*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 2, p. 952; SEMINARA, *Sub. art. 180 t.u.f.*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 3, p. 1455; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; PICONE, *Trattative,* due diligence *ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa*, 2004, p. 234 e ss.; CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva* market abuse, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 e ss.; ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006; MACRÌ, *Informazioni privilegiate e* disclosure, Torino, 2010; ANNUNZIATA, *Informazione societaria e organizzazione d'impresa*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 12; GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012; ID., *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 1/2013, p. 255 e ss.; STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivo e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 991 e ss.; ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Moloney, Ferran, Payne, Oxford, 2015, p. 512 e ss.; GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la* Market Abuse Regulation, in *Riv. soc.*, 2018, p. 83 e ss.; CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, p. 102 e ss.

societario, un gran numero di questioni giuridiche che prescindono o quanto meno oltrepassano la disciplina di mercato, ma che al tempo stesso si intrecciano inevitabilmente con quest'ultima[6].

In proposito, il problema fondamentale, al quale sono riconducibili in ultima istanza tutte le questioni principali che saranno affrontate nel presente lavoro, consiste nel fatto che lo scambio di informazioni tra l'emittente (in particolare, l'organo amministrativo dello stesso) e gli azionisti non trova espressa disciplina nelle norme di legge né in quelle regolamentari. Per contro, sussiste una disciplina positiva dell'informazione societaria, che tuttavia si presenta come un *corpus* complesso e frammentato di disposizioni, articolate in un'architettura di fonti diversificate (comunitarie e interne, di rango legislativo, regolamentare e anche di autodisciplina)[7], il che contribuisce ad ostacolare più che a favorire la soluzione del problema sopra accennato.

La disciplina dell'informazione societaria e, corrispondentemente, lo studio della medesima sono cresciute significativamente negli ultimi trent'anni lungo due filoni principali: quello del *diritto all'informazione* dell'azionista (a servizio dell'esercizio dei diritti sociali e prevalentemente del diritto di voto) e quello della *trasparenza* come strumento attuativo della democrazia di mercato[8]. Nonostante i progressi conseguiti sotto ciascun profilo, entrambe queste prospettive, pur nella loro diversità e complementarietà, offrono strumenti di osservazione utili ma insufficienti per affrontare compiutamente il fenomeno di cui qui si vuole trattare. Da un lato, l'informazione selettiva, proprio in quanto tale, difficilmente può caratterizzarsi quale diritto dell'azionista, se non in casi eccezionali, non foss'altro perché essa comporta intrinsecamente un potenziale pregiudizio (almeno in astratto) della parità di trattamento rispetto agli altri azionisti, il quale richiede per lo meno di trovare una legittima giustificazione[9]. Dall'altro lato, la filosofia della *mandatory disclosure* sottesa alla disciplina di mercato trascura il fatto che la *selective disclosure* può anche essere in concreto funzionale al conseguimento del medesimo obiettivo che la stessa persegue, cioè il buon funzionamento del mercato[10].

---

[6] Sulla distinzione tra regole societarie e regole di mercato, cfr. ad esempio G. ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 963 e ss.; CERRAI, MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, *Riv. soc.*, 1993, p. 65 e ss.; MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 486 e ss.; BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 716 e ss. (con particolare riferimento alla rilevanza di tale distinzione proprio nella disciplina dell'informazione societaria). Tale intreccio costituisce ormai un *leitmotiv* del diritto delle società quotate o, se si vuole, dello "statuto" della società quotata di cui parla ad esempio MONTALENTI, BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, vol. 2, Bologna 2010, p. 8 e ss., nel cui ambito si colloca anche l'argomento del presente lavoro.

[7] ANNUNZIATA, *Informazione societaria e organizzazione*, op. cit., p. 12.

[8] Cfr. FORTUNATO, *L'informazione del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 13 e ss., il quale ricostruisce lo sviluppo di entrambe le linee di sviluppo attraverso il dibattito dottrinale scaturito a partire dalla c.d. miniriforma del 1974 (L. 7 giugno 1974, n. 216), rappresentate in particolare nelle opinioni contrapposte di Bruno Visentini e Guido Rossi (emblematicamente sintetizzate in VISENTINI, *L'informazione societaria e gli azionisti*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, t. I e II, Milano, 1982, p. 93 e ss., e G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA.VV., *op. ult. cit.*, p. 67 e ss.).

[9] Il punto sarà trattato ampiamente nel prosieguo: in particolare si veda *infra*, capitolo terzo, paragrafi 2 e ss.

[10] COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il caleidoscopio*, op. cit. p. 153. Tale aspetto costituisce uno degli snodi principali della trattazione: ad esempio, si veda *infra*, capitolo secondo, paragrafi 5 e ss. e

Anche sulla spinta dei processi di trasformazione che stanno interessando gli assetti proprietari delle società quotate e il mercato finanziario più in generale, le comunicazioni selettive hanno progressivamente assunto una crescente dimensione organizzativa ed endo-societaria e di pari passo ne è aumentato il rilievo sotto il profilo della *corporate governance*[11].

Da un lato, ciò si deve all'intensificazione (sia reale sia percepita, per effetto di una progressiva emersione alla luce del sole) dei dialoghi con i soci di controllo, quale conseguenza sia di un'attività ispettiva più pervasiva da parte di Consob in proposito sia di una progressiva riduzione delle strutture di controllo piramidali e dell'immedesimazione formale tra soci di controllo e amministratori della controllata, che ha accentuato l'esigenza di formalizzare un dialogo quale strumento di informazione e supervisione, ove non anche di indirizzo vero e proprio[12]. Dall'altro lato, particolarmente rilevante è la tendenza, ormai riscontrabile da qualche anno anche sul mercato italiano, alla concentrazione della proprietà diffusa in mani istituzionali, la quale segue, pur con modalità peculiari, l'evoluzione in atto da più di vent'anni nei mercati anglosassoni e soprattutto in quello statunitense e, parallelamente, la crescita delle manifestazioni di attivismo in una parte dell'azionariato di minoranza, per quanto ancora con un'incidenza ben al di sotto dei livelli auspicati dal legislatore e con modalità peculiari e fortemente eterogenee[13].

Il crescente desiderio di influenza di alcune *constituency* azionarie, anche diverse dal socio di controllo, sulla *governance* degli emittenti ha giustificazioni e obiettivi eterogenei ed è riconducibile a interessi differenti, caso per caso. Nel complesso, ciò ha l'effetto, per quanto qui più interessa, di enfatizzare la centralità delle comunicazioni selettive nell'architettura del governo e dell'organizzazione societaria, quale strumento per il reperimento di informazioni societarie riservate necessarie, per svariate ragioni che saranno analiticamente approfondite, per realizzare gli interessi particolari della specifica *constituency*[14].

Pertanto, se è vero che l'interrogativo tradizionale riguardante la determinazione efficiente del *quantum* di informazione da rendere nota al mercato rimane centrale rispetto al tema delle comunicazioni selettive e più in generale dell'informazione societaria, molto più complessa diviene la determinazione delle variabili che occorre considerare per determinare quale sia il livello "ottimale" e quale sia la declinazione di efficienza che si vuole adottare (e, soprattutto, efficienza per chi?). In aggiunta, il fatto che le comunicazioni selettive ormai abbiano in molti casi permeato la *governance* delle società quotate solleva interrogativi del tutto nuovi, che per lo più travalicano

---

diffusamente in tutto il capitolo quarto.

[11] La rilevanza della *selective disclosure* in una prospettiva di *corporate governance* non è di per sé una novità assoluta: cfr., ad esempio, ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets*, op. cit., spec. p. 516 e ss., che riconducono a tale ambito uno dei tre obiettivi fondamentali della *mandatory disclosure*, ovverosia quello di ridurre i costi di agenzia inerenti il governo societario attraverso un incremento di trasparenza. Ciò che invece si è acuito in tempi recenti è, da un lato, la diffusione effettiva della *selective disclosure* nella prassi e, dall'altro lato, l'allargamento della platea di destinatari che non include più solo la figura, per certi versi tradizionale, del socio di controllo ma si estende anche a un crescente numero di investitori professionali (sul punto si tornerà in dettaglio *infra*, soprattutto nel capitolo secondo).

[12] Si veda *infra*, capitolo terzo, paragrafo 1.

[13] Si veda *infra*, diffusamente in tutto il capitolo quarto.

[14] Si veda *infra*, capitolo secondo, spec. paragrafi 5 e ss..

l'ambito della *securities law* ed entrano a pieno diritto in quello della *corporate law*, sempre ammesso che sia ancora possibile tracciare una chiara demarcazione tra le due.

A dispetto della copiosa letteratura che nell'ultimo ventennio si è occupata del tema dell'informazione al mercato e delle potenziali condotte abusive connesse[15], i profili che i flussi informativi verso gli azionisti sollevano in una prospettiva endo-societaria sono stati assai meno coltivati dagli studi di diritto societario, almeno fino a tempi molto recenti. Tra questi, solo per citarne alcuni, particolare rilievo assumono la questione della giustificazione delle comunicazioni selettive sotto il profilo dell'interesse sociale, la definizione e il rispetto del principio di parità di trattamento degli azionisti e, non da ultimo, la determinazione dei doveri e delle responsabilità degli amministratori con riferimento alla gestione delle *corporate information* nei rapporti con gli azionisti.

Siffatte questioni, insieme ad altre naturalmente, alcune delle quali non saranno trattate nel presente lavoro, in quanto non direttamente attinenti al tema centrale al quale lo stesso è dedicato, contribuiscono a formare quello che potrebbe definirsi come lo *statuto legale dell'informazione societaria* nella società quotata: statuto di cui, al momento, risulta esserci ben poca se non alcuna traccia, ma del quale mi pare ci sia e ci sarà sempre più bisogno. Tale "statuto" altro non sarebbe che, idealmente, il risultato di un'attività di armonizzazione e sistematizzazione tra le norme di mercato in materia di informazione e i principi e le regole che disciplinano il funzionamento dell'organizzazione societaria, con particolare riferimento all'amministrazione e al ruolo che gli azionisti e l'assemblea sono chiamati a rivestire[16]. Un compito del genere spetta, in prima battuta, all'interprete, anche in considerazione del copioso, per quanto frammentato, *corpus* di regole già esistenti in materia di informazione societaria. Tuttavia, come vedremo, un intervento futuro del legislatore appare imprescindibile, in quanto la novità del fenomeno e l'imprevedibilità dei suoi futuri sviluppi richiedono, quasi inevitabilmente, una presa di posizione chiara sotto il profilo del *policy-making*.

All'interno di tale contesto generale, il presente lavoro si pone l'obiettivo di studiare il tema delle comunicazioni selettive approfondendone in particolare la prospettiva endo-societaria, o per meglio dire la prospettiva dei rapporti tra l'emittente (e in particolare, l'organo amministrativo dello stesso) e gli azionisti e cercando di inquadrarlo all'interno del sistema attuale del diritto societario italiano. Per ragioni essenzialmente legate alla maggiore rilevanza concreta e, soprattutto, all'importanza delle implicazioni giuridiche, singolarmente e in un'ottica di sistema, la trattazione si concentrerà quasi esclusivamente sulla sotto-fattispecie rappresentata dalle comunicazioni c.d. ascendenti, ovverosia dall'emittente verso gli azionisti, anche se non mancheranno cenni anche a quella di comunicazioni c.d. discendenti, quando strettamente legate alla prima[17].

Nel fare ciò, ampia considerazione sarà data alle norme imperative di mercato in materia di *disclosure* e, nella misura pertinente, di abusi di mercato. Tuttavia, in considerazione

---

[15] Per una panoramica generale, si veda *supra*, nota 5.

[16] Tale opera ricostruttiva rispecchia, per molti aspetti, quella compiuta dalla dottrina con riferimento al c.d. "statuto della società quotata" a seguito dell'introduzione del Testo Unico della Finanza e della riforma del diritto societario del 2003 (cfr., per tutti, MONTALENTI, BALZOLA, *La società per azioni quotata*, op. cit.).

[17] La differenza tra le due fattispecie, nonché la meritevolezza di una trattazione separata sotto il profilo scientifico, è illustrata, con ampia e convincente argomentazione, da MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 916 e ss.

dell'approfondimento che la letteratura precedente ha già dedicato, le questioni relative all'interpretazione di tale disciplina non saranno affrontate, se non nella misura strettamente strumentale allo sviluppo degli argomenti che si vogliono trattare qui. Per ragioni parzialmente analoghe, che saranno meglio precisate *infra*, non verrà dato spazio neppure alla trattazione del tema dei flussi informativi all'interno del gruppo (*i.e.* in presenza di direzione e coordinamento)[18].

2. L'approccio adottato in relazione alla comparazione con il dibattito negli Stati Uniti

Il tema del presente lavoro e, più in generale, l'ambito e il settore di disciplina in cui esso si colloca sono naturalmente vocati all'analisi comparatistica. Anzitutto, perché il discorso sull'informazione societaria è ormai da tempo assorbito nel dibattito comunitario sulla regolazione dei mercati finanziari, sia sul piano scientifico sia anche su quello normativo, soprattutto ora, alla luce del fatto che il MAR ha di fatto completato l'armonizzazione della disciplina. Inoltre, perché, anche sul versante della disciplina societaria, che pur rimane ancorata maggiormente alle specificità dei singoli ordinamenti nazionali, le dinamiche che vengono in rilievo hanno una dimensione e una rilevanza transnazionale, se non addirittura globale.

Confrontarsi con il tema delle comunicazioni selettive agli azionisti comporta quindi, da un lato, la necessità di tenere conto dell'evoluzione del quadro normativo comunitario, del quale gli ordinamenti nazionali sono ormai, con riferimento alla disciplina della *disclosure*, sostanzialmente un riflesso. Dall'altro lato, non si può non guardare con attenzione ai fenomeni che, pur situandosi all'esterno dell'argomento da un punto di vista strettamente tematico, hanno un impatto significativo nel trasformare e nel ridefinire i contorni della fattispecie di cui ci si vuole qui occupare. Tra questi, particolare attenzione sarà dedicata all'evoluzione più recente degli assetti proprietari delle società quotate, che riveste rilevanza particolare per il discorso sulle comunicazioni selettive, rispetto alla quale ciò che oggi comincia ad accadere in Italia riflette quanto già in atto da anni, se non da decenni, in altri ordinamenti: su tutti, il fenomeno del c.d. *shareholder activism*, che, come vedremo, si è sviluppato negli Stati Uniti già a partire dagli anni novanta del secolo scorso, al quale sarà dedicato ampio spazio nel corso della trattazione.

Coerentemente, il presente lavoro dedicherà attenzione particolare all'approfondimento dello sviluppo del fenomeno nel contesto americano, nonché delle conseguenze, sul piano della prassi prima e del diritto poi, inerenti il tema delle comunicazioni selettive, pur senza tralasciare uno sguardo d'insieme anche ai principali ordinamenti europei, specie per quanto riguarda quegli aspetti in cui l'armonizzazione comunitaria ha giocato per ora un impatto minore. La scelta di concentrare l'analisi comparatistica di questo lavoro sull'ordinamento statunitense merita una breve spiegazione e può ricondursi fondamentalmente a tre ordini di considerazioni.

Anzitutto, il primo tentativo di regolare direttamente il fenomeno della *selective disclosure* nasce proprio negli Stati Uniti a inizio millennio, con l'introduzione della *Regulation Fair Disclosure* da parte della SEC, che si affianca alla più risalente disciplina positiva degli abusi di mercato e al

[18] Per ulteriori precisazioni sul punto si rinvia *infra*, capitolo terzo, paragrafi 1 e 2.1.

filone di decisioni giurisprudenziali che hanno nel corso del tempo delineato la c.d. *insider trading law*. Su tale precedente sono modellati in parte anche i primi esempi di regole di *mandatory disclosure* sia in Italia, con gli artt. 114 e ss. TUF, sulla scorta già della previgente disciplina, sia a livello comunitario, con l'approvazione di qualche anno successiva della *market abuse directive* (MAD). Ad oggi, all'esito di un processo di armonizzazione pressoché completo delle discipline europee e in considerazione della sostanziale convergenza, almeno per ora, anche della disciplina finanziaria inglese, sulla quale continua a influire l'effetto di decenni di appartenenza all'Unione, la normativa americana rimane il primo e fondamentale termine di raffronto in materia.

In secondo luogo, non si può non osservare che le trasformazioni del mercato che maggiormente stanno influendo non solo sugli assetti proprietari delle società quotate italiane ma, di riflesso, anche sulla conformazione e sulle problematiche della fattispecie delle comunicazioni selettive provengono prima di tutto dagli ordinamenti angloamericani e, soprattutto, dagli Stati Uniti, dove sia la diffusione su larga scala della *institutional ownership* sia lo *shareholder activism* esistono ormai da tempo, quale esito di una *path dependancy* che contempla fattori di natura storica, economica e sociale, prima ancora che giuridici. Al tempo stesso, è fervente già da molti anni un dibattito nella letteratura giuridica ed economica in merito, che, per rilevanza ed estensione, non ha probabilmente precedenti e che senza dubbio non può essere trascurato qualora si affronti, o anche solo si lambisca, il tema. In aggiunta, lo studio e la conoscenza di tali fenomeni sotto un profilo economico e fattuale nel loro contesto di origine contribuisce a comprendere, in questo caso più che mai, quanto sta progressivamente succedendo anche nel nostro sistema. Non soltanto perché, come già accaduto in altri settori del diritto societario, molte delle innovazioni giuridiche più recenti introdotte nel nostro ordinamento tendono a essere il frutto della trasposizione di riflessioni dottrinali e giurisprudenziali nate nei contesti di *common law*, quanto soprattutto perché in questo caso i vettori principali di tali innovazioni sono gli stessi operatori che provengono da tale contesto. In particolare, poiché il settore degli investitori professionali[19] del risparmio è scarsamente regolamentato, almeno sotto il profilo strutturale, ancora maggiore è l'influenza degli operatori economici e l'apporto di soluzioni nuove, anche nell'eventuale inerzia del legislatore.

Infine, atteso che la comparazione costituisce strumento di spunto per la disciplina non solo in un'ottica di ricostruzione e interpretazione[20], ma a volte anche di innovazione vera e propria (dunque in una prospettiva di *policy*, come direbbero oltreoceano), l'ordinamento americano, con particolare riferimento al formante giurisprudenziale, è quello che senza dubbio offre nel panorama comparato, in merito al tema precipuo delle comunicazioni selettive agli azionisti, alcune delle soluzioni più interessanti e innovative – per lo meno in termini di distanza originaria rispetto a quelle elaborate nel nostro sistema – e, al tempo stesso, astrattamente trasponibili anche in quest'ultimo, come cercheremo di dimostrare.

---

[19] Nel prosieguo del lavoro il termine "investitori professionali" verrà utilizzato convenzionalmente per indicare, in accezione assolutamente generica, gli operatori che svolgono istituzionalmente l'attività di investimento, sia per conto proprio sia per conto terzi, e in particolare, per finalità meramente funzionali all'esposizione, per indicare collettivamente sia gli investitori istituzionali in senso proprio sia i c.d. attivisti (sul punto si veda *infra*, in particolare, capitolo secondo, paragrafi da 3.2 a 3.4).

[20] Cfr. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 326.

Anche per le ragioni appena illustrate, si è scelto di impostare il discorso sulla comparazione con gli Stati Uniti in maniera fluida, ovverosia senza dedicare una specifica sezione del lavoro a un'analisi delle norme positive e degli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sulla materia. Questo anche perché il raffronto con tale ordinamento permea in diversi punti la struttura degli argomenti lungo cui si dipana il presente lavoro e investe tematiche anche eterogenee tra loro, non necessariamente inerenti lo stretto discorso sulle comunicazioni selettive (ad esempio, come già menzionato, in materia di investitori istituzionali, *shareholder activism*, responsabilità degli amministratori per i dialoghi con i propri azionisti di riferimento, ed altri ancora). Inoltre, in alcuni casi gli spunti provenienti dalla letteratura d'oltre oceano costituiscono la base dello sviluppo di alcune argomentazioni (o sono comunque a ciò funzionali), in modo tale che non possono essere separati dalla trattazione per così dire "principale". Conseguentemente, si è ritenuto più efficace impostare un discorso unitario, nel quale in più punti saranno interpolate digressioni, considerazioni o argomentazioni che guardano al tema trattato nella prospettiva dell'ordinamento americano, o comunque della letteratura, non solo giuridica ma anche economica, che da lì proviene.

3. Il quadro normativo di riferimento

Qualsiasi tentativo di ricostruzione di una disciplina delle comunicazioni selettive agli azionisti deve fare i conti, anzitutto, con il quadro legislativo e regolamentare esistente. Sotto questo profilo, sono fondamentalmente due i corpi di regole che devono essere tenuti in massima considerazione. Il primo attiene pressoché esclusivamente alla dimensione della *securities law* e viene principalmente in rilievo con riferimento ad ipotesi specifiche, per quanto non infrequenti, in cui le informazioni comunicate abbiano natura privilegiata, o, a tutto concedere, potenzialmente privilegiata. In linea di principio, l'attuale disciplina dei mercati finanziari, in quanto dichiaratamente volta a perseguire l'efficienza dei mercati anche e soprattutto tramite la trasparenza (art. 91 TUF) e quindi l'eliminazione delle asimmetrie informative tra gli investitori, mal si concilia con un'indistinta ammissione della legittimità della diffusione asimmetrica delle informazioni, che si porrebbe in contrasto con l'esigenza di dotare il pubblico di un *set* di informazioni ugualmente accessibile a tutti gli interessati[21]. Tale approccio risulta basato sull'idea che l'obiettivo fondamentale se non esclusivo della regolamentazione, per quanto riguarda l'informazione ai mercati, sia quello di garantire le condizioni per la corretta formazione dei prezzi, replicando il più possibile il paradigma della c.d. *efficient capital market hypothesis* nella sua versione più "forte"[22].

---

[21] MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 45. Per un ulteriore approfondimento di tale aspetto, si veda anche ID., *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *ECFR*, 2018, p. 821 e ss.

[22] La teoria cioè in base alla quale, in via di estrema sintesi e semplificazione, il prezzo assume funzione segnaletica delle informazioni disponibili sul mercato in un dato momento, con la conseguenza che, da un lato il prezzo rappresenta di per sé un'informazione e, per alcune tipologie di investitori, l'unica informazione di interesse – stante la capacità di incorporare in via sintetica le informazioni disponibili – e, dall'altro lato, che il prezzo è in grado di variare soltanto con la variazione del *set* di informazioni disponibile sul mercato (per tutti, MALKIEL, *Efficient Capital Markets Hypothesis*, in *Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1992, p. 740-74; per ulteriori riferimenti si veda

La prima fonte normativa di riferimento è diventata, a partire dal 2016, il MAR, che ha armonizzato la disciplina degli abusi di mercato a livello comunitario. In particolare, vale la pena sin d'ora citare, per ora limitandosi solo a menzionarle, tre disposizioni fondamentali, che nel complesso sembrano porre, almeno *prima facie*, significativi ostacoli al legittimo dispiegarsi di comunicazioni selettive tra emittenti ed azionisti, e che saranno poi analizzate più in dettaglio: (*i*) la regola generale di *mandatory disclosure* prevista dall'art. 17, comma 1; (*ii*) il divieto di comunicazione di informazioni privilegiate di cui all'art. 10; (*iii*) la disciplina vera e propria in materia di *selective disclosure* consentita, di cui all'art. 17, comma 8.

La disciplina contenuta nel MAR è dichiaratamente volta alla prevenzione e repressione degli abusi di mercato, a tutela dell'integrità dello stesso, in particolare tramite l'adozione di un quadro regolamentare uniforme all'interno del mercato unico comunitario[23]. A prima vista, l'impatto di tale disciplina sul fenomeno della circolazione asimmetrica delle informazioni sembrerebbe dover essere limitato: sia perché riguarda soltanto le informazioni privilegiate sia perché la *selective disclosure* non rientra, a rigore, tra le tradizionali condotte abusive. Il problema nasce, tuttavia, dalla combinazione di tre circostanze fondamentali.

In primo luogo, i requisiti che definiscono l'informazione privilegiata non sono sempre agevoli da ricostruire in concreto, sia per la sostanziale indeterminatezza dei concetti cui fanno riferimento le norme, sia per la scarsa prevedibilità dell'interpretazione che ne danno emittenti, autorità di vigilanza e autorità giudiziarie[24]. In secondo luogo, tradizionalmente il legislatore tende a vedere di buon occhio, anche per ragioni politiche, soprattutto dopo gli scandali finanziari della prima decade di millennio[25], le norme che favoriscono un incremento, almeno formalmente, della trasparenza del mercato tramite l'imposizione di obblighi aggiuntivi agli emittenti: spesso senza avvedersi che, in concreto, esse non producono più alcune effetto, se non effetti propriamente controproducenti, come vedremo diffusamente in seguito. In terzo luogo, e in maniera più decisiva, sia la giurisprudenza sia, dopo l'introduzione del MAR, il legislatore comunitario attribuiscono alla disciplina della *disclosure* la funzione principale di anticipare la tutela contro gli abusi di mercato, essenzialmente nella misura in cui, riducendo (almeno astrattamente) le possibilità di circolazione di informazioni non pubbliche, fanno venire meno la precondizione per il compimento di tali condotte. In concreto, ciò ha come effetto collaterale quello di spingere le autorità preposte all'interpretazione e all'applicazione delle norme a promuovere, coerentemente con tale filosofia, da un lato, una sovrapposizione tra le nozioni di informazione privilegiata rilevanti ai fini delle due discipline

anche *infra*, nota 106 e nel testo). Per coerenza logica, l'adesione a tale teoria importa di concludere nel senso che la massimizzazione dell'informazione disponibile sul mercato sia desiderabile senza alcuna limitazione: maggiore è il flusso di informazioni che divengono pubbliche e maggiore sarà l'efficienza dei meccanismi allocativi del mercato (così *Idem*, p. 2).

[23] Cfr. i considerando n. 2 e 4 del MAR.

[24] DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018, p. 11.

[25] ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Market*, op. cit., p. 512-13.

(*disclosure* e abusi di mercato)[26] e, dall'altro, una definizione sempre più ampia di tale nozione, che tende ad abbracciare anche le fasi iniziali di "formazione" dell'informazione[27].

Proprio le incertezze interpretative nella delimitazione dell'informazione privilegiata, generalmente risolte dalle autorità a favore di una nozione più ampia, e il rigore nell'applicazione della disciplina della *disclosure*, derivante anche dalle poche esenzioni previste dal MAR, oltretutto di stretta interpretazione, solleva un elevato rischio legale per gli emittenti e, soprattutto, per gli altri attori del governo societario, azionisti in testa, che si interfacciano con essi. In quest'ottica, il ricorso alla disciplina della *disclosure* in chiave esclusivamente servente rispetto alla repressione degli abusi di mercato, palesa alcuni importanti limiti. Il principale è che, così facendo, si finisce per tralasciare il fatto che, in concreto, la circolazione delle *corporate information* che avviene sui mercati è soltanto in minima parte orientata al compimento di comportamenti opportunistici. Infatti, in una prospettiva fisiologica, essa serve esigenze di carattere informativo degli emittenti legate alla gestione dell'impresa[28], che un approccio regolatorio c.d. "a taglia unica" (*one size fits all*) rischia di trascurare completamente. Oltretutto, come si vedrà, il riconoscimento e la tutela di tali esigenze è assolutamente centrale nella realizzazione del quadro di disciplina desiderato dallo stesso legislatore comunitario su di un diverso ma collegato fronte, cioè quello del governo degli emittenti, che dovrebbe essere orientato a favorire un maggiore coinvolgimento degli azionisti in generale e degli investitori istituzionali in particolare[29].

Il secondo *corpus* normativo che viene in rilievo e che può ostacolare il legittimo svolgimento delle comunicazioni selettive con gli azionisti è rappresentato dal principio di parità di trattamento, il quale trova esplicita formulazione nella disciplina comunitaria (art. 17 Direttiva (CE) n. 109/2004 e ora nell'art. 85 della Direttiva (UE) 2017/1132 del 14 giugno 2017) e implicito riconoscimento nel nostro ordinamento societario, oltre che, per le sole società quotate, all'art. 92, comma 1, TUF. La parità di trattamento può costituire, almeno in apparenza, un ostacolo avverso la legittimità

---

[26] L'unificazione delle "due" nozioni di informazione privilegiata è, allo stato, un dato di fatto ineluttabile, alla luce dell'impianto normativo del MAR, per quanto criticabile sotto numerosi profili: così DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 20. In senso critico verso l'ampiezza eccessiva e l'uniformità applicativa di tale nozione, anche MACRÌ, *Informazioni privilegiate e* disclosure, op. cit., p. 68 e ss. (già prima dell'intervento, in senso ancor più rigido, operato dal MAR).

[27] A partire dal caso C-19/11, *Geltl v. Daimler*, 28 giugno 2012, pur nel vigore della sola disciplina della *Market Abuse Directive*, la Corte di Giustizia Europea ha sottolineato come il requisito della precisione delle informazioni, necessario al fine della qualificazione come privilegiata deve ritenersi sussistente già nel momento in cui sussista, non già una (quasi) certezza di accadimento, bensì una "concreta prospettiva" di verificazione. Dal momento che la disciplina del MAR non consente più, nemmeno in via interpretativa (come accadeva invece precedentemente con riferimento alla disciplina italiana, sotto il vigore della MAD, anche secondo l'interpretazione data dalla Consob (cfr. CONSOB, Comunicazione DME/6027054, 26 marzo 2006, par. 5)), uno sdoppiamento della nozione di informazione privilegiata rilevante ai fini della disciplina della *disclosure*, comporta il rischio che una comunicazione sia fatta al mercato anche prima di essere certa. A tale effetto di estensione dell'ambito definitorio dell'informazione privilegiata contribuisce, inoltre, anche la formulazione dell'art. 7, commi 2 e 3, MAR, che vi fa rientrare, al ricorrere degli altri requisiti, anche le tappe intermedie di un "processo prolungato" (cfr. per una disamina approfondita del tema, ad esempio, GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi*, op. cit., p. 83 e ss.).

[28] DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 27.

[29] Si veda *infra*, in particolare al capitolo quarto.

delle comunicazioni selettive agli azionisti. Infatti, secondo l'interpretazione più estensiva, le comunicazioni selettive indirizzate dagli amministratori solo a determinati azionisti discrezionalmente individuati rappresenterebbero una rottura della parità informativa perseguita dal suddetto principio[30] e comporterebbero, secondo le tesi più intransigenti, una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori che intrattengano, in virtù di queste, un rapporto privilegiato con alcuni azionisti[31].

Per ora ci si è limitati a indicare sinteticamente quali siano le principali norme positive che vengono in rilievo nell'ostacolare il ricorso alle comunicazioni selettive agli azionisti, e quali siano ragioni di principio per cui ciò avviene. Nei prossimi capitoli, ampio spazio verrà dato alla trattazione sia del rapporto tra le comunicazioni selettive e le norme del MAR in materia di *disclosure*, tra l'altro operando le opportune distinzioni a seconda delle diverse tipologie di azionisti, sia della più convincente interpretazione e applicazione del principio di parità di trattamento.

4. Quali margini per un discorso sulle comunicazioni selettive agli azionisti?

All'interno del contesto così sinteticamente delineato occorre comprendere, per ora soltanto preliminarmente, se sia possibile ritagliare, almeno in astratto, uno spazio di legittimità per la fattispecie delle comunicazioni selettive agli azionisti, che sia coerente con le norme e i principi che regolano la materia. Ciò rappresenta, evidentemente, il primo e imprescindibile passo verso una ricostruzione organica della relativa disciplina: è evidente che, in caso di un riscontro negativo a tale domanda, il piano e il significato stesso dell'indagine che qui si vuole condurre dovrebbe cambiare drasticamente. Così come già fatto nel precedente paragrafo, occorre anche in questo caso operare una distinzione generale, che ritornerà a più riprese nel corso di tutto il lavoro, tra informazioni privilegiate e non privilegiate, in quanto, con riferimento alle prime, le restrizioni previste dalla disciplina sono assai più rigide.

In linea di massima, nel contesto della disciplina *market abuse*, le comunicazioni selettive agli azionisti rientrano nell'ambito più generale della *selective disclosure*. Tale fattispecie è oggi regolata, anzitutto, dagli artt. 10 e 17, comma 8, MAR secondo una tecnica normativa che prevede un generale divieto assoluto in capo a tutti gli *insider* primari e secondari nonché all'emittente stesso[32], assistito da sanzioni di natura amministrativa, e un'esenzione specifica per le sole ipotesi

---

[30] Cfr. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in 12 *Virginia Law & Business Review*, 2018, p. 221, secondo il quale, poiché i dialoghi (selettivi) tra amministratori e azionisti possono determinare un vantaggio competitivo per i destinatari delle informazione, è, almeno in principio, dubbia la compatibilità con il principio di parità di trattamento (salvo poi concludere nel senso di una almeno parziale compatibilità, all'esito di un'interpretazione teleologicamente orientata).

[31] Cfr., per tutti, ABRIANI, *Il «pungolo gentile» dell'assemblea «mite» tra attivismo degli azionisti e nuova* governance *societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 34 e ss.

[32] A meri fini di precisione va detto che l'art. 10 MAR si riferisce alla *disclosure* di informazioni da parte di "qualsiasi" persona, mentre l'art. 17, comma 8, fa riferimento specifico all'ipotesi in cui a comunicare sia l'emittente stesso, o un soggetto che agisca in suo nome o per suo conto. Tuttavia, come osservato dalla dottrina, le due disposizioni formano, in combinato tra loro, «*a reciprocally integrated system*» (cfr. MOALEM, HANSEN, *Insider Dealing and Parity of Information – Is Georgakis Still Valid?*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 959; PIETRANCOSTA, *Article 17:*

in cui la comunicazione avvenga «nel normale esercizio della propria attività professionale o della propria funzione» e all'ulteriore condizione che il destinatario dell'informazione sia tenuto a un obbligo di riservatezza, sia esso legislativo, regolamentare, statutario o contrattuale. È dunque lo stesso regolamento a ritagliare la prima e più importante area di legittimità per le comunicazioni selettive.

Al tempo stesso, esso solleva un problema interpretativo fondamentale: ovverosia, cosa si debba intendere per esercizio "normale" di una funzione qualora le comunicazioni siano dirette agli azionisti della società, atteso che verosimilmente tali esenzioni, già presenti nel testo della MAD (art. 6, comma 3), sono state pensate in origine per l'ipotesi in cui i destinatari siano soggetti (totalmente) terzi rispetto alla società, quali ad esempio analisti finanziari, *broker* o società di investimento[33]. Il problema sorge, in termini essenziali, dalla necessità di armonizzare la disciplina positiva con la concreta attuazione dell'obiettivo, che trova conferma soltanto in termini programmatici nel considerando n. 19 del MAR, di «non vietare le discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente», evitando il rischio che rimanga lettera morta. Per il momento ci si limita qui a indicare alcune riflessioni preliminari da cui partire nello sviluppo dell'analisi.

In primo luogo, è convincimento ormai largamente prevalente che, almeno dopo l'entrata in vigore del MAR, gli azionisti dell'emittente debbano essere considerati al pari di soggetti estranei all'emittente ai fini della disciplina. Deve quindi ritenersi superata l'opinione, proposta in tempi più risalenti da alcuni autori in dottrina, ma comunque rimasta sempre minoritaria, secondo cui la circolazione di informazioni tra l'emittente e i suoi azionisti potrebbe qualificarsi in termini di circolazione endosocietaria, e dunque di fatto essere esclusa, o comunque assoggettata soltanto limitatamente, dall'applicazione della disciplina *market abuse*[34].

Public Disclosure of Inside Information, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventoruzzo e Mock, Oxford, 2017, p. 365; MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, op. cit., p. 826).

[33] È emblematico in questo senso che anche la *Rule 100* della *Regulation Fair Disclosure* della SEC americana (17 C.F.R. § 243.100), che costituisce il primo prototipo di legislazione in materia di *selective disclosure*, cui anche il legislatore comunitario si è a suo tempo ispirato, nell'elencare, in maniera comunque non esaustiva, le tipologie di destinatario faccia riferimento alle seguenti figure: *broker* o *dealer*, *investment adviser* e *investment companies*.

[34] Teoria originariamente proposta da GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. impr.*, 1992, p. 640 e ss., con riferimento specifico all'ipotesi di circolazione delle informazioni tra società controllata e controllante nel contesto di gruppo. L'Autore sviluppa il discorso con riferimento alla fattispecie dell'*insider trading* che prevedeva, e tutt'ora prevede, il divieto di operare su strumenti finanziari sulla base di informazioni «ottenute in virtù della partecipazione al capitale sociale dell'emittente», arrivando a sostenere che tale divieto non riguardi le operazioni effettuate dall'impresa *holding* (che esercita la «direzione tecnico-finanziaria») sulle azioni della società controllata, in quanto «l'impresa di gruppo è un'unica impresa» e, pertanto, la notizia concernente la controllata è, per la *holding*, una notizia relativa alla propria impresa e quindi irrilevante (in questo senso anche Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Contr. e impr.*, 1990, p. 401 e ss., con nota dello stesso GALGANO, che individua nel soggetto *holding* un'impresa unitaria, «per il fatto di esercitare attività imprenditoriale nella sua completezza, in una fase in via diretta, in altra fase in modo mediato ed indiretto», che si esplica attraverso le proprie controllate, al punto che «i risultati economici di gruppo, che, senza detta attività direttiva, non si realizzerebbero, vanno ascritti in via diretta proprio all'operare della capogruppo»). Tale conclusione muove, inoltre, dall'ulteriore convinzione – forse condivisa all'epoca ma oggi tutt'altro che indiscussa – dell'impossibilità di perseguire la condotta del c.d. *insider* di sé stesso, ovverosia dell'emittente che agisce sul mercato sulla base «dei propri eventi e dei propri propositi». A prescindere dalla condivisibilità o

In secondo luogo, il requisito della "normalità" deve essere riferito, secondo l'orientamento prevalente, sia alla posizione di colui che comunica – il che, trattandosi degli amministratori dell'emittente pare necessitato dall'esigenza che la loro azione sia sempre sorretta da una decisione oggettivamente razionale – sia alla posizione di chi riceve le informazioni[35]. Da questo punto di vista, è ragionevole ritenere che il mero rapporto partecipativo non costituisca di per sé causa idonea di giustificazione – il che di fatto priverebbe sostanzialmente di senso l'intera questione – né la ricorrenza di una situazione di controllo non altrimenti qualificata (cioè, per lo meno, al di fuori del contesto di gruppo)[36]. Ciò solleva altresì la necessità di identificare in quali casi l'azionista si trovi in concreto in una situazione tale per cui la sua posizione sia sufficientemente differenziata da giustificare la ricezione di informazioni in via asimmetrica, che ad altri azionisti resta invece preclusa. In altri termini, occorre chiedersi quali siano gli aspetti rilevanti da tenere in conto, e quali no, ai fini di tale giudizio (rilevano, ad esempio, gli obiettivi strategici dell'azionista, le modalità o il contesto in cui avviene la comunicazione, la natura delle informazioni comunicate?) e, soprattutto quali debbano essere i principi e i criteri che debbono guidare tale valutazione nel contesto più generale del sistema.

Dal momento che ciò che costituisce comunicazione "normale" tra l'emittente e un determinato azionista deve dunque essere valutato con riferimento, contestuale e complementare, ad entrambe le parti coinvolte, si può osservare che tale requisito chiama inevitabilmente in causa, pur senza farvi esplicito riferimento, la nozione di interesse sociale, anzitutto quale criterio cui l'agire degli amministratori deve essere orientato in generale. Al tempo stesso, anche l'interazione con lo specifico azionista deve essere orientata, nella prospettiva dell'emittente (che è il soggetto sul quale ricade in ultima istanza la responsabilità per la comunicazione eventualmente illegittima ed eventualmente l'obbligo di rimediare tramite tempestiva *public disclosure*), a realizzare un interesse compatibile con l'interesse sociale, tenuto conto degli obiettivi concreti per i quali l'azionista richiede una determinata informazione. In questa prospettiva, domandarsi se la comunicazione selettiva di informazioni all'azionista avvenga nel normale esercizio delle funzioni che caratterizzano entrambe le parti equivale a chiedersi, in altri termini, se tale comunicazione sia coerente con gli obiettivi e le modalità di azione che la disciplina societaria e di mercato delinea complessivamente per le società quotate, all'interno delle quali un ruolo di primo piano riveste, senza dubbio, la nozione di interesse sociale.

Una seconda ipotesi, più limitata, di legittima comunicazione selettiva che può coinvolgere, anche se non esclusivamente, gli azionisti è quella prevista dalla nuova disciplina dei sondaggi di

---

meno nel merito di tale impostazione con riferimento alla fattispecie di *insider trading*, va detto che le conseguenze di tale ragionamento, se portate sul piano della disciplina delle comunicazioni al pubblico, comporterebbero di dover ammettere, a rigor di logica, la necessità di considerare le informazioni relative all'emittente quali informazioni pertinenti l'ambito stesso della controllante e, pertanto, di doverle escludere dall'ambito delle «informazioni riguardanti l'emittente [e le società controllate]» delineato dall'art. 114, comma 1, TUF e dall'art. 7 MAR.

[35] Cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 38; in questo stesso senso depone anche quanto affermato sul punto dalla Corte di giustizia europea nel caso C-384-02, *Grongaard and Bang*, 22 novembre 2005, par. 48.

[36] *Eidem*, p. 35 e ss.

mercato, di cui all'art. 11 MAR e dai relativi regolamenti attuativi[37]. Si tratta di un'ipotesi esemplificativa della generale fattispecie di cui all'art. 17, comma 8, MAR sopra illustrata, che prevede la facoltà di comunicare con determinati investitori, attuali e soprattutto potenziali, anteriormente all'annuncio di un'operazione al fine di valutare l'interesse degli investitori, a condizione che sia seguita una procedura più rigida, volta a mantenere la riservatezza delle informazioni e i rischi di comportamenti abusivi, oltre a rendere preventivamente edotti i destinatari della natura privilegiata delle informazioni. Il rispetto della procedura di legge garantisce una presunzione di legittimità delle comunicazioni effettuate; al tempo stesso, ferma restando la natura eccezionale della disciplina, nulla vieta in principio che gli emittenti adottino volontariamente la medesima procedura anche al di fuori delle ipotesi previste, fermo restando però in tal caso la dubbia applicazione di tale presunzione.

Infine, l'ultima disciplina che viene in rilievo è quella del ritardo nella comunicazione delle informazioni, prevista dall'art. 17, comma 4, MAR quale eccezione al generale principio di *mandatory disclosure* sancito al comma 1 della medesima disposizione. In particolare, essa prevede che agli emittenti sia consentito ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate al ricorrere di alcune particolari condizioni. Nonostante la norma abbia in concreto un'applicazione tutto sommato ridotta, alla luce delle rilevanti incertezze interpretative non ancora risolte[38], nondimeno essa riveste un ruolo particolarmente importante ai fini di cui trattasi, specie per la valenza sistematica. La disciplina del ritardo assume rilievo nel discorso sulle comunicazioni selettive agli azionisti non tanto perché si tratti di uno strumento cui gli emittenti fanno concretamente ricorso in tali ipotesi, quanto piuttosto perché costituisce un limite al generale obbligo di *mandatory disclosure*.

Di fatto, la regola di *mandatory disclosure* priva gli emittenti del potere di decidere quando e a chi comunicare le informazioni (privilegiate), imponendo che esse siano prontamente rese note al pubblico, non appena esse maturino i sufficienti requisiti e possano considerarsi acquisite all'interno della sfera di conoscenza rilevante dell'emittente. Al punto che, come rilevato da Maugeri, un problema di comunicazione selettiva delle informazioni ha modo di configurarsi solo in pendenza di una procedura di ritardo, in quanto, se nota al pubblico perché comunicata, l'informazione perderebbe la sua natura privilegiata e parimenti non si porrebbe un problema di comunicazione selettiva soltanto ad alcuni azionisti[39].

Pertanto, la disciplina del ritardo assume particolare importanza in quanto manifestazione della disponibilità del legislatore a derogare legittimamente, seppure in via temporanea, alla regola

---

[37] Cfr. il Regolamento delegato (UE) 2019/960 della Commissione del 17 maggio 2016 e il Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959, ai quali si aggiungono gli orientamenti emanati dall'ESMA, *Mar Guidelines, Persons receiving market soundings*, 10 novembre 2016, p. 1477).

[38] Sul punto, cfr. in particolare DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 17 e ss.

[39] MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 930; sostanzialmente di avviso analogo anche MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues*, op. cit., p. 851 e ss., nella misura in cui ritiene che la comunicazione di informazioni privilegiate nel contesto di un incontro con alcuni azionisti rientri nell'ipotesi di *voluntary disclosure* di cui all'art. 17, comma 4, MAR e dunque comporterebbe l'obbligo di rendere nota l'informazione al pubblico indistinto.

generale della *mandatory disclosure*. Per le stesse ragioni, è importante analizzare quali siano le condizioni alle quali è consentito avvalersi di tale facoltà. In particolare, è sufficiente osservare che tale facoltà è subordinata, tra le altre cose, alla ricorrenza di un «interesse legittimo dell'emittente». Tale interesse, se da un lato è riferito all'emittente e dunque potrebbe astrattamente coincidere con l'interesse sociale, si richiede altresì che sia «legittimo», il che solleva il dubbio che sia necessaria una valutazione ulteriore di conformità alla legge, in merito alla quale vi è però da capire rispetto a quali parametri debba compiersi.

L'interesse dell'emittente, o l'interesse sociale che dir si voglia (qui, preliminarmente, intesi in senso equivalente), assume altresì rilievo nell'applicazione del principio di parità di trattamento, che, come detto, rappresenta un limite esterno che si applica, almeno astrattamente, in via trasversale a tutte le ipotesi di comunicazioni selettive, a prescindere dalla natura delle informazioni. E ciò in una duplice accezione. Da un lato, atteso che tale principio costituisce un limite nell'agire degli amministratori in maniera tale da discriminare tra azionisti che si trovino in condizioni analoghe, esso rappresenta una manifestazione specifica del più generale principio che orienta l'agire degli amministratori al perseguimento dell'interesse sociale: ne discende altresì che la conformità all'interesse sociale rappresenta uno dei criteri, se non il principale, attraverso cui valutare l'identità o la diversità di posizioni degli azionisti, rispetto a un dato trattamento. Dall'altro lato, il perseguimento dell'interesse sociale può assumere, a determinate circostanze, una preminenza rispetto alla necessità di un trattamento paritario.

Nel complesso, le considerazioni sinteticamente svolte, sulle quali si ritornerà diffusamente nel prosieguo della trattazione, evidenziano sin d'ora due aspetti fondamentali. In primo luogo, la centralità dell'interesse sociale, o più in generale degli interessi inerenti la società quotata, nella disciplina delle comunicazioni selettive agli azionisti. In secondo luogo, il fatto che, dal momento che tale fattispecie catalizza fisiologicamente una contrapposizione tra interessi diversi e spesso confliggenti tra azionisti (*in primis*, tra i destinatari delle informazioni selettive e tutti gli altri), la nozione tradizionale di interesse sociale, concepita in termini unitari, può non necessariamente essere adeguata a risolvere le questioni interpretative che sorgono.

5. Profili critici e di inadeguatezza dell'attuale sistema di *disclosure*

Dopo l'entrata in vigore del MAR, l'attuale quadro normativo in materia di *disclosure* è ormai ampiamente armonizzato a livello comunitario. Tuttavia, le modifiche apportate in tale sede, per quanto in alcuni casi molto rilevanti, ove singolarmente considerate, sotto il profilo della disciplina, non hanno modificato l'impianto complessivo della materia, che ancora riflette, quanto ai suoi pilastri fondativi, quello della MAD. A sua volta, la filosofia della *mandatory disclosure* ha quale antecedente storico di riferimento la disciplina introdotta nel 2000 dalla SEC statunitense con la *Regulation Fair Disclosure*, ancora oggi in vigore. In particolare, la *Rule 100* introduceva per la prima volta un esplicito divieto di *selective disclosure*[40], con l'obiettivo di impedire a dirigenti e

[40] Più propriamente nella forma di una previsione, analoga a quella oggi prevista dal MAR, secondo la quale, nel caso in cui l'emittente comunichi selettivamente informazioni privilegiate a determinati soggetti, dovrà

impiegati delle società di far trapelare informazioni a determinati investitori e analisti su base preferenziale. Tali condotte, infatti, sfuggivano alla disciplina elaborata dalle Corti in materia di *insider trading*, e dunque alla fattispecie di cui alla *Rule 10-b-5* del *Securities and Exchange Act* del 1934, fondamentalmente per l'assenza di un beneficio personale in capo a chi effettua le comunicazioni[41].

Sebbene il dibattito sull'opportunità di adottare un sistema di *mandatory disclosure*, in contrapposizione a un sistema basato sugli incentivi di mercato degli emittenti a diffondere volontariamente le informazioni[42], abbia ormai perso di rilievo nel corso degli ultimi anni, non foss'altro per la forte presa di posizione del legislatore a favore della prima soluzione in gran parte degli ordinamenti, tale sistema presenta altre criticità e debolezze, che si mostrano sempre più evidenti alla luce dei cambiamenti più recenti che stanno interessando i mercati. Tali criticità si manifestano in particolare, ed è anche quanto qui interessa maggiormente, con riferimento alla disciplina delle comunicazioni selettive agli azionisti.

Un primo profilo di criticità dipende dal fatto che la disciplina in esame si è dimostrata negli anni scarsamente efficace nel conseguire gli obiettivi dichiarati, ovverosia nel prevenire e impedire le comunicazioni selettive in uscita dagli emittenti. Negli Stati Uniti, dove la normativa è in vigore ormai da più di vent'anni, tale criticità è palese e ormai considerata pacifica nel dibattito sull'argomento[43], ma è facilmente riscontrabile, se non altro nella prassi, anche in Europa e in Italia.

La ragione di ciò si deve a una combinazione di diversi fattori, tra cui, in particolare, da un lato la scarsa deterrenza derivante dalle minori sanzioni previste dalla legge rispetto agli abusi di mercato, non da ultimo il fatto che con riferimento a tale fattispecie siano escluse le sanzioni penali, e, dall'altro lato, l'indisponibilità di strumenti di *enforcement* adeguati da parte delle autorità competenti per vigilare e reprimere tali condotte. Questo secondo aspetto si spiega sia con la scarsità di risorse di cui le autorità inevitabilmente dispongono in confronto alla magnitudine del fenomeno

---

contestualmente rendere tali informazioni disponibili al pubblico.

[41] Nel noto caso federale *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983), la Corte Suprema degli Stati Uniti ha precisato che la comunicazione selettiva a terze parti di informazioni privilegiate non è proibita, ai sensi delle leggi federali in materia di *insider trading* a meno che l'*insider* non riceva un beneficio personale dalla *disclosure*. Conseguentemente, per limitare le condotte di *selective disclosure*, e quindi indirettamente un fattore di creazione delle condizioni propizie per eventuali abusi veri e propri, la SEC decise di introdurre la *Regulation FD* proprio per vietare tali condotte, anziché sussumerle direttamente nel quadro disciplinare dell'*insider trading*, già esistente. Al punto che vi è chi si interrogava, alla luce di tale decisione, e di quella successiva resa in *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 654 (1997), se la *selective disclosure* potesse considerarsi implicitamente legittima (cfr. COFFEE JR., *Is Selective Disclosure Now Lawful?*, in 218 *New York Law Journal*, 1997, p. 5 e ss.).

[42] Si vedano, per i molti, ad esempio, ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in 107 *Yale Law Journal*, 1998, p. 2359 e ss.; FOX, *Required Disclosure and Corporate* Governance, in 62 *Law and Contemporary* Problems, 1999, p. 118 e ss.; GOSHEN, PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in 55 *Duke Law Journal*, 2006, p. 711 e ss., i quali illustrano alcuni dei principali argomenti a sostegno delle diverse tesi contrapposte.

[43] Cfr. BENGTZEN, *Private Investor Meetings in Public Firms: The Case for Increasing Transparency*, 22 *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2017, p. 35 e ss., il quale attribuisce la sostanziale inefficacia della disciplina della *Regulation FD* a una combinazione di fattori: «*the flawed design of Reg. FD, the enforcement policy and practices of the Securities and Exchange Commission, and the preference and ability of both corporate managers and investors to keep such selective disclosures out of the view of the public*».

(considerato che episodi di comunicazioni selettive si verificano pressoché in ogni società quotata e, a seconda dei casi, spesso anche con un'elevata frequenza), sia con la intrinseca difficoltà nel monitorare tali condotte, che avvengono all'oscuro dei mercati e, specie nell'ipotesi in cui non siano accompagnate da un successivo impiego abusivo delle informazioni, tendono a lasciare poche tracce. Ad aggravare tale problema vi è, nel caso specifico, la circostanza che l'obbligo di *public disclosure* previsto nell'ipotesi in cui l'emittente abbia, volontariamente o inavvertitamente, comunicato informazioni a terzi in via selettiva (si veda, in particolare, quanto previsto dall'art. 17, comma 8, MAR) non fornisce alcuna indicazione agli altri azionisti, al mercato e all'autorità, circa il fatto che si sia precedentemente verificata un'ipotesi di comunicazione selettiva.

A ciò si aggiunga anche il fatto che, con l'eccezione appunto delle ipotesi in cui le informazioni sia poi concretamente utilizzate con finalità abusive, che catalizzano l'attenzione principale delle autorità, di per sé i singoli episodi di *selective disclosure* possono non giustificare, sotto il profilo della riprovevolezza e degli effetti concreti sul funzionamento del mercato, un'attenzione prioritaria da parte di chi è impegnato nella vigilanza dei mercati. Ne consegue che, di fatto, la capacità delle attuali regole in materia di *disclosure* di impedire le comunicazioni selettive tra emittenti e investitori sono in concreto molto limitate, come dimostrato anche da alcuni recenti studi empirici[44].

Le attuali normative in materia di *disclosure* sono concepite per limitare, almeno astrattamente, l'offerta (da parte degli emittenti) ma non la domanda (da parte degli azionisti e degli investitori più in generale) di informazioni selettive, la quale sta crescendo enormemente negli ultimi tempi, anche in ragione delle circostanze di cui si dirà qui di seguito. Pertanto, la loro effettività dipende, in ultima istanza, dalla capacità di vigilanza attiva sulle comunicazioni effettuate dagli emittenti che le autorità sono in grado di svolgere e, indirettamente, dall'effetto dissuasivo che può derivarne in un secondo momento. Ne consegue che, alla luce di quanto brevemente illustrato, il compito posto dal legislatore in capo alle autorità di vigilanza a tale proposito è destinato inevitabilmente a restare inadempiuto.

Il paradosso ulteriore è però che, da un lato, la disciplina attuale rischia di limitare, sulla carta ma non solo, come vedremo, le comunicazioni selettive desiderabili in un'ottica di sistema (per svariate ragioni)[45] e, dall'altro lato, la capacità di *enforcement* è inferiore, anche per colpa dell'ampia formulazione delle fattispecie, a quella necessaria per prevenire con certezza le condotte più dannose per il mercato. Il che rappresenta esattamente l'esito opposto rispetto a quello che il legislatore dovrebbe desiderare, anzitutto in un'ottica di efficienza ed efficacia.

Un secondo profilo che attira rilevanti critiche riguarda la concezione della *corporate information* che è sottesa alla citata disciplina. In particolare, tanto nella normativa americana quanto nel più recente MAR trova scarsissima rappresentazione la concezione dell'informazione, per lo

---

[44] Cfr., ad esempio, AL GUINDY, NAUGHTON, RIORDAN, *The Chilling Effect of Regulation FD: Evidence from Twitter*, 1 aprile 2019, https://ssrn.com/abstract=3385180; ALLEE ET AL., *Did the Siebel Systems Case Limit the SEC's Ability to Enforce Regulation Fair Disclosure?*, 20 agosto 2019, https://ssrn.com/abstract=3440155 (il quale analizza anche l'impatto della recente decisione resa in *SEC v. Siebel Systems, Inc.*, 384 F. Supp. 2d 694 (S.D.N.Y. 2005)).

[45] Si veda *infra*, capitolo quarto.

meno quella "prodotta" all'interno dell'emittente, come *asset* aziendale[46] e così anche qualsiasi considerazione più ampia inerente il riconoscimento della valenza strategica della medesima, anche con riferimento, in una prospettiva allargata, al perseguimento e attuazione dell'interesse sociale. La tutela dell'informazione come *asset* aziendale richiederebbe infatti la previsione di maggiori margini di flessibilità rimessi alla discrezionalità dell'emittente stesso, il quale dovrebbe coerentemente poter legittimamente rimuovere, almeno in parte, i divieti di circolazione selettiva dell'informazione allorché ciò possa giustificarsi alla luce dell'interesse sociale[47]. Se è vero che la disciplina del ritardo nelle comunicazioni rappresenta lo strumento idealmente pensato per tutelare simili esigenze, le rilevanti incertezze applicative che ancora affliggono tale istituto finiscono per ridimensionare notevolmente l'utilizzo da parte degli operatori e, nel complesso, la sua portata[48].

Complessivamente, osservazioni di quest'ordine rientrano nell'alveo del più ampio dibattito, che interseca la disciplina delle comunicazioni selettive, relativo al conflitto tra riservatezza e trasparenza e sulla necessità di identificare un difficile equilibrio[49], sul quale non ci si soffermerà in dettaglio, ma all'interno del quale di fatto si inscrive anche il presente lavoro. Tuttavia, senza necessariamente dover prendere una posizione "ideologica" in merito alle opinioni contrapposte di tale dibattito, ci si può limitare a segnalare che è pressoché un dato di fatto che l'attuale disciplina sia oggi fortemente sbilanciata a favore del secondo obiettivo e che, soprattutto, molte delle regole in cui si concretizza tale approccio non conseguano neppure un effettivo risultato sotto il profilo dell'incremento di trasparenza.

In particolare, e così venendo al terzo profilo critico, i rapidi cambiamenti che stanno interessando i mercati finanziari determinano progressivamente il tramonto del modello fondato sulla tutela *diretta* dell'investitore-risparmiatore e sul controllo (inteso come monitoraggio) dallo stesso esercitato sugli emittenti, tramite le proprie decisioni di investimento. Da un lato, la crescente complessità e la sempre minore intellegibilità dell'informazione disponibile sui mercati genera problemi di *information overload* e allo stesso tempo enfatizza i problemi derivanti dalla crescente *financial illiteracy* dei singoli investitori[50]. Dall'altro lato, la diffusione esponenziale degli investitori istituzionali, quali intermediari nella gestione del risparmio, e il conseguente fenomeno della *equity reintermediation*, che in parte sono il prodotto e in parte la causa o per lo meno il fattore di

---

[46] Tale concezione, che si trova riflessa ad esempio anche nel citato caso *United States v. O'Hagan*, op. cit., 654, implica che le decisioni compiute dagli amministratori aventi ad oggetto le *corporate information* siano trattate al pari di qualsiasi operazione che coinvolga *corporate asset*, e dunque che esse possano essere sindacate soltanto in ipotesi di violazione di doveri fiduciari, con tutti i limiti del caso.

[47] Cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 24-25.

[48] Si veda *infra*, in particolare capitolo quarto, paragrafo 6.

[49] Si veda, ad esempio, quanto osservato da ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate – Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1988*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998, ma soprattutto dai lavori di GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets*, op. cit., p. 45 e ss.; ID., *Trasparenza e riservatezza*, op. cit.; ID., *Trasparenza e interesse societario*, op. cit., p. 255 e ss. Sul punto si tornerà ampiamente *infra*, in particolare nel capitolo secondo.

[50] Si veda *infra*, capitolo quarto, paragrafo 4.2.

accelerazione dei problemi appena citati, modifica radicalmente i meccanismi attraverso i quali gli attori del mercato possono determinarne l'efficienza[51].

Infine, ed è questo forse l'aspetto più rilevante ai fini della presente trattazione e sul quale ci si soffermerà maggiormente, l'attuale disciplina della *disclosure* trascura pressoché completamente la dimensione endosocietaria delle comunicazioni selettive e, in particolare, la natura di strumenti di *governance* che esse già rivestono e sono destinate a rivestire sempre di più in futuro. Tradizionalmente, alla disciplina della *mandatory disclosure* è sempre stata riconosciuta anche una funzione di "*governance*", accanto a quelle, ritenute più pregnanti, di garantire all'investitore un trattamento equo e di consentire un'accurata formazione dei prezzi. In particolare, aumentando la trasparenza a favore degli investitori e del mercato si dovrebbero teoricamente i costi di monitoraggio e quindi si rafforza il ruolo di controllo, soprattutto *ex post*, degli azionisti, il che a sua volta dovrebbe comportare una riduzione degli *agency cost* quale conseguenza sia del controllo diretto sia dell'effetto dissuasivo che determina su chi detiene il controllo operativo della società[52].

Tale paradigma sconta, tuttavia, l'esigenza di adattarsi all'evoluzione delle dinamiche di *corporate governance*, alla crescente influenza, e al desiderio di influenza, degli investitori istituzionali ma non solo. Come vedremo, mentre il compito di monitoraggio si sposta, direi inevitabilmente, sempre più sugli operatori professionali, in quanto unici soggetti astrattamente in grado di compierlo in maniera efficace, al tempo stesso essi sono sempre più desiderosi di condividere informazioni con gli emittenti e da tale condivisione dipende in molti casi l'esistenza di incentivi sufficienti all'attivismo o all'*engagement*.

A tutto questo si aggiunge il fatto che, come sopra menzionato e come si avrà modo di approfondire, la trasformazione degli assetti proprietari delle società quotate italiane nel senso di una maggiore eterogeneità delle diverse componenti solleva l'esigenza di determinare in concreto, a seconda delle situazioni e financo caso per caso, quali interessi tra quelli facenti capo alle diverse *constituency* azionarie siano compatibili con l'interesse sociale e, in caso di conflitto reciproco, quali debbano prevalere di volta in volta. Sotto questo profilo, i richiami, diretti o indiretti, all'interesse sociale che si rinvengono nel MAR, e più in generale nelle norme che rilevano *tout court* ai fini della disciplina delle comunicazioni selettive, possono non essere risolutivi. Anche a prescindere da ciò, in una prospettiva più ampia occorre domandarsi se la disciplina delle comunicazioni selettive, stante la rilevanza che il fenomeno sta acquisendo, sotto il profilo sia della diffusione sia dell'importanza (qualitativa) nel funzionamento delle società quotate e della loro *governance*, possa essere ancora demandata soltanto al diritto dei mercati finanziari e soprattutto a un corpo normativo settoriale, e per molti versi slegato dalla disciplina organica degli emittenti, qual è quello della *disclosure*.

---

[51] Come ben illustrato a suo tempo da GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Virginia Law Review*, 1984, p. 549 e ss., poi anche in ID., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, p. 715 e ss., l'incorporazione delle informazioni nei prezzi, e dunque la funzione allocativa dei mercati finanziari, si basa, in ultima istanza sulle decisioni compiute dagli investitori che vi partecipano e, in particolar modo, da coloro che vi operano stabilmente e professionalmente.

[52] Cfr., per tutti, ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets*, op. cit., p. 516-17.

6. Le comunicazioni selettive come strumento di *corporate governance*: una provocazione?

Si accennato al fatto che, nella concezione più tradizionale, la funzione di *governance* attribuita alla disciplina della *disclosure* è sempre stata ricollegata al ruolo svolto dalla *mandatory disclosure*: ovverosia all'idea, ridotta ai minimi termini, che imporre agli emittenti di pubblicare un determinato, e idealmente sempre maggiore, *set* di informazioni consentirebbe un migliore monitoraggio da parte degli investitori, in quanto riduce i costi di reperimento dell'informazione[53]. Il limite di tale approccio emerge tuttavia dall'osservazione della prassi: da un lato, la complessità dell'informazione necessaria per la valutazione degli investimenti è tale da non poter essere più processata dal singolo risparmiatore, e anzi l'incremento del *set* informativo aggrava, piuttosto che semplificare, il problema; dall'altro lato, i costi dell'informazione sono comunque (ancora) troppo alti per spingere gli investitori istituzionali, specie quelli di maggiori dimensioni e più diversificati, a partecipare attivamente, se non in maniera standardizzata e superficiale, alla *governance* delle società partecipate. Per contro, vi sono altre tipologie di investitori strutturalmente più propensi all'attivismo e a un attivismo più incisivo sotto il profilo sia di *governance* sia strategico (su tutti, gli *hedge fund*), la cui ingerenza è però in generale mal vista, in maniera spesso pregiudiziale, dal legislatore, soprattutto in Europa, per la paura che ciò possa aggravare la pressione sul *management* verso una gestione esclusivamente orientata al breve periodo[54].

Alla luce di ciò, se si vuole effettivamente conservare una funzione di *governance* alla disciplina dell'informazione, che sia adeguata al contesto attuale, e al tempo stesso favorire nel complesso un maggiore attivismo degli azionisti delle società quotate, come auspicato dal legislatore comunitario[55], occorre ripensare anzitutto quali siano oggi i reali destinatari delle norme di trasparenza (il modello dell'investitore individuale può essere ancora oggi di riferimento, ammesso che lo siano mai stato realmente?) e in che modo le stesse debbano essere adeguate al cambiamento

---

[53] *Idem*, p. 517-20.

[54] Si veda *infra*, capitolo quarto, paragrafo 5.4.

[55] Uno degli sviluppi più recenti e significativi in questo senso è rappresentato dalla Seconda Direttiva Azionisti o "SRD2" (Direttiva 2017/828/UE, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, recepita nel nostro ordinamento con D.Lgs. 10 maggio 2019 n. 49), che rientra tra le iniziative della Commissione Europea «in materia di governo societario […] per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori» (cons. 3), in particolare favorendo il coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali (cons. 15) e una maggiore trasparenza circa le loro politiche di impegno (cons. 17 e 18). Nel contesto della nuova SRD 2, l'impegno efficace e sostenibile degli azionisti è considerato «uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate» che si vuole costruire (cons. 14). In questo senso, la citata Direttiva si pone in linea di continuità con le affermazioni programmatiche più generali, in materia di *engagement* degli investitori istituzionali formulate già in precedenza nel *Libro verde* della Commissione Europea del 5 aprile 2011, *The EU corporate governance framework*, COM(2011) 164 def, (in *Riv. soc.*, 2011, p. 1200 e ss., con introduzione di GHEZZI, *La «corporate governance» nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, p. 1197 e ss.) e poi nel *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM(2012) 740 final (in *Riv. soc.*, 2013, p. 228 e ss., con introduzione di P. MARCHETTI, *Il nuovo* Action Plan *europeo in materia societaria e di* corporate governance, p. 225 e ss.).

degli scenari di mercato per poter perseguire effettivamente l'obiettivo di efficienza dei mercati al quale sono dichiaratamente volte.

Senza anticipare gli argomenti che saranno sviluppati nei prossimi capitoli, l'ipotesi di fondo da cui parte il presente lavoro è che nella gran parte delle società quotate italiane esista un novero ristretto, per numero e per tipologia, di azionisti che hanno il potere di fatto per incidere in qualche modo, con tecniche e finalità eterogenee tra loro, sulla *governance* e financo in alcuni casi sulla gestione degli emittenti. Tali tipologie di azionisti possono essere definite "rilevanti" non tanto sotto un profilo esclusivamente quantitativo, sebbene tale aspetto abbia un'importanza non secondaria, quanto sotto un profilo qualitativo più comprensivo. Tra queste rientrano non solo le figure più evidenti dell'azionista o della coalizione di controllo, o comunque di riferimento, ma anche quelle categorie di investitori professionali che possiedono una partecipazione sufficiente a esercitare, per lo meno in determinate circostanze, una qualche influenza: i grandi fondi istituzionali attivi e passivi[56], gli investitori istituzionali tradizionali come banche e società di assicurazione, il cui modello è tuttavia in forte decrescita negli ultimi anni, i fondi attivisti (*hedge fund* e fondi di *private equity*[57]), i fondi pensione pubblici e privati, i fondi sovrani e gli altri operatori parastatali.

La rilevanza di tali operatori nei capitali delle società quotate italiane è cresciuta significativamente negli ultimi decenni, come vedremo e, seppure non sia, anche per fattori storico-politici, comparabile con la diffusione dei paesi anglosassoni, ha già assunto una dimensione non trascurabile. Non è secondario, inoltre, che l'agenda politica del legislatore comunitario in materia societaria si stia sempre più focalizzando sull'obiettivo di coinvolgere gli attori istituzionali "di minoranza" nella *governance* degli emittenti, con l'obiettivo in particolare di favorire l'adozione di strategie di gestione di lungo termine, cui tali attori (o per lo meno, alcuni di essi) dovrebbero essere strutturalmente orientati. Tuttavia, come dimostra l'esperienza americana, dove da anni ferve il dibattito accademico e politico in merito al *se* e soprattutto al *come* favorire l'*engagement* degli investitori istituzionali, e poi di *quali* investitori (attivisti si oppure no?), l'alchimia perfetta è assai difficile da trovare e senza dubbio non è ancora stata trovata.

Tra gli ingredienti da considerare vi è, a mio parere, e si cercherà di fornire sufficienti ragioni a sostegno di tale opinione, anche la disciplina delle comunicazioni selettive: spesso trascurata nel contesto del dibattito sullo *shareholder activism* a discapito di altri termini ritenuti più centrali – quali ad esempio la remunerazione degli amministratori esecutivi, la regolamentazione dei *proxy advisor*, la legittimità delle strategie difensive adottate dai *board*, la funzione dei *takeover* – ma che nella prassi operativa degli investitori istituzionali riveste oggi senza dubbio un ruolo di primissimo piano[58].

---

[56] Sulla differenza si tornerà diffusamente *infra*, capitolo secondo, paragrafi 3.2 e 3.3.

[57] Per la rilevanza che gli operatori di *private equity* possono assumere negli assetti delle società quotate si veda *infra*, capitolo secondo, paragrafo 3.4.

[58] Cfr., ad esempio, PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders. What you need to consider*, 2013, e GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices. Findings from a Survey of SEC-Registered Companies*, in *The Conference Board*, dicembre 2019, www.conferenceboard.org/directornotes, che riportano dati in relazione alla rilevanza "tangibile" in concreto di tali dialoghi per entrambe le parti coinvolte (investitori ed emittenti). Al tempo stesso, anche l'attenzione dedicata al tema dai più recenti codici di *stewardship* adottati in molti paesi europei (su cui si tornerà *infra*, capitolo quarto, paragrafo 4.1) offre indicazioni nella medesima direzione.

Viste nella prospettiva societaria, e non in quella più usuale e tradizionale della regolamentazione finanziaria, le comunicazioni selettive costituiscono uno strumento nelle mani degli amministratori dell'emittente per favorire la creazione di rapporti "privilegiati" con selezionati azionisti. Ciò comporta, evidentemente, il potere ma anche il rischio di alterare gli equilibri di forza tra le *constituencies* azionarie a favore dell'uno o dell'altro azionista. L'ulteriore particolarità è che tale strumento può essere asservito anche a favore delle minoranze, dal momento che l'unico presupposto è la possibilità di accesso alle informazioni societarie, la quale è di fatto consentita, almeno in una certa misura, a ciascun amministratore. Conseguentemente, attesa anche la forte e crescente eterogeneità tra gli interessi facenti capo alle diverse componenti dell'azionariato, la questione centrale del problema delle comunicazioni selettive non è più se esse debbano essere ritenute ammissibili o meno in quanto tali, quanto piuttosto in che modo debba esserne regolato l'utilizzo, avuto riguardo ai poteri degli amministratori e ai limiti cui essi sono sottoposti in generale, e in particolare al dovere di perseguire l'interesse sociale, ma tenuto conto anche degli interessi generali che le regole di mercato sono primariamente tenute a proteggere.

Risulta abbastanza chiaro fin d'ora che qualsiasi tentativo di ricostruire una disciplina organica delle comunicazioni selettive debba non solo tenere in considerazione ma anche ponderare in maniera equilibrata le regole societarie e le regole di mercato e con esse gli interessi, almeno parzialmente non sovrapponibili, che le ispirano, tenuto conto che gli stessi si muovono su due piani differenti. Sussiste, tuttavia, almeno un elemento di raccordo fondamentale: esso consiste nel fatto che la disciplina di mercato, per quanto ispirata da obiettivi che trascendono l'interesse più prettamente privatistico dell'impresa, è orientata in ultima istanza al perseguimento di un sistema finanziario efficiente, che consenta di selezionare correttamente i soggetti cui allocare le risorse finanziarie provenienti dal pubblico risparmio. Al tempo stesso, anche la disciplina della *governance* societaria converge verso tale obiettivo, nella misura in cui consente di minimizzare i costi transattivi dell'investimento e dunque, in ultima analisi, a selezionare i soggetti in grado di garantire un investimento più efficiente.

Atteso quindi che, sia nella prospettiva societaria sia in quella, al momento largamente prevalente, del mercato, la disciplina delle comunicazioni selettive deve essere orientata al perseguimento dell'efficienza nei termini sopra sinteticamente illustrati, lo sforzo dell'interprete dovrà quindi concentrarsi sui seguenti profili fondamentali, ad oggi invero ancora ben poco approfonditi: (*i*) in che modo e a quali circostanze le comunicazioni selettive possano contribuire a tale risultato, cioè quali siano i "meccanismi" della *selective disclosure* che contribuiscono all'efficienza del mercato; (*ii*) quali siano i soggetti che concretamente possono favorire, e quali invece no, tale risultato; (*iii*) in che modo la disciplina debba essere interpretata e, se del caso, modificata al fine di allinearsi in direzione di tali obiettivi.

Un altro aspetto altrettanto poco indagato e strettamente connesso al precedente riguarda, sempre sul piano societario, il modo in cui le comunicazioni selettive effettuate dagli amministratori si inquadrano nella cornice dei poteri, doveri e responsabilità di questi ultimi delineate dalle norme societarie comuni. Tale aspetto specifico è stato sinora poco approfondito sull'assunto che, in linea di massima, le comunicazioni selettive dovessero, almeno sulla carta, considerarsi per lo più vietate. Dal momento che, come si è accennato, ciò non corrisponde già oggi alla realtà della prassi né, per

le ragioni che spiegheremo, è opportuno in una prospettiva di *policy*, si pone la necessità di valutare se sia possibile sviluppare già oggi, *de iure condito*, pur entro certi limiti, linee interpretative più coerenti con gli obiettivi che il sistema dovrebbe porsi.

7. Struttura del lavoro

La trattazione del lavoro è suddivisa idealmente in tre sezioni tematiche, corrispondenti rispettivamente: (*i*) al secondo capitolo, (*ii*) al terzo e al quarto capitolo, e (*iii*) al quinto capitolo.

Nella prima sezione (capitolo secondo) viene affrontato il problema dell'individuazione e interpretazione degli interessi (sociali) che possono ritenersi preminenti ai fini dell'ammissibilità delle comunicazioni selettive. In particolare, si cercherà anzitutto di ricostruire a scopo tassonomico i diversi interessi che caratterizzano le principali categorie di azionisti. Per ciascuna tipologia si cercherà quindi di porre in relazione tali interessi con il tipo di dialoghi che essi tipicamente intrattengono con gli emittenti, evidenziando soprattutto i meccanismi attraverso quale questi ultimi possono contribuire al soddisfacimento dei primi. In secondo luogo, si cercherà di riconciliare la pluralità di interessi che insistono in capo alle *constituency* azionarie analizzate con la nozione di interesse sociale e con eventuali altre nozioni di interesse rilevanti. Si cercherà quindi di comprendere quale sia la nozione (o le nozioni) di interesse sociale da prendere a riferimento nell'applicazione della disciplina rilevante, con riferimento sia alle norme del MAR sia al principio di parità di trattamento, tenuto conto dei principi e degli obiettivi che ispirano le due discipline.

Nella seconda sezione si cercherà quindi di ricostruire in dettaglio una disciplina organica delle comunicazioni selettive, che tenga conto sia della prospettiva societaria sia di quella di mercato, con un fondamentale duplice obiettivo: comprendere, da un lato, quali siano i margini di ammissibilità delle comunicazioni selettive e, dall'altro lato, in che modo le attuali norme in materia di *disclosure*, con specifico riferimento all'ambito delle informazioni privilegiate, possano essere interpretate, se del caso, in maniera più conforme ai principi e ai criteri elaborati nel precedente capitolo e complessivamente nel senso di ottenere un equilibrio più efficiente per il sistema. Nel fare ciò, verranno analizzate separatamente la posizione dell'azionista e della coalizione di controllo o di riferimento (capitolo terzo) da quella degli azionisti di minoranza (capitolo quarto), rispetto ai quali ci si concentrerà sugli investitori istituzionali e sui fondi attivisti, per la particolare rilevanza che assumono in concreto con riferimento al fenomeno in discorso.

Nella terza e ultima sezione (capitolo quinto) verranno trattati i profili inerenti i poteri, i doveri e le responsabilità dell'organo amministrativo dell'emittente, rispetto alle decisioni aventi ad oggetto le comunicazioni selettive di informazioni agli azionisti. Anzitutto, si affronterà il tema della compatibilità di tali decisioni con i principi e le regole generali che disciplinano l'agire degli amministratori, concentrandosi in particolare sui profili attinenti il rispetto del dovere di lealtà (*duty of loyalty*). Dopodiché, ci si concentrerà sull'ipotesi specifica, ma particolarmente rilevante nella prassi, in cui sia il singolo amministratore a comunicare selettivamente con l'azionista che l'abbia designato in consiglio, sotto il profilo dell'ampiezza dei poteri di indagine, della libertà di dialogo con l'azionista "*sponsor*", sia delle responsabilità del medesimo in relazione all'impiego

delle informazioni da parte del destintario delle comunicazioni, specialmente nell'ipotesi in cui ciò risulti in un danno per l'emittente.

Seguirà, infine, un breve capitolo finale di riepilogo, in cui si ripercorreranno sinteticamente i principali passaggi argomentativi dell'intero lavoro e verranno esposte le conclusioni.

* * *

CAPITOLO SECONDO

INTERESSE SOCIALE E INTERESSI SOCIALI NELLA SOCIETA' QUOTATA: DALLA PLURALITA' DI INTERESSI A UN MODELLO PLURALISTICO DI DISCIPLINA DELLE COMUNICAZIONI SELETTIVE

SOMMARIO: 1. Introduzione. 2. Dall'interesse sociale agli interessi sociali nel dibattito recente del diritto societario. – 3. Una proposta di tassonomia delle "tipologie" di azionisti sulla base dei diversi interessi e i riflessi sull'impiego dell'informazione societaria. – 3.1. L'azionista di controllo. – 3.2. Gli investitori istituzionali in generale. I fondi "attivi". – 3.3. Gli investitori istituzionali "passivi": ETF e *index fund*. – 3.4. L'attivismo azionario. *Hedge fund* e fondi di *private equity*. – 3.5. Oltre la *portfolio maximization*: fondi pensione e altri investitori non istituzionali "di scopo". – 4. Alcune considerazioni trasversali sul fenomeno dell'attivismo e sul rapporto con l'informazione selettiva. – 5. L'interesse sociale e gli «interessi legittimi» nel MAR: due nozioni non coincidenti. – 5.1. L'interpretazione dell'interesse legittimo del MAR quale espressione di una preminenza dell'interesse sociale. Critica. – 5.2. Una proposta alternativa: l'interpretazione "funzionale" dell'interesse dell'emittente nella disciplina dei mercati finanziari (e del MAR). – 6. Comunicazioni selettive e parità di trattamento. – 6.1. La *ratio* della parità di trattamento nella disciplina degli emittenti quotati. – 6.2. Le diverse interpretazioni dell'art. 92 TUF. – 6.3. Una proposta di interpretazione della parità di trattamento nelle società quotate. – 7. Considerazioni di sintesi.

* * *

1. Introduzione

Nel primo capitolo si è cercato di delineare preliminarmente i contorni della fattispecie delle comunicazioni selettive e di ricostruirne le principali fonti di disciplina positiva. A tal proposito, si è sottolineato come, a dispetto della centralità che oggi riveste nella prassi delle società quotate italiane, il fenomeno sia disciplinato in maniera assai marginale e disorganica dal legislatore, oltre che ancora, tutto sommato, poco approfondito a livello scientifico. In particolare, la materia richiede, da un lato, un inquadramento sistematico nel contesto del diritto societario italiano, e più precisamente in quello della disciplina delle società quotate, e, dall'altro lato, di comprendere fino a che punto le condotte in esame possano essere consentite in tale contesto e fino a che punto ciò sia opportuno.

A tale proposito, si è osservato altresì che, nella prospettiva del diritto positivo, i due corpi di disciplina fondamentali che vengono in rilievo sono, da un lato, alcune norme del MAR in materia di *disclosure* e, dall'altro lato, il principio di parità di trattamento, nelle sue diverse possibili

declinazioni. Sebbene l'ambito di applicazione delle due discipline sia solo parzialmente sovrapposto, entrambe sembrano suggerire, almeno a prima vista, sulla base degli orientamenti interpretativi attualmente più consolidati, una lettura molto restrittiva dello spazio di ammissibilità della *selective disclosure*, sul presupposto che essa sia nociva per la trasparenza e l'efficienza dei mercati finanziari. La parziale divergenza tra i due corpi di disciplina citati rappresenta, poi, un potenziale ostacolo *di per sé* alla sistematizzazione della materia.

Tuttavia, guardando alla disciplina della *disclosure* in una prospettiva orientata alla *corporate governance*, si è messo in luce che le comunicazioni selettive possono rappresentare, a determinate condizioni, uno strumento per aumentare l'efficienza del mercato e, dunque, in tali casi dovrebbero, almeno in linea di principio, essere favorite o quanto meno non osteggiate dalla legislazione finanziaria o dall'interpretazione della stessa. In questo senso, l'analisi del tema in una prospettiva societaria, oltre ad avere un valore di per sé sotto il profilo scientifico, può offrire spunti di soluzione migliorativi anche da un punto di vista applicativo.

Si è ritenuto quindi, per ora in via soltanto preliminare, che l'interesse dell'emittente rappresenti il principale punto di saldatura delle due discipline e, potenzialmente, la base su cui tentare una ricostruzione unitaria. Al tempo stesso, tale nozione si contraddistingue per una marcata polisemia nel contesto del diritto societario e dalle diverse interpretazioni possono discendere soluzioni applicative anche molto differenti. A tal riguardo, si è avanzata l'ipotesi che la diversità di interessi sociali facenti capo alle diverse "tipologie" (o "categorie") di azionisti[59] possa consentire (o, eventualmente, addirittura richieda) di ritagliare uno spazio di legittimità per le comunicazioni selettive diverso a seconda dei casi.

Il presente capitolo è volto, da un lato, ad analizzare la nozione di interesse (sociale) nello specifico contesto della disciplina delle comunicazioni selettive e, dall'altro lato, ad argomentare l'ipotesi sopra formulata. Nello specifico, si procederà come segue. In primo luogo (paragrafo 2), si illustrerà brevemente perché la nozione di interesse sociale, pur formalmente unitaria, sottenda in realtà, anche con riferimento alla posizione dei soli azionisti, una pluralità di interessi tra loro eterogenei. In secondo luogo, assunta una tassonomia convenzionale delle principali categorie di azionisti generalmente riscontrabili nelle società quotate italiane, si cercherà di delineare quali siano i diversi interessi che *in concreto* le connotano (paragrafi 3 e 4, con relativi sotto paragrafi). Inoltre, per ciascuna categoria si cercherà di porre in relazione tali interessi con il ruolo che gli azionisti rivestono nella *corporate governance* dell'emittente e, sopratutto, di comprendere in che modo il dialogo selettivo con l'emittente possa (ove del caso) contribuire al soddisfacimento di tali interessi. Si discuterà quindi se le conclusioni dell'analisi supportano l'ipotesi originaria e, in secondo luogo,

[59] Con tali termini si vuole fare riferimento, qui e nel prosieguo del lavoro, in maniera indistinta, alle diverse tipologie di azionisti che possono essere riscontrate nella prassi e che possono essere oggetto di sistematizzazione tassonomica sulla base delle loro caratteristiche operative e delle strategie di *business*, prima ancora che di qualsiasi differenziazione sotto il profilo giuridico (che comunque, come si vedrà, spesso consegue al primo aspetto). A tale riguardo, si precisa che in questa accezione i termini "tipologie" e "categorie" saranno utilizzati in maniera equivalente ed intercambiabile. In particolare, con riferimento al secondo, esso deve intendersi esclusivamente in accezione comune, nel senso che non si intende in alcun modo fare riferimento al fatto che gli azionisti siano o meno dotati di azioni di categoria.

in che modo abbiano un riflesso sulla ricostruzione ermeneutica della disciplina delle comunicazioni selettive nel suo complesso (paragrafo 5). Infine, verranno analizzati i profili inerenti all'applicazione del principio di parità di trattamento, astrattamente rilevante nelle comunicazioni selettive riguardanti informazioni di qualsiasi tipologia, al fine di comprendere se le diversità di interessi facenti capo ai diversi azionisti possano legittimare o meno un diverso trattamento, nel senso di consentire una più o meno ampia facoltà di comunicare (paragrafo 6). Anticipando parzialmente alcune conclusioni, attraverso tale percorso si arriverà a sostenere la necessità di una lettura "orientata" della nozione di interesse sociale, con riferimento ai diversi profili di disciplina delle comunicazioni selettive, volta ad armonizzare gli obiettivi individuali degli azionisti con quelli di rilevanza generale perseguiti dalle norme di mercato.

2. Dall'interesse sociale agli interessi sociali nel dibattito recente del diritto societario

La questione dell'individuazione della «funzione» della società e dell'«interesse» facente capo alla medesima ha animato per lungo tempo, e tutt'ora anima, il dibattito economico[60] e

[60] Senza alcuna pretesa di esaustività, si può affermare che l'origine del controverso dibattito in merito alla *corporate purpose* (lo «scopo» o la «funzione» della società) si fa risalire tradizionalmente all'inizio del Novecento, in un momento in cui, almeno negli Stati Uniti, cominciava a consolidarsi la transizione tra un modello di società chiusa, la cui proprietà era concentrata nelle mani di un solo o di pochi azionisti direttamente coinvolti nella gestione, e il modello di *public corporation* a proprietà diffusa, caratterizzata da un azionariato sostanzialmente passivo. Le teorie economiche sviluppate da quel momento in poi si sono vicendevolmente alternate, con un andamento altalenante quasi cadenzato, quale paradigma dominante di tempo in tempo, lungo tutto l'arco del ventesimo secolo (per una sintetica ma efficace ricostruzione di tale andamento storico cfr., ad esempio, HANSMANN, KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in 89 *Georgetown Law Journal*, 2001, p. 439 e ss., e sopratutto STOUT, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, And The Public*, San Francisco, 2012, p. 15-23). Esse sono riconducibili, in via di somma approssimazione, a due filoni di pensiero principali: da un lato, i fautori della c.d. *shareholder theory* o *shareholder primacy theory*, secondo i quali lo scopo della società è servire esclusivamente l'interesse dei suoi azionisti, identificato nella massimizzazione dello *shareholder value*, cioè il valore delle azioni (teoria tradizionalmente fatta risalire, in origine, all'opinione di Berle (cfr. BERLE, MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, 1991, pubblicato originariamente nel 1932, ma anche WEINER, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of Corporation*, in 64(8) *Columbia Law Review*, 1964, p. 1458 e ss., che offre una ricostruzione del dibattito originario tra le due posizioni tra lo stesso Berle e Merrick Dodd) e poi continuata nella seconda metà del secolo dalla Scuola di Chicago (cfr. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *New York Times Magazine* 32 (13 settembre 1970); JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3(4) *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 205 e ss.); dall'altro lato, coloro che sostengono che le società quotate abbiano uno scopo più ampio rispetto alla massimizzazione del valore azionario, e precisamente quello di servire (anche) gli interessi degli *stakeholder*, come clienti, lavoratori, i beneficiari di un ambiente sano e pulito, e più in generale del sistema sociale in cui esse operano (c.d. *stakeholder theory*) (cfr., tra i molti, in senso emblematico, DODD, *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, in 45 *Harvard Law Review*, 1932, p. 1049 e ss.; FREEMAN, S*trategic Management: a Stakeholder Approach*, New York, 1984; BLAIR, STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law,* in 85 *Virginia Law Review*, 1999, p. 455 e ss.; BLAIR, *Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 316663, 6 giugno 2002, https://ssrn.com/abstract=316663; STOUT, *The Sharheolder Value Myth*, op. cit.; BOWER, PAINE, *The Error at the Heart of Corporate Leadership*, in *Harvard Business Review*, maggio-giugno 2017, p. 50 e ss.). Nonostante la *shareholder*

giuridico[61], in Italia e altrove. Non è questa la sede per ripercorrere né riaffrontare nel merito tale

---

value theory rappresentasse il paradigma largamente dominante alla fine del secolo scorso, non soltanto nell'ambito della dottrina economica, ma anche nel pensiero della dottrina giuridica, della magistratura e delle *élite* politicamente più influenti (così GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in 59 *Stanford Law Review*, 2007, p. 1530 e ss. secondo il quale «*by the end of 1990s, the triumph of the shareholder value criterion was nearly complete*»; nello stesso senso, in termini meramente descrittivi, anche HANSMANN-KRAAKMAN, *The End of History*, op. cit., p. 440-441) – negli Stati Uniti e non solo – da allora essa è stata progressivamente sottoposta a significative critiche (cfr., ad esempio, BLAIR, *Post-Enron Reflections*, op. cit.; STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 22-23; BRATTON, WACHTER, *The Case against Shareholder Empowerment*, in 158 *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, p. 653 e ss.), tanto nei suoi fondamenti teorici ed empirici quanto, soprattutto, nel carattere "totalizzante" che le era stato attribuito negli anni di maggiore successo della Scuola di Chicago, pur ritenendo tutt'ora grande autorevolezza e ampio seguito nelle sedi accademiche.

[61] Il tema dell'"interesse sociale" impegna la dottrina gius-commercialistica italiana da lungo tempo, specie nell'arco degli ultimi cinquant'anni, in quanto rappresenta una «definizione […] fondamentale per la disciplina dei più importanti istituti societari» (così G. ROSSI, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 5). L'evoluzione del dibattito giuridico intorno all'interesse sociale ha risentito, in via di approssimazione, quella delle teorie economiche che, nel corso del medesimo arco temporale e anche prima, hanno cercato di descrivere la "funzione" della società (si veda *supra* nota 60), senza tuttavia che possa riscontrarsi parimenti un preciso andamento diacronico (in base al quale all'affermarsi di un paradigma teorico ne succeda un altro, e così via). La letteratura sul punto è pressoché sterminata e una rassegna (anche solo bibliografica) delle fonti esula dall'ambito e dagli obiettivi del presente lavoro. A fini di mero riferimento, e senza alcuna pretesa di esaustività, ci si limita ad indicare alcuni contributi che ben rappresentano il contenuto delle principali posizioni di tale dibattito, rinviando per un'analisi più approfondita all'ampia bibliografia ivi citata. Tra i molti, si veda JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1972; OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 629 e ss.; MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 738; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»,* in *Foro it.*, 1988, p. 54-55; PREITE, *L'«abuso» della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992; JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quasi quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 795 e ss.; ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni* , in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 1, t. 1, Torino, 2004, p. 101 e ss.; COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 703-704; COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006, p. 107-109; DE FERRA, *La responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 349 e ss.; LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1 e ss.; MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 649 e ss.; ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 45 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 101 e ss.; FOIS, *L'interesse sociale tra teorie dello sviluppo dell'impresa e teoria del rischio*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 153 e ss.; MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 81 e ss.; STELLA RICHTER JR., *A proposito di interesse sociale e governo dell'impresa in Europa*, in De Luca, Fitoussi, Mc Cormick, *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, Milano, 2010, p. 454 e ss.; WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 63 e ss.; DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 17 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, op. cit., p. 116 e ss.; DENOZZA, *Verso il tramonto dell'« interesse sociale»?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di Paciello, Napoli, 2011, p. 77 e ss.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, continuato da Schlesinger (e già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni), Milano, 2012; MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*,

dibattito, per il quale non può che farsi rinvio all'ampia e autorevole letteratura in materia. In questa sede ci si limiterà soltanto a una breve considerazione introduttiva, con l'obiettivo di porre le basi teoriche dell'analisi che seguirà nei prossimi paragrafi: essa riguarda la questione della "frammentazione" dell'interesse sociale.

Secondo insegnamenti ormai acquisiti, a prescindere dall'adesione all'uno (*shareholder value*) o all'altro (*stakeholderism*[62]) orientamento del dibattito sull'interesse sociale, così come a ogni altra posizione intermedia tra i due estremi[63], qualsiasi teoria dell'interesse sociale non può prescindere dall'analisi complessa degli interessi facenti capo agli azionisti nella loro dimensione *reale*, prescindendo quindi da qualsiasi tentazione di costruire artificiosamente un modello univoco e unitario di azionista (c.d. *fictional shareholder*). Tale opinione è stata già avanzata da una parte della dottrina tradizionale[64], ma ha acquistato oggi decisivo consenso, anche in considerazione di quanto accade nella prassi. Non a caso, una delle principali e più solide critiche che sono state avanzate di recente nei confronti della teoria tutt'ora dominante dello *shareholder value* è proprio quella di porre al centro un "modello" di *shareholder* del tutto disancorato dalla realtà, quale risultato di due fondamentali errori: un desiderio di semplificazione e di riduzione ad unità della figura dell'azionista, a servizio di una rappresentazione più lineare (ma meno fedele) della realtà[65] e,

---

2012, p. 89; ROSSI, *La metamorfosi*, op. cit., p. 1 e ss.; DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: «contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 480 e ss. ma, specialmente, 496-500; ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa*, 2014, p. 255 e ss.; LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impesa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 669 e ss.; M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa*, 2015, p. 139 e ss.; MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 e ss.

[62] Tra le prime opere nelle quali il termine ricorre vi è MITCHELL (a cura di), *Progressive Corporate Law*, Boulder, 1995, richiamato da BAINBRIDGE, *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship,* in 82 *Cornell Law Review*, 1997, p. 877.

[63] Le teorie sullo scopo della società sono rappresentate da BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in 97 *Northwestern University Law Review*, 2012, p. 547-550, lungo un asse (*Ends Axis*) ai cui estremi si trovano «*[a]t one end of the spectrum models contending that corporations should be run so as to maximize shareholder wealth. At the other end are stakeholderist models arguing that directors and managers should consider the interests of all corporate constituencies in making corporate decisions*».

[64] Cfr. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da Colombo e Portale, vol. 3, t. 2, Torino, 1993, p. 3 e ss. e, soprattutto, ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate – Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1988*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998, p. 264 nota 27, a parere del quale si impone di «abbandonare la metafora che utilizza la formula del «interesse comune dei soci in quanto tali» e […] di scomporre ed analizzare lo stesso «interesse dei soci»: riconoscere cioè che esso non è unitariamente definibile, ma, in particolare per le *società che fanno appello al pubblico risparmio*, è scomponibile (e deve essere scomposto) in una pluralità di interessi eterogenei, quelli appunto corrispondenti alla pluralità ed eterogeneità delle motivazioni dell'investimento azionario» (corsivo aggiunto); MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di Piras, Pisa, 2004, p. 16 e ss. (in particolare, proprio con riferimento alle molteplici figure degli azionisti di minoranza); M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze*, op. cit., p. 140-144.

[65] Cfr., per tutti, STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 60. L'inclinazione da parte degli studi in materia di *corporate governance* ad un'eccessiva semplificazione dovuta all'adesione del c.d. "*One size fits all approach*" è stata segnalata, ad esempio, da BEBCHUK, HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in 157

congiuntamente, il mancato riconoscimento dell'esistenza di una pluralità di interessi diversi facenti capo agli azionisti e, dunque, di una pluralità di azionisti – o, più correttamente, di "tipologie" di azionisti – anche molto diverse, che coesistono nel capitale delle grandi imprese quotate. Ne consegue, asseriscono le voci più critiche, la sostanziale incapacità di tale teoria di descrivere una realtà, quale quella attuale, in cui già solo gli interessi facenti capo agli azionisti – a tacere di quelli di altre *constituencies* – sono molteplici ed eterogenei[66].

Considerato il largo consenso di cui gode oggi l'idea "pluralistica" di interesse sociale[67], non è opportuno qui soffermarsi ad analizzare le argomentazioni formulate in suo sostegno. Ciò che invece è senz'altro più utile ai presenti fini è provare a declinare in concreto il significato di questa teoria, per poi tentare di individuarne i risvolti teoretici ed applicativi rispetto al tema che qui ci occupa.

In questo senso, mi sembra interessante la proposta avanzata da alcuni autori di superare l'unitarietà fittizia dell'interesse sociale proposta dalla *shareholder value theory* tramite una destrutturazione del concetto unitario e teorico di interesse sociale nelle sue diverse manifestazioni concrete, e cioè declinando quali interessi fanno capo in concreto a quali tipologie di azionisti[68]. Si può sin d'ora anticipare che tale esercizio disvela l'esistenza di una realtà complessa e variegata sottesa alla nozione sintetica di "interesse sociale". In questo senso, un aspetto mi sembra particolarmente emblematico, senza entrare per ora in eccessivo dettaglio. La circostanza cioè che, a tacere della classica contrapposizione tra interessi dell'azionista di controllo e degli azionisti di minoranza,

---

University of Pennsylvania Law Review, 2009, p. 1263 e ss. (con particolare critica all'utilizzo di parametri troppo rigidi negli studi empirici) e, più di recente, LARCKER, TAYAN, *Loosey-Goosey Governance. Four Misunderstood Terms in Corporate Governance*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford Closer Look Series – CGRP79, 7 ottobre 2019, secondo i quali «*[o]ur understanding of governance suffers* […] *the tendency to overgeneralize across companies – to advocate common solutions without regard to size, industry, or geography, and without understanding how situational differences influence correct choices*».

[66] Si vedano, soprattutto, le critiche di STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 59-60, secondo la quale le teorie tradizionali dello *shareholder value* hanno al proprio centro una figura fittizia di *shareholder*, con il risultato di danneggiare, proprio per questo, gli azionisti, sia nel breve sia nel lungo termine: «*shareholder primacy can hurt shareholders, both individually and immediately, and collectively over time.* […] *[t]he standard shareholder-oriented model assumes a hypothetical, homogeneous, abstract shareholder who does not and cannot exist*».

[67] Cfr., tra i molti, ANGELICI, *Recenti decisioni in tema di interesse sociale*, op. cit., p. 948; ID., *Note in tema di informazione*, op. cit., p. 264, nota 27; ID., *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa*, 2014, p. 258. Il punto appare ormai incontroverso dalla recente ricognizione effettuata da MONTALENTI, *L'interesse sociale*, op. cit., p 306: «l'interesse sociale è oggi l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi (*long term*, *short term*, finanziari, industriali, speculativi, ecc.) delle diverse categorie di azionisti, nel quadro delle limitazioni, condizionamenti e finalizzazioni giuridicamente rilevanti». Nella letteratura internazionale, particolarmente significativi sono i contributi al problema da parte di ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, in 53 *UCLA Law Review*, 2005, p. 561 e ss., e STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 58 e ss.

[68] Cfr. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 60: «*[i]n his [of the fictional shareholder] place stand real human beings who happen to own shares of stock. These real human beings have different investing time frames; different liquidity demands; different interests in other assets (including their own human capital); and different attitudes towards whether they should live their lives without regard for others or behave "prosocially"*»; nello stesso senso ANABTAWI, *Some Skepticism*, op. cit., p. 564.

tradizionalmente individuati come "risparmiatori", proprio quest'ultima nozione abbia subito le evoluzioni più significative.

Mi riferisco, in particolare, al fatto che, per effetto del processo di *deretailization* e intermediazione del mercato da tempo in atto, i gestori collettivi del risparmio e gli investitori professionali più in generale hanno progressivamente sostituito (e, verosimilmente, presto sostituiranno del tutto) la figura del "piccolo risparmiatore" nel ruolo di azionista di minoranza nelle società quotate italiane[69]. Ciò comporta, anzitutto, che la compagine azionaria "media" delle società quotate italiane sia oggi rappresentata da una variegata tipologia di investitori, oltre al socio (o alla compagine) di controllo, ciascuno dei quali si caratterizza – per le ragioni che si analizzeranno nei prossimi paragrafi – per obiettivi diversi e spesso anche divergenti. Nondimeno, il fatto che in ultima istanza il rischio dell'investimento sia sopportato dai medesimi soggetti (cioè i risparmiatori individuali, che oggi investono nei fondi pensione, nelle assicurazioni, nei fondi azionari, etc.), fa sì che – anche qualora si resti nell'ambito di una nozione di interesse sociale esclusivamente dipendente dalla figura dello *shareholder* – il problema del soddisfacimento dell'interesse sociale debba essere declinato rispetto alle esigenze "individuali", di questi ultimi[70].

Ciò si lega ad un ulteriore aspetto, cioè quello della diversificazione degli investimenti, su cui si fonda il modello della gestione collettiva del risparmio. Poiché in molti casi il contributo rappresentato, in via indiretta, dall'investimento di ciascun risparmiatore in un singolo emittente ha un peso molto ridotto anche soltanto rispetto al risparmio complessivamente affidato in gestione dallo stesso, è evidente che voler orientare il governo societario verso l'esclusivo obiettivo della massimizzazione del prezzo delle azioni, a livello di *singolo* emittente, non comporta necessariamente l'effetto di massimizzare, in un'ottica di sistema, l'utilità per i suoi investitori finali, ma anzi spesso conduce a risultati opposti[71].

Tali brevi considerazioni forniscono le premesse teoriche, nonché sufficienti motivazioni, per provare a guardare *oltre* la nozione sintetica di interesse sociale e *dentro* alla realtà delle compagini azionarie delle società quotate. Nei prossimi paragrafi si cercherà dunque di delineare una tassonomia essenziale delle principali "tipologie" di azionisti, utilizzando come principale criterio

---

[69] Secondo CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2018, p. 3, a fine 2017 il 26% delle società italiane (60 emittenti) contava almeno un investitore istituzionale nell'azionariato *rilevante* (ossia con una partecipazione superiore alle soglie individuate per gli obblighi di trasparenza proprietaria). Tuttavia, in un terzo delle "blue chip" italiane (*i.e.* le società a più elevata capitalizzazione) gli investitori istituzionali nel 2018 hanno rappresentato la maggioranza assoluta dei diritti di voto alle assemblee dei soci (cfr. OLIVIERI, *Atlantia, Eni, UniCredit: dove i fondi sono maggioranza in assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2019). Secondo MONTALENTI, *L'interesse sociale*, op. cit., p. 315: «[l]'evoluzione della rilevanza quantitativa degli investimenti degli investitori istituzionali in termini assoluti e in termini percentuali rispetto al capitale sociale di grandi società quotate è impressionante». Cfr. anche STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni*, op. cit., p. 993, secondo il quale «il piccolo investitore non sofisticato […] ha perso progressivamente importanza, sino a diventare, nell'attuale contesto, di fatto marginale per effetto del processo di "intermediazione" del mercato».

[70] Ad esempio, la possibilità di ottenere il rimborso del capitale investito, oltre a un significativo premio, può rappresentare la possibilità di pagare l'istruzione universitaria ai figli, di finanziare un reddito dopo il pensionamento, di acquistare una casa di proprietà.

[71] Esempi convincenti di come si giunga a tale eterogenesi dei fini si trovano disseminati in tutto il lavoro di STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., ma spec. 47-60.

di classificazione l'interesse che li spinge ad investire, e dunque gli obiettivi e la politica del proprio investimento azionario.

3. Una proposta di tassonomia delle "tipologie" di azionisti sulla base dei diversi interessi e i riflessi sull'impiego dell'informazione societaria

Il tentativo di tassonomia che occupa le prossime pagine si pone l'obiettivo di delineare gli interessi che generalmente connotano le diverse "categorie"[72] di azionisti, sulla base sia dell'esperienza di precedenti studi in materia di *corporate governance* sia dell'osservazione dell'attuale prassi di mercato. Tale esercizio non ha una funzione meramente descrittiva. Al contrario, sulle risultanze di tale indagine si fondano le ragioni con le quali argomenterò perché, a mio parere, si rende opportuno un approccio "asimmetrico" nella disciplina della *selective disclosure*. Inoltre, esse hanno, a prescindere, un particolare rilievo per la discussione di un altro tema centrale nel dibattito sull'informazione societaria, cioè quello della parità di trattamento. Proprio in vista di ciò, nell'analisi condotta in questo e nei prossimi paragrafi si cercherà di porre in relazione gli interessi di ciascuna categoria di azionisti con i comportamenti che tipicamente gli stessi sono incentivati a tenere nel contesto del governo societario e, soprattutto, di evidenziare quale utilizzo dell'informazione societaria (nell'accezione specifica di *corporate information*) sia più consono al soddisfacimento di tali interessi.

Alcune preliminari precisazioni metodologiche si rendono opportune. In primo luogo, si è già detto poc'anzi del carattere strumentale che tale tassonomia riveste nel contesto del presente lavoro. Questo comporta, inevitabilmente, che l'esercizio che ci si appresta a svolgere non abbia pretesa di esaustività sotto il profilo né descrittivo né teoretico. Esiste una vastissima letteratura, sia giuridica sia empirica, che si è occupata singolarmente delle diverse tipologie di soggetti che verranno presi in considerazione e dei relativi problemi[73]: rispetto ad essi, la presente analisi rappresenta qualcosa di diverso, ma ben più modesto sotto il profilo della completezza. Al tempo stesso, al momento in cui si scrive non consta che un tentativo di analisi analogo sia stato ancora proposto nella letteratura in materia di informazione societaria. Per ragioni analoghe, anche la scelta delle categorie oggetto di analisi sconta un margine di arbitrarietà: che si spiega con il fatto, da un lato, che le categorie classificate ed indagate sono quelle osservate con maggiore frequenza, sia nel mercato italiano sia in altri di maggiori dimensioni, e, dall'altro, che sono anche quelle che mostrano differenze più sensibili sotto il profilo dell'interesse all'utilizzo dell'informazione

[72] Evidentemente il termine "categoria", qui come nel resto del lavoro (ove non diversamente evidenziato), viene utilizzato con *accezione comune*, nel senso che con esso si intende riferirsi alla differente natura tipologica dei diversi azionisti sotto il profilo delle caratteristiche fattuali (peso della partecipazione detenuta, obiettivi di investimento, etc.) e non al fatto che questi siano eventualmente titolari di azioni dotate di diritti diversi (c.d. diritti di categoria, appunto), ai sensi dell'art. 2348 c.c.

[73] Così ampia ed eterogenea, appunto, che non è pensabile – né tantomeno utile – tentare di farne neppure una *summa* in questa sede. Un punto di partenza interessante, dato l'approccio "panoramico" e trasversale alla materia, è comunque rappresentato da ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, che in parte mi ha ispirato nell'impostare tale classificazione.

societaria.

In secondo luogo, nell'analizzare i caratteri di ciascuna categoria si farà riferimento anche all'osservazione di altri mercati, in particolare di quello statunitense, in considerazione della dimensione significativamente maggiore e quindi della maggiore varietà di elementi che consente di osservare. Nel fare ciò si prescinderà, tuttavia, da considerazioni attinenti al diritto positivo di tali ordinamenti. Ciò è possibile in quanto i fenomeni di globalizzazione dei mercati, soprattutto di quelli finanziari, ha comportato l'affermazione di *player* globali in grado di operare a livello internazionale e, al tempo stesso, la diffusione capillare e il recepimento di alcuni modelli – specie di originaria provenienza anglosassone appunto – anche a livello localistico. Pertanto, seppure differenze anche significative sussistono in molti casi, specie per ragioni di *path dependancy* o normative, l'"anatomia" dei soggetti analizzati e le loro principali patologie sono ampiamente comuni[74].

In terzo luogo, immaginando di disporre le diverse principali categorie di azionisti lungo uno "spettro" riguardante i *motivi* dell'investimento[75] sono stati esclusi dall'analisi quelli che potrebbero considerarsi i due estremi di tale spettro: ovverosia, da un lato, gli azionisti che esercitano il controllo con modalità tali da configurare attività di direzione e coordinamento e, dall'altro lato, i risparmiatori "individuali" (cioè le persone fisiche che compiono *direttamente* le proprie scelte di investimento azionario). Tale scelta si deve a ragioni differenti.

Quanto alla prima categoria esclusa, perché la definizione di interesse di gruppo che fa capo all'azionista in tali circostanze, così come il tema dell'informazione societaria nei gruppi, come detto, solleva complesse questioni che meritano senz'altro trattazione autonoma[76], il che trascende

---

[74] L'approccio all'analisi trae spunto, con riferimento a questo aspetto, da ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy*, op. cit., p. 1.

[75] Un primo analogo tentativo dal punto di vista metodologico è stato effettuato, con più limitato riferimento al tema delle modalità di intervento degli investitori c.d. attivisti, da NILI, *Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism*, in 4 *Harvard Business Law Review*, 2014, spec. p. 171 e ss.

[76] Senza menzionare il fatto che trattasi di temi per i quali già consta una significativa e autorevole letteratura. Sul tema dell'interesse di gruppo e del rapporto con l'interesse sociale in senso stretto, cfr., *ex multis*, con posizioni anche molto diverse tra loro, MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società*, op. cit., p. 738; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno»*, op. cit., p. 54-55; JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, op. cit., p. 811; MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di Balzarini, Carcano, Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 313; SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 116 e ss.; MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci*, op. cit., p. 89; GALGANO, SBISÀ G., *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di De Nova, Bologna, 2014.

Con riferimento alla più specifica questione dell'informazione societaria nei gruppi, si veda, ad esempio, CAPRIGLIONE, *Poteri della controllante e organizzazione interna del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 35 e ss.; PEDRAZZI, *Riflessioni sull'*insider trading, op. cit., p. 1669 e ss.; ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*, *Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, vol. I, Milano, 1996, p. 567 e ss.; ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, op. cit., p. 267; MONTALENTI, Corporate governance*: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 329 e ss. (in parte); BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 681 e ss.; DENOZZA, *Le nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing",* in *Giur. Comm.*, 2005, p. 585 e ss.; MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari,* op. cit., p. 313; MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni*, op. cit., p. 907 e ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del*

l'ambito del presente lavoro. Inoltre, è altrettanto significativo osservare che il numero di società quotate appartenenti a un gruppo rappresenta una marcata minoranza dell'insieme totale (dove le società *stand alone* rappresentano circa l'80%) ed è in costante riduzione anche in termini di capitalizzazione da oltre vent'anni[77]. Quanto alla seconda, lo stadio già molto avanzato di intermediazione dell'investimento del risparmio individuale sposta di fatto l'attenzione sui gestori di attivi in forma collettiva[78], di fatto privando di rilevanza concreta, e quindi anche di interesse teorico, la figura dell'investitore individuale non qualificato. A tal riguardo, il tema più interessante, e che sarà trattato a tempo debito, diventa quindi se gli interessi dei beneficiari ultimi dell'investimento sono adeguatamente tenuti in conto da chi lo gestisce.

Conseguentemente, le categorie di azionisti che verranno prese in considerazione sono le seguenti: (*a*) l'azionista di controllo (che *non* esercita attività di direzione e coordinamento); (*b*) gli investitori istituzionali "attivi" (gestori di attivi, banche, società di assicurazione); (*c*) gli investitori istituzionali "passivi" (*index fund* ed ETF); (*d*) i soggetti c.d. "attivisti" (*hedge fund* e fondi di *private equity*); (*e*) i fondi pensione (pubblici e privati) e i fondi sovrani.

3.1. L'azionista di controllo

La presenza di un azionista (o di una coalizione di azionisti) di controllo rappresenta ancora il connotato fondamentale di larga parte delle società quotate italiane, sia in termini di frequenza statistica (*i.e.* numero di società che presentano un azionista di controllo) sia in termini di concentrazione del capitale (*i.e.* valore percentuale della quota detenuta dal primo azionista della compagine)[79]. A tale proposito, prevale largamente il modello di controllo solitario da parte di un singolo azionista, mentre si va riducendo, sopratutto in tempi più recenti, il ricorso ai patti parasociali[80].

In via generale, l'investimento dell'azionista di controllo si caratterizza per essere scarsamente diversificato e poco liquido[81]. La dimensione della partecipazione, infatti, comporta la

---

mercato, in *Riv. soc.*, 2018, p. 29 e ss., spec. p. 66-71.

[77] Cfr. P. MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 254-255.

[78] Si veda *supra*, nota 69 e nel testo.

[79] Secondo CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-corporate-governance, p. 3 (d'ora in avanti, "*Report on corporate governance 2019*"), le società italiane con azioni quotate sul mercato MTA sono controllate di diritto in 123 casi, da un azionista che detiene una quota di capitale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi, mentre soltanto nei restanti 13 casi possono definirsi a proprietà dispersa[79]: in sostanza, nel 94% circa delle società quotate italiane è presente quello che possiamo definire un azionista (o una coalizione) di riferimento. La quota media detenuta dal principale azionista è pari al 47,7% (molto vicina alla soglia del controllo di diritto), superiore al valore del 2010, pari al 46,2%, mentre il mercato detiene in media una quota di capitale del 40%.

[80] Cfr. *Ibidem*. Per un commento dei dati, si veda MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., p. 254 e ss.; in senso conforme a tali conclusioni, con particolare riferimento al parziale declino dei patti parasociali, anche MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, in *Principio capitalistico* quo vadis*?*, a cura di Briolini, Torino, 2016, p. 63 e ss.

[81] In questo senso GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in

sostanziale impossibilità, in caso di andamento negativo della società, di esercitare l'*exit*, tramite l'esercizio del diritto di recesso (ove ne ricorressero astrattamente le condizioni legali) o la vendita sul mercato, dal momento che il "mercato", se così si può chiamare, delle partecipazioni di controllo è per definizione illiquido[82]. Ne consegue un maggiore incentivo per gli azionisti di controllo alla valorizzazione della partecipazione nel singolo emittente in cui hanno investito, tramite un intervento incisivo nella *governance* (mediante l'esercizio dei diritti di *voice*) e, nei limiti consentiti, nella gestione dell'impresa.

Tutto ciò è forse ancor più vero nel contesto italiano che altrove, come appare chiaro guardando ad alcuni semplici numeri. Ad esempio, ragionando in termini medi, l'azionista di controllo detiene più del 47% della capitalizzazione dell'emittente. Posto che il valore medio di tale capitalizzazione è pari a 2,350 miliardi di dollari e che il patrimonio personale medio dei primi venti individui più ricchi del Paese è pari a circa 6 miliardi di dollari (con un valore mediano pari a 3 miliardi di dollari)[83], è ragionevole ritenere che per la grande maggioranza degli azionisti di controllo l'investimento azionario sia, per le ragioni più varie, necessariamente molto poco diversificato e, inoltre, che rappresenti una quota molto significativa, se non preponderante, anche del valore complessivo del proprio patrimonio personale o famigliare.

Seppure con un numero crescente di eccezioni, nella maggior parte dei casi il controllo è detenuto prevalentemente dal fondatore dell'impresa o da gruppi famigliari ad esso legati, oppure, in una percentuale minore di casi ma significativa dal punto di vista quantitativo, dallo Stato[84]. Ciò,

---

The Law and Finance of Related Party Transactions, a cura di Enriques e Troeger, Cambridge, 2019, p. 23-24 e ID., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in 125 *Yale Law Journal*, 2015, p. 560 e ss., ma *contra* lo studio empirico di FACCIO ET AL., *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking*, in 24 *The Review of Financial Studies*, 2011, p. 3601 e ss. (ivi citato), che evidenzia come, almeno in Europa, il grado di diversificazione dell'azionista di controllo vari significativamente all'interno del campione di società osservato.

[82] Presupposto dell'esercizio dell'espressione del dissenso tramite l'*exit* (noto alla dottrina americana anche come "*voting with feet*") è infatti l'esistenza di un mercato liquido per quella *specifica* partecipazione (cfr., ad esempio, ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *The Georgetown Law Journal*, 1991, p. 462: «*[t]he traditional Wall Street rule – sell out if you dislike management – reflects […] the empirical assumption that the benefits of selling out are likely to be greater than the benefits of staying and fighting*»). Tale condizione non è conseguibile da chi detiene una partecipazione di blocco o, *a fortiori*, di controllo, non soltanto per una tendenziale assenza di domanda su base continua ma soprattutto per la diversa tempistica necessaria per la conclusione di un'operazione di trasferimento del controllo, qualsiasi sia l'ordinamento considerato. Tutto ciò a tacere del fatto, per nulla secondario, che la c.d. *Wall Street Rule* rappresenta uno strumento di *reazione* delle minoranze proprio alle politiche della maggioranza, il che ne fa uno strumento logicamente indisponibile all'azionista di controllo (o, nella gran parte dei casi, di maggioranza relativa), se non a costo di forzature concettuali quasi paradossali (cfr., ad esempio, CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze*, op. cit., p. 141, che evidenzia come si tratti di uno strumento attribuito alla massa di investitori «disinteressati ad esercitare i diritti amministrativi»).

[83] Elaborazione dell'autore sui dati (espressi in dollari statunitensi) pubblicati dalla rivista Forbes, reperibili online su https://www.forbes.com/billionaires/#220c3357251c (aggiornati al 5 marzo 2019).

[84] Cfr. CONSOB, *Report*, op. cit., p. 3, secondo il quale il modello di controllo prevalente continua a essere quello familiare, presente in 145 società, mentre lo Stato (direttamente, tramite il Ministero del Tesoro, o indirettamente tramite altri enti privati sottoposti a controllo pubblico, quali ad esempio Cassa Depositi e Prestiti) risulta azionista di riferimento in 23 società, che tuttavia rappresentano più del 34% della capitalizzazione dell'intero mercato. In senso conforme MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., p. 255, che precisa come le società che fanno capo allo Stato

comprensibilmente, ha un impatto non trascurabile sulla conformazione degli interessi della categoria *in concreto*, specie se si considera che vi si accompagna, almeno nel primo caso, il fatto che il socio di controllo stesso – insieme a un gruppo di persone di stretta fiducia – è spesso titolare delle principali cariche sia in consiglio sia nel *management* della società (ove le due cose non coincidano del tutto, come accade nelle società quotate di minori dimensioni).

Al netto di una conformazione comunque variegata e quindi di un inevitabile grado di semplificazione in quest'analisi, occorre chiedersi se sia possibile ricondurre a minimo comune denominatore, gli interessi che contraddistinguono gli azionisti di controllo come "categoria".

Il primo aspetto da sottolineare è che, come già ampiamente dimostrato dalla dottrina economica, gli azionisti di controllo sono in grado – e tendono ad adoperarsi in tal senso – di sfruttare la propria posizione per estrarre c.d. *benefici privati del controllo*, anche in potenziale danno degli azionisti di minoranza[85]. Le modalità in cui tale appropriazione può avvenire, in astratto, sono generalmente riconducibili a due circostanze: durante la gestione ordinaria della società oppure in ipotesi di vendita del controllo[86]. Sussiste inoltre una stretta relazione tra le due fattispecie, dal momento che il valore del premio per il controllo ottenibile in sede di vendita è funzione della possibilità di (continuare a) estrarre benefici privati nell'*ordinary course of business* anche da parte del potenziale acquirente[87]. Rispetto a quest'ultima ipotesi, che è dunque quella fondamentale, le fonti di benefici privati sono essenzialmente due: (*a*) le decisioni strategiche e di gestione ordinaria operate dal *management*, e (*b*) le operazioni di *self-dealing* (incluse quelle tramite parti correlate) con la società controllata.

La nozione di benefici "privati" viene utilizzata in letteratura per identificare quei benefici non condivisi con gli azionisti, bensì suscettibili di appropriazione e godimento, con le modalità

---

o ad enti locali addirittura superano, in termini di capitalizzazione, quelle a controllo famigliare (33,3%).

[85] Tale dinamica è stata evidenziata in maniera complessivamente coerente da numerosi studi empirici: cfr. ZINGALES, *The value of the Voting Right. A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *The Review of Financial Studies*, 1994, p. 125 e ss.; LA PORTA ET AL., *Investor protection and corporate governance*, in 58 *Journal of Financial Economics*, 2000, p. 3 e ss.; NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis,* in 68 *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 325 e ss.; DYCK, ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59 *The Journal of Finance*, 2004, p. 537 e ss. L'esistenza di un tendenziale opportunismo da parte dell'azionista di controllo verso l'appropriazione di benefici privati rappresenta oggi, nei termini essenziali del problema, una constatazione pressoché incontroversa e il fondamento degli studi giuridici di *corporate governance* sul tema: cfr., ad esempio, già in prossimità della riforma Draghi del 1998, CERRAI, MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, op. cit., p. 2 e ss., che ne riconosce la fissità «quasi astorica» e la centralità nel diritto delle società per azioni; MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza*, op. cit., p. 486 e ss.; MONTALENTI, Corporate governance, op. cit., p. 330; CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze*, op. cit., p. 139 e ss.

[86] Cfr. GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, p. 787 e ss., i quali identificano, invero, una terza modalità ovverosia quella consistente nel c.d. *freeze out* delle minoranze, la quale tuttavia trova scarsissima se non nessuna applicazione (almeno in termini equivalenti a quelli consentiti dall'ordinamento statunitense) nel nostro ordinamento societario.

[87] La tesi è ben argomentata in letteratura: cfr., per tutti, ZINGALES, *The value of the Voting Right*, op. cit., p. 126-127, secondo il quale l'ammontare del c.d. *voting premium*, incorporato nel prezzo di offerta, dipende dalla dimensione dei benefici privati che l'offerente vincitore prevede di ottenere dall'esercizio del controllo della società e dal grado di concorrenza del mercato del controllo.

accennate poc'anzi, *esclusivamente* dall'azionista di controllo[88]. L'ordinamento tende a introdurre regole volte a limitare le condotte che consentono lo sfruttamento di tali benefici privati, in particolare cercando di neutralizzare le fattispecie che generano esternalità negative per le minoranze quando non siano efficienti in un'ottica di *welfare* complessivo[89]. Al di là delle soluzioni concretamente adottate dal legislatore[90], ciò che importa evidenziare qui è che gli interessi degli azionisti di controllo tenderanno ad orientarsi verso il conseguimento di quei benefici privati che l'ordinamento giuridico di tempo in tempo gli consentirà di trarre in maniera legittima[91]. È realistico ritenere che in qualsiasi ordinamento sussisterà sempre uno spazio, più o meno ampio a seconda del caso, in cui permangono benefici privati del controllo: vuoi per via dell'intrinseca difficoltà con cui sono osservabili e misurabili[92], e quindi assoggettabili a regole giuridiche, vuoi per il fatto che in alcune circostanze essi possono essere desiderabili in una prospettiva sistematica, seppur inefficienti per gli equilibri di *corporate governance*[93].

Alcuni studi empirici, invero non recentissimi, hanno osservato una consistente disponibilità di benefici privati (misurati tramite il differenziale di valore tra azioni ordinarie e azioni senza

---

[88] In questo senso DYCK, ZINGALES, *Private Benefits of Control*, op. cit., p. 541.

[89] Condotte tipiche attraverso cui l'azionista di controllo può realizzare un "*tunneling*" delle risorse della società verso il proprio patrimonio consistono, ad esempio, nell'effettuazione di operazioni con parti correlate (incluse le *self dealing transaction*) dove il prezzo presenta piccoli (per un migliore occultamento) scostamenti al ribasso rispetto a quello considerabile come "*fair*" (cfr. DYCK, ZINGALES, *op. ult. cit.*, p. 540), oppure nell'appropriazione di opportunità di *business* in base a informazioni acquisite del proprio ruolo nell'organo amministrativo (o tramite i componenti dello stesso, nel qual caso un ruolo cardine è giocato proprio dalla comunicazione selettiva di informazioni dal *board* all'azionista di controllo).

[90] Cfr., per tutti, ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy*, op. cit., spec. p. 29-31, 79-89.

[91] Infatti, vi è chi non ha mancato di sottolineare come la possibilità di (legittima) estrazione di tali benefici debba essere consentita, almeno *in una certa misura*, dal legislatore, in quanto necessario affinché qualcuno possa assumere in concreto quel ruolo, ritenuto necessario per il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria e del mercato (cfr. GORDON, GILSON, *Controlling*, op. cit., p. 785; in senso sostanzialmente analogo, GILSON, SCHWARTZ, *Corporate control and credible commitment*, in 43 *International Review of Law and Economics*, 2015, p. 119 e ss., che concepiscono, e tollerano, i benefici privati soltanto come una ricompensa per l'azionista di controllo per lo svolgimento effettivo di un'attività di monitoraggio nei confronti del *management*). Gordon e Gilson sottolineano inoltre come la presenza degli azionisti di controllo, in grado di esercitare un monitoraggio attivo sul *management*, riduca i problemi di *agency* del primo tipo (*managerial*), ossia quelli derivanti dalla separazione tra *ownership* e *control*, ma al costo di un incremento di quelli del secondo tipo (cioè derivanti dall'estrazione di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza). Pertanto, consentire agli azionisti di controllo una certa misura di tali benefici permette di conseguire un miglioramento del *welfare* complessivo, fintanto che «*the reduction in managerial agency costs will exceed the level of private benefits*». Analogamente, ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy*, op. cit., p. 80: «*[t]he varying degrees of protection accorded to minority shareholders by differing corporate governance systems explain at least some of the variation in these indicators*».

[92] Cfr. DYCK, ZINGALES, *op. ult. cit.*, p. 536-537, 542: «*if private benefits of control were easily quantifiable, then those benefits would not be private (accruing only to the control group) any longer because outside shareholders would claim them in court*».

[93] Cfr. GROSSMAN, HART, *Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation*, in 11 *Bell Journal of Economics*, 1980, p. 42 e ss., che sottolineano come la possibilità di estrazione di benefici privati, anche laddove inefficiente, può essere socialmente positiva poiché rende possibile l'esistenza di un mercato per il controllo.

voto) nelle società quotate sul listino italiano[94], evidenziando altresì, in termini più generali, una correlazione inversa tra gli stessi e l'efficienza delle regole di *corporate governance* di un dato ordinamento[95]. A dispetto dei significativi passi avanti fatti negli ultimi quindici anni in materia di *corporate governance* (anche in termini di armonizzazione e adeguamento alle regole europee) [96] è innegabile che un simile problema permanga nel nostro ordinamento, seppure verosimilmente in termini meno gravi di un tempo.

Ciò detto, è possibile operare una distinzione tra: (*a*) benefici privati (in senso stretto) per i quali il legislatore impedisce o limita l'appropriazione; (*b*) benefici privati che in concreto sfuggono alla disciplina positiva; e (*c*) benefici legittimamente appropriabili dall'azionista di controllo, in quanto in via non esclusiva (e quindi, tecnicamente, non aventi natura "privata"). L'orizzonte entro il quale può trovare soddisfazione (legittimamente) l'interesse particolare dell'azionista di controllo nel nostro ordinamento viene dunque a coincidere con le ultime due categorie.

Vi è poi una seconda ragione per la quale l'azionista-imprenditore può avere interesse al mantenimento di una partecipazione di controllo, anche nel caso in cui non gli fosse possibile godere di alcun beneficio privato. Segnatamente, tale interesse insiste sul c.d. valore idiosincratico (*idiosyncratic value*) della partecipazione, ovverosia l'utilità derivante dalla possibilità di implementare la sua personale visione imprenditoriale, anche contro l'eventuale dissenso degli azionisti-investitori di minoranza[97]. Tale valore è tendenzialmente maggiore nei casi in cui la visione dell'imprenditore è particolarmente forte e innovativa, e dove sono altresì più alti i costi di implementazione e il rischio di battute di arresto durante il percorso che investitori di natura finanziaria potrebbero non essere disposti a tollerare (è il caso, ad esempio, delle grandi società del settore

---

[94] Cfr. ZINGALES, *The Value of the Voting Right*, op. cit., p. 147.

[95] Cfr. LA PORTA ET AL., *Investor protection and corporate governance*, op. cit., p. 3 e ss.

[96] Per una recente rassegna, cfr. FERRARINI, *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1 e ss. (ove più ampia bibliografia). Il continuo miglioramento della qualità della *corporate governance* delle società italiane è altresì confermato dalla recentissima analisi *La corporate governance in Italia: quali miglioramenti tra le società quotate?*, curato da The European House - Ambrosetti, marzo 2019 n. 97 (che monitora 5 macro-aree di governance – struttura e rappresentanza dell'azionariato, composizione del C.d.A., funzionamento del C.d.A., remunerazione e incentivazione, sistemi di controllo e gestione dei rischi – tramite 32 *key performance indicator*).

[97] Cfr. GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control*, op. cit., 23 e ss., spec. 25-36. Secondo gli Autori, è possibile che l'imprenditore-fondatore e gli azionisti di minoranza investitori abbiano una diversa percezione delle prospettive di successo dell'impresa e, soprattutto, che queste mutino in maniera asimmetrica con il cambiare delle circostanze esterne. Le ragioni sono attribuibili a *diversità di opinione* o a fenomeni di *asimmetria informativa* (per i quali gli investitori dispongono di meno informazioni rispetto all'imprenditore e per ciò non sono in grado di apprezzare in maniera corretta il valore atteso dell'impresa), oppure a una combinazione dei due. In ogni caso, dal momento che la realizzazione di un progetto, di un'idea imprenditoriale o di una strategia richiede tempo e spesso possono verificarsi battute d'arresto lungo la strada verso il successo, l'imprenditore può essere disponibile ad adottare una struttura finanziaria più costosa (il controllo) pur di assicurarsi la libertà sufficiente per realizzare il proprio progetto. La conformazione in concreto degli assetti proprietari è, secondo tale teoria, il risultato negoziale dell'incontro tra l'interesse dell'azionista imprenditore a perseguire la propria visione idiosincratica e l'interesse degli investitori a proteggersi dai costi di agenzia del controllo, nonché del potere negoziale che ciascuna classe detiene nel contesto specifico. In tale prospettiva, quindi, il controllo rappresenta una soluzione efficiente per chi lo esercita, anche qualora non sia possibile estrarne benefici privati.

tecnologico nate come *start-up* [98]), oppure là dove l'interesse al controllo dell'azionista abbia anche motivazioni extra-economiche (come può accadere nel caso delle imprese famigliari o delle società controllate dallo Stato[99]).

Nel complesso, l'esistenza e la persistenza di un mercato per il controllo societario, specie in un mercato ad assetti proprietari concentrati come il nostro, sembra suggerire che, vuoi per l'una o per l'altra ragione illustrate, o per una combinazione delle due, l'acquisto e la detenzione di una partecipazione del controllo rimane comunque sufficientemente profittevole, pur a fronte dei costi che essa comporta sotto il profilo finanziario, anzitutto in termini di non diversificazione.

Il secondo aspetto da sottolineare è che, coerentemente con quanto detto, l'interesse dell'azionista di controllo rispetto al proprio investimento tende ad orientarsi verso l'esercizio delle prerogative che consentono l'estrazione di benefici privati, e quindi alla valorizzazione del premio per il controllo, oppure alla realizzazione, senza interferenze, del proprio progetto imprenditoriale, e quindi a monetizzare il valore idiosincratico dell'impresa; oppure una combinazione delle due ipotesi. In entrambi i casi, tale interesse è volto, in via *immediata*, all'esercizio dei diritti e delle prerogative che l'ordinamento associa al controllo e quindi, in sostanza, alla determinazione della *leadership* dell'impresa (pur senza sconfinare – per ipotesi di lavoro – nella direzione unitaria). Sussiste cioè un interesse caratteristico ed esclusivo dell'azionista di controllo ad esercitare tutte le prerogative che l'ordinamento gli riconosce in virtù del "peso specifico" della propria partecipazione[100].

Il terzo aspetto riguarda la strategia di investimento dell'azionista di controllo e il relativo orizzonte temporale. Fatta eccezione per l'ipotesi (straordinaria) della vendita del controllo, l'unica modalità con cui l'azionista di controllo può trarre profitto dall'investimento – in assenza della

---

[98] Anche per questa ragione, le principali società tecnologiche americane (tra cui Google, Facebook, Snapchat, Alibaba, Spotify) hanno optato, in sede di quotazione, per una struttura di *dual-class share*, che ha consentito ai fondatori di mantenere il controllo pur a fronte di una vendita sul mercato della quasi totalità (in percentuale) dei diritti patrimoniali. Il fatto che gli investitori abbiano accettato un'allocazione dei diritti di voto e patrimoniali astrattamente più sfavorevole (cfr. GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control*, op. cit., p. 39-40) esprime una chiara valenza negoziale e sottolinea la forza (percepita) della visione imprenditoriale degli azionisti di controllo, nonché del ruolo che l'intuizione originaria, la visione e il ruolo carismatico dei fondatori giocano quali fattori di successo di tali società. Tuttavia, per una critica a tale struttura, in termini di efficienza, cfr., ad esempio, GOMPERS ET AL., *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, in 23 *The Review of Financial Studies*, 2010, p. 1051 e ss., e BEBCHUK, KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in 103 *Virginia Law Review*, 2017, p. 585 e ss. (con particolare riferimento agli effetti nel lungo periodo post-IPO).

[99] Nel primo caso può sussistere un ulteriore componente idiosincratica, non quantificabile in termini monetari, legata ai benefici "psichici" legati alla conduzione di un *business* famigliare (così DYCK, ZINGALES, *Private Benefits of Control*, op. cit., p. 542) e alla connessa possibilità di tramandarlo alle successive generazioni, insieme al "buon nome" della famiglia. Nel secondo caso, è lecito attendersi che lo Stato, pur entro i limiti che il diritto societario riconosce quale azionista "qualunque", sia connotato anche da obiettivi extra sociali, rispetto alla detenzione della partecipazione: ad esempio la realizzazione, pur secondo c.d. metodo economico, di progetti imprenditoriali strategici per il Paese (infrastrutture civili, approvvigionamento energetico, reti di telecomunicazione, etc.).

[100] Ad esempio: il potere di approvare le politiche di bilancio e le deliberazioni relative alla distribuzione degli utili, le operazioni di fusione e scissione, le modificazioni dello statuto e le operazioni sul capitale sociale. Così GALGANO, SBISÀ G., *Direzione e coordinamento*, op. cit., p. 102. Nella successiva Sezione Seconda si discuterà se, e nel caso in che misura, esse includano o implichino in qualche modo il diritto a ricevere informazioni su base selettiva.

possibilità di vendere la partecipazione sul mercato secondario – è tramite la distribuzione di dividendi (o, in via eccezionale, il riacquisto di azioni proprie)[101]. Tale aspetto può rappresentare un incentivo verso l'adozione di una strategia imprenditoriale orientata ad una visione di medio-lungo periodo, per lo meno sufficiente a consentire l'emersione di convenienti opportunità di valorizzazione del controllo tramite la vendita. E' realistico dunque aspettarsi che, in questi scenari, la strategia di *business* perseguita dal consiglio di amministrazione (quale espressione diretta, quando non immedesimazione, dell'azionista di controllo) preveda anche scelte di investimento che comportino la rinuncia a profitti immediati per conseguire un vantaggio competitivo nel medio-lungo periodo. Ad esempio, esso potrebbe deliberare di impiegare la liquidità di cassa disponibile per finanziare investimenti in ricerca o sviluppo, oppure per aumentare i costi per il personale per trattenere alcuni lavoratori ritenuti chiave all'interno dell'organizzazione, a fronte di un reimpiego degli utili e quindi della mancata distribuzione di dividendi. Politiche che, invece, sono mal viste da investitori di tipo finanziario e di breve periodo, in quanto nell'immediato riducono le disponibilità di cassa (o impegnano le fonti di finanziamento) della società, e con esse l'importo dei dividendi.

A quest'ultimo riguardo, si potrebbe obiettare che la distribuzione di dividendi rappresenta uno dei principali obiettivi – se non il principale – anche dell'azionista di controllo, il che ne dovrebbe allineare gli interessi, in questo specifico caso, con gli investitori di natura finanziaria e speculativa. A ben vedere, però, poiché l'orizzonte dell'investimento dei primi è, per ragioni strutturali, più lungo, l'adesione a strategie con un *pay-off* superiore (in termini assoluti) nel medio-lungo periodo ma che comportino la rinuncia a una distribuzione di cassa per un importo minore e immediato rappresenta una scelta razionale. Al contrario, altre tipologie di investitori possono non avere, per ragioni che attengono alla struttura degli incentivi di mercato, alle strategie di investimento e ai problemi "interni" di agenzia che li connotano[102], la possibilità di aspettare i tempi necessari per la realizzazione di tali *gain*. Per contro, la minore diversificazione dell'azionista di controllo potrebbe accompagnarsi ad una maggiore avversione al rischio e in alcuni casi renderlo meno incline a cogliere iniziative profittevoli nel lungo periodo (in quanto comportanti una maggiore componente di rischio)[103].

---

[101] Cfr., ad esempio, LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 100-101.

[102] Si veda *infra*, paragrafi 2.2 e 2.3.

[103] Cfr. FACCIO ET AL., *Large Shareholder Diversification*, op. cit., p. 3601-3602 (ove riferimenti a ulteriori studi economici a supporto), che evidenzia come le società controllate da grandi azionisti in maniera non diversificata investano in maniera più conservativa (rispetto a quelli che operano una maggiore diversificazione), riducendone la propensione a cogliere opportunità profittevoli nel lungo periodo. Nell'esempio relativo al reinvestimento degli utili di cui poco sopra nel testo, l'azionista di controllo potrebbe quindi preferire la distribuzione di dividendi, anche su base continua, rispetto al reinvestimento degli utili nell'attività di impresa, per le ragioni più disparate, spesso riconducibili a interessi extra sociali. Un esempio paradigmatico è offerto dalla vicenda decisa dalla Corte Suprema del Delaware nel caso *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971). Secondo i fatti di causa, dal 1960 al 1966 Sinclair Oil Corp., titolare del 97% del capitale sociale di Sinclair Venezuelan Oil Company (Sinven), fece approvare a quest'ultima distribuzioni di dividendi per un importo complessivo di 108 milioni di dollari, in eccesso rispetto agli utili di periodo prodotti in quell'arco temporale (quindi a valere in parte anche sulle riserve). Uno degli azionisti di minoranza di Sinven, Levien, contestò che le suddette distribuzioni erano motivate esclusivamente dalle contingenti necessità di cassa della controllante Sinclair (tale allegazione fattuale risultando incontestata), facendo causa a Sinclair.

Ciò nonostante, l'ipotesi dell'esistenza di una potenziale inclinazione dell'azionista di controllo verso un orizzonte di medio-lungo periodo è nel complesso fondata. Non è un caso che, nell'attuale dibattito sull'orizzonte temporale della *corporate governance*, gli avversari della c.d. *shareholder primacy* sostengano che la restituzione di un maggior potere al *management* sia necessaria proprio al fine di preservare una visione dell'impresa orientata al lungo periodo[104]. Nel nostro ordinamento, dove la separazione tra proprietà e controllo è ridotta, l'interesse alla continuazione del *business* è, *mutatis mutandis*, prerogativa ascrivibile primariamente all'azionista di controllo, con il quale di riflesso si identifica, indirettamente ma spesso anche direttamente, il *management* dell'impresa.

Complessivamente, il quadro di insieme delineato sin qui sembra consentire di concludere quanto segue. Più l'estrazione di benefici privati "opportunistici" (cioè non condivisi con gli altri azionisti) da parte dell'azionista di controllo è contrastata efficacemente dall'ordinamento, più l'interesse di quest'ultimo tende a coincidere con il più generale interesse alla prosperità della società sotto il profilo imprenditoriale, in un orizzonte tendenziale di lungo periodo, e ad una massimizzazione del *valore* della società, prima ancora che al *prezzo* di mercato delle azioni. A tali condizioni, quindi, l'interesse dell'azionista di controllo tende a coincidere con la nozione teorica di "interesse sociale" formulata da una parte della dottrina più recente[105].

Tale episodio, nonché la decisione della Corte Suprema in favore dell'azionista di controllo rispetto alla specifica allegazione sopra riportata (in considerazione del fatto che anche gli azionisti di minoranza di Sinven come Levien avevano beneficiato proporzionalmente delle distribuzioni di dividendi), esemplificano in maniera efficace la compatibilità tra legittimo esercizio del controllo e interessi extra-sociali perseguiti, alla sola condizione che i benefici derivanti siano condivisi tra tutti gli azionisti. Non consta, al momento, nel nostro ordinamento alcun vincolo che imponga l'obbligo di reinvestimento degli utili nell'attività di impresa (cfr., per tutti, STRAMPELLI, *Art. 2433*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, t. 1, Milano, 2016, p. 2391 (ove ampi riferimenti bibliografici), là dove ritiene indiscussa la legittimità di una clausola statutaria che imponga la distribuzione dell'utile, dedotte le quote destinate a riserva ai sensi di legge e di statuto; in direzione parzialmente diversa potrebbe essere interpretata l'opinione, pur espressa in termini problematici, di BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 26-27, secondo il quale la crescente tendenza a vedere il socio quale soggetto in posizione esterna rispetto al tema della distribuzione di dividendi, assimilandolo sempre più alla figura del creditore (anche prima dell'avvenuta approvazione del dividendo), potrebbe portare ad esiti interpretativi diversi).

[104] Cfr., tra i molti, LIPTON, ROSENBLUM, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, in 58 *University of Chicago Law Review*, 1991, p. 187-88, 203, 210-212; BRATTON, WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, op. cit., p. 653–54; STRINE JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *The Business Lawyer*, 2010, p. 1, 26; JACOBS, *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, in 68 *Washington and Lee Law Review*, 2011, p. 1645, 1649, 1657-63; FOX, LORSCH, *The Big Idea-What Good Are Shareholders?*, in 48 *Harvard Business* Review, 2012, p. 50-51; nonché importanti *policy recommendation*, tra le quali THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management,* disponibile online su http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/business%20and%20society%20program/overcome_short_state0909.pdf, 2009, p. 2-3; CFA CENTER FOR FINANCE INTEGRITY & BUSINESS ROUNDTABLE INSTITUTE FOR CORPORATE ETHICS, *Breaking the Short-Term Cycle: Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors and Analysts Can Refocus on Long-Term Value,* disponibile online su http://www.darden.virginia.edu/corporate-ethics/pdf/Short-termism_Report.pdf., 2006, p. 1-3.

[105] Essa replica di fatto la formulazione di MONTALENTI, *L'interesse sociale*, op. cit., p. 306: «[i]l concetto di

Conseguentemente, occorre chiedersi come l'interesse dell'azionista di controllo così delineato si rifletta sull'uso dell'informazione societaria. In altri termini: sussiste un particolare interesse dell'azionista di controllo alla ricezione di informazioni selettive e, nel caso, a che obiettivi è orientato? Si può ipotizzare, per ora in termini soltanto enunciativi, una duplice risposta.

In primo luogo, potrebbe sussistere – nelle ipotesi in cui né l'azionista di controllo né soggetti ad esso collegati rivestano cariche gestionali di vertice nell'emittente – l'interesse a monitorare l'operato del *management* al fine di verificare che esso sia coerente ed efficiente rispetto agli obiettivi per il quali ne ha procurato l'elezione. L'informazione ricevuta selettivamente sarebbe in questo caso utilizzata in ottica strumentale all'esercizio del diritto di sostituzione degli amministratori, sull'assunto che gli effetti dell'operato del *management* non sempre siano evidenti dalle sole informazioni pubblicamente disponibili o, comunque, che lo diventino in tempi non sempre rapidi[106].

In secondo luogo, la comunicazione di informazioni selettive da parte dell'azionista di controllo può risultare funzionale ad un esercizio più efficiente del diritto di voto, con riferimento a deliberazioni di particolare complessità, specie sotto il profilo tecnico. E' il caso, ad esempio, di operazioni straordinarie o sul capitale che richiedono l'approvazione del *plenum* assembleare, ma dove in concreto il parere favorevole dell'azionista di controllo è decisivo per la prosecuzione del

---

interesse sociale come interesse degli azionisti alla realizzazione dell'utile in una prospettiva *long term*, compositiva delle diverse categorie di interessi in cui si segmenta l'azionariato […] Più precisamente l'interesse sociale si declina, nella concreta attuazione degli indirizzi strategici, in termini di "interesse dell'impresa" e cioè di *coerenza* delle scelte gestorie *rispetto ai piani strategici, finanziari, industriali, commerciali* della società [stabiliti dall'azionista di controllo] o comunque rispetto alle strategie aziendali in cui le singole operazioni si collocano» (testo tra parentesi quadre e corsivo aggiunti).

[106] Ciò è possibile che accada per due ragioni fondamentali. In primo luogo, perché – come ormai condiviso dall'opinione largamente dominante tra gli economisti – l'efficienza informativa dei mercati finanziari *reali* (cioè la capacità dei prezzi di riflettere tutte le informazioni disponibili in un dato momento) è quella identificata come *semi-forte* ("*semi-strong*" secondo la terminologia di FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *Journal of Finance*, 1970, p. 383, 414 – cioè quella secondo cui i prezzi riflettono soltanto le informazioni *pubblicamente disponibili* in un dato momento, e non invece tutte le informazioni esistenti (incluse cioè quelle note ai soli *insider*); nel senso della prevalenza della teoria *semi-forte* nei confronti cfr., ad esempio, MALKIEL, *Efficient Capital Markets Hypothesis*, op. cit., p. 740-741, anche se, come osservato da GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, op. cit., p. 556, tutte e tre le categorie si sono dimostrate utili e precise come strumenti per verificare la risposta del mercato a *determinate* tipologie di informazioni). In secondo luogo, perché, coerentemente con la versione *semi-strong* della ECMH (*Efficiency Capital Markets Hypothesis*), non tutte le informazioni sono suscettibili di essere incorporate nei prezzi con la medesima velocità: informazioni più difficili da reperire o tecnicamente più complesse e costose da elaborare e comprendere richiedono un tempo significativamente superiore rispetto ad altre, il cui riflesso sui prezzi avviene invece pressoché in tempo reale (cfr. Cfr. STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, in 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, p. 651 e ss., spec. 656, ove ampi riferimenti alla letteratura empirica a supporto di tale tesi). Sebbene tale discrepanza temporale tenda ad affievolirsi progressivamente, con l'avvento di tecnologie di analisi dei dati sempre più efficienti (per un'ampia panoramica su tali sviluppi cfr. STRAMPELLI, *L'informazione societaria* op. cit., p. 991 e ss., spec. 994-1006, ove ampi riferimenti bibliografici), chiare evidenze suggeriscono che essa tutt'ora persista. È esperienza comune, ad esempio, che in concomitanza di comunicazioni periodiche al mercato sui risultati infra-annuali si verifichino spesso significativi aggiustamenti nel prezzo delle azioni, laddove i risultati annunciati si discostino in maniera sensibile (per eccesso o per difetto) dalle previsioni degli analisti o della stessa società emittente. Si tratta, a mio parere, di un chiaro sintomo del fatto che tali informazioni, pur astrattamente accessibili dal mercato, non erano riflesse correttamente nei prezzi pre-annuncio.

processo[107]. Inoltre, nelle ipotesi in cui *in concreto* sia elevato il valore idiosincratico[108] attribuito al controllo dall'azionista che lo detiene, le comunicazioni selettive svolgono una ulteriore duplice funzione: da un lato (ove a favore dell'azionisti di controllo), fornire a chi controlla le informazioni necessarie per monitorare che il *management* stia effettivamente compiendo quanto necessario per realizzare tale valore; dall'altro lato (ove a favore degli investitori di minoranza più rilevanti, in termini quantitativi), colmare le eventuali asimmetrie informative che possono disallinearne gli interessi rispetto al progetto dell'imprenditore[109]. In tali ipotesi, quindi, la comunicazione in via anticipata (e selettiva) all'azionista di controllo di alcune informazioni funzionali a una valutazione preliminare dell'operazione può, in via di principio, anche far conseguire un risparmio di costi e una maggiore efficienza complessiva.

3.2. Gli investitori istituzionali in generale. I fondi "attivi".

La nozione di investitori istituzionali (insieme con l'omologo straniero "*institutional investor*"), che individua una categoria puramente descrittiva e non normativa, ricorre nella letteratura italiana ed internazionale con accezioni non sempre omogenee[110]. Pertanto, è necessario inquadrare preliminarmente l'ambito oggettivo del discorso. In buona approssimazione, secondo l'uso più frequente in letteratura, in tale nozione rientrerebbe un insieme molto eterogeneo di enti (banche[111], società di assicurazione, fondi di investimento attivi e passivi, mobiliari e alternativi) accomunati dall'esercizio professionale dell'attività di gestione del risparmio di terzi (in forma individuale o

---

[107] Così GALGANO, G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento*, op. cit., p. 102.

[108] Si veda *supra*, nota 97 e nel testo.

[109] Può capitare infatti che, per ragioni di asimmetria informativa gli azionisti-investitori non siano in grado di valutare se determinate circostanze (ad esempio, il ritardo nello sviluppo di un nuovo prototipo) siano legate a difficoltà oggettive, insite nel rischio di quel progetto imprenditoriale, o se, invece, ciò sia l'effetto di costi di agenzia, come l'incompetenza o la pigrizia dell'azionista di controllo e del *management* o addirittura di comportamenti opportunistici da parte di questi ultimi, volti a sottrarre valore a proprio vantaggio (i benefici privati, appunto). Cfr. GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control*, op. cit., p. 25.

[110] Cfr., ad esempio, ROCK, *The Logic*, op. cit., p. 447-448 (includendovi indistintamente fondi pensione, *investment manager* e fondi attivisti); BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *The Journal of Economic Perspective*, 2017, 89 e ss., spec. 90 (che con il termine si riferimento indistintamente a gestori di fondi attivi, passivi (*index fund*) e anche agli *hedge fund*; ma soprattutto, COATES IV, *Thirty years of evolution in the roles of institutional investors in corporate governance*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015, p. 79 e ss., che sottolinea la varietà e complessità del fenomeno dell'*institutional ownership* negli ultimi 30 anni; analogamente, anche in Italia recenti studi in materia tendono trattare il tema della "istituzionalizzazione" degli assetti proprietari in chiave unitaria, ricomprendendovi ad esempio anche lo studio dei fondi attivisti (così EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term*: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla* corporate governance, in *Riv. soc.*, 2013, p. 933 e ss.; STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa*, 2018, p. 393 e ss.; ALVARO, MAUGERI, STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di* stewardship*. Problemi e prospettive*, Quaderni giuridici Consob, n. 19, gennaio 2019, p. 6).

[111] Nelle circostanze in cui agiscano in qualità di gestori del risparmio per conto terzi (a prescindere dalla forma giuridica impiegata), secondo le logiche tipiche di tale settore.

collettiva) tramite l'investimento (più o meno) diversificato in titoli azionari quotati[112]. Tale nozione, tuttavia, appare troppo ampia e imprecisa sotto un profilo descrittivo, dal momento che, a rigore, vi sarebbero incluse categorie di investitori, quali ad esempio *hedge fund*, fondi di *private equity*, fondi pensione, aventi profili e strategie di investimento significativamente diversi[113]. Tale grado di imprecisione non è accettabile ai fini della presente analisi. Pare dunque più preciso aggiungere che ulteriore caratteristica definitoria del *genus* investitori istituzionali, in senso stretto, è quella di investire il risparmio raccolto tramite emissione di titoli propri, in genere direttamente presso il beneficiario finale[114]. Di fatto, tale definizione restringe il campo a due sostanziali tipologie di operatori: i gestori di attivi *for profit* e i c.d. *mutual fund*[115]. Nel prosieguo del lavoro si utilizzerà dunque il termine investitori istituzionali in quest'ultima accezione più restrittiva. Per contro, là dove occorrerà riferirsi all'insieme più ampio di tutti gli investitori di natura finanziaria (diversi dai risparmiatori individuali) in senso onnicomprensivo, si parlerà di investitori *professionali* o *finanziari*.

Nel presente paragrafo si delineeranno i caratteri fondamentali che connotano gli investitori istituzionali in via generale, prendendo come riferimento il modello tradizionale di investitore "attivi" (basato sulla selezione *personalizzata* delle società da inserire nel portafoglio di investimento). Nel prossimo paragrafo, invece, si analizzeranno (per differenze) i profili peculiari che contraddistinguono gli investitori istituzionali "passivi" (*index fund* ed ETF).

Sotto il profilo economico gli investitori istituzionali si caratterizzano per una marcata diversificazione dell'investimento, sia in termini relativi (rispetto al patrimonio gestito) sia, almeno storicamente[116], in termini assoluti (rispetto al valore del capitale delle società partecipate), una penetrante regolamentazione, che ne limita le soluzioni di investimento[117] e, conseguentemente, un

---

[112] Gli investitori istituzionali sono cioè, secondo l'efficace terminologia usata da ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, Oxford, 2018, p. 364, gli interpreti della rivoluzione, che caratterizza la finanza a cavallo tra il secolo scorso e quello attuale, della «*intermediated finance*» e, più precisamente, del fenomeno di separazione tra le decisioni di risparmio (*saving decision*) e quelle di allocazione dello stesso (*investment function*), che vengono affidate a soggetti professionali specializzati (*money manager*).

[113] Cfr., ad esempio, ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 364, che correttamente definisce gli *hedge fund* quale distinta categoria rispetto a quella più generale degli investitori istituzionali.

[114] Cfr. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca borsa*, 2017, nota 4.

[115] Per un inquadramento delle due categorie, cfr., quanto ai primi, ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 367-368; e, quanto ai secondi, ROE, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, 1994, Princeton, 1994, p. 102-123; CHOI, FISCH, KAHAN, *Who Calls the Shots: How Mutual Funds Vote on Director Elections*, in 3 *Harvard Business Law Review*, 2013, p. 35 e ss.; ROCK, *ibidem*.

[116] Cfr., per una panoramica storica sul punto, ROE, *loc. ult. cit.* La situazione è tuttavia in rapido mutamento (cfr. *infra*, nota 133 e nel testo).

[117] Negli Stati Uniti, i *mutual fund* si qualificano come "*investment company*" ai sensi dell'Investment Company Act 1940 (cfr. 15 USCA § 80a-3), con conseguente applicazione della relativa disciplina (cfr. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008, p. 243-244, che sottolinea altresì le principali differenze con la meno rigida disciplina regolamentare degli *hedge fund*). Di recente, è stata analizzata l'ipotesi che sussista un nesso causale tra l'eccessiva regolamentazione cui alcuni investitori istituzionali, come i *mutual fund*, sono sottoposti e l'apatia razionale che li contraddistingue (cfr. ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 372, 374, con risposta tendenzialmente negativa, in contrasto con le precedenti conclusioni di ROE, *Strong Managers*, op. cit., e BLACK, *Shareholder*

esercizio pressoché esclusivo della *Wall Street rule* come strumento di espressione del dissenso[118]. Non è un caso, ad esempio, che negli ultimi dieci-quindici anni si sia registrato un incremento senza precedenti del *turnover* azionario (la percentuale di azioni scambiate nel corso di un anno espressa in termini di capitalizzazione totale di mercato) proprio in concomitanza con l'ascesa degli investitori istituzionali[119].

L'ampia diversificazione e lo scarso peso (pur con alcune eccezioni) della propria partecipazione rispetto al capitale delle singole società partecipate, determina, in concomitanza con altri fattori, forti incentivi razionali all'apatia, e quindi a non esercitare i diritti partecipativi inerenti alle azioni detenute[120]. La tradizionale apatia razionale degli investitori istituzionali è attualmente al centro di recenti e significativi cambiamenti, primariamente per effetto dell'enorme crescita globale del fenomeno degli investitori istituzionali. Nel complesso, però, essa ne rappresenta un tratto tutt'oggi fortemente caratteristico, almeno in larga parte, quale prodotto di circostanze fattuali ancora largamente diffuse. In particolare, la combinazione tra una politica di forte diversificazione dell'investimento e una complessa struttura di *governance* degli stessi investitori istituzionali –

Passivity Reexamined, in 89 *Michigan Law Review*, 1990, p. 520 e ss.). In linea di massima, le principali limitazioni che gli investitori istituzionali soffrono rispetto, ad esempio, agli *hedge fund* negli Stati Uniti (autorizzazione all'esercizio dell'attività e conseguenti obblighi di trasparenza, divieto di *short selling*, limiti stringenti al ricorso alla leva finanziaria) si ritrovano anche nella disciplina comunitaria ed italiana, per certi versi ancora più penetrante sotto il profilo regolamentare.

[118] Così, tra i molti, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., 247: «*[m]utual funds and other savvy investors generally will "vote with their feet" either by declining to invest in poorly performing companies in the first place, or by selling their shares in the poorly performing companies they already own*». Nello stesso senso, ROCK, *The Logic*, op. cit., 462, che individua una correlazione negativa (positiva) tra concentrazione della partecipazione (diversificazione) e utilizzo efficiente dell'*exit*: «*[t]he traditional Wall Street rule – sell out if you dislike management – reflects […] the empirical assumption that the benefits of selling out are likely to be greater than the benefits of staying and fighting. The benefit from exiting is related to shareholding concentration*». Per una disamina degli effetti della *Wall Street rule* (e della sua minaccia) sulle decisioni degli amministratori, cfr. anche ADMATI, PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" as a Form of Shareholder Activism*, in 22 *Review of Financial Studies*, 2009, p. 2445 e ss.; PARRINO ET AL., *Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around CEO Turnovers*, in 68 *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 3 e ss.

[119] Nel 1960 il *turnover* medio annuale per le società quotate nel New York Stock Exchange (NYSE) era pari al 12%, corrispondente a un periodo medio di detenzione di ciascuna azione pari a circa otto anni. Nel 1987 lo indicatore era pari al 73% e nel 2010 al 300% (corrispondente a un periodo medio di detenzione di quattro mesi) per gli *hedge fund*, e al 100% (corrispondente a un periodo medio di detenzione di un anno) per i *mutual fund* (cfr. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, op. cit., p. 66, e STRINE JR., *One Fundamental Corporate Governance Question*, op. cit., p. 10-11, ove ulteriori riferimenti sulle fonti dei dati).

[120] La questione è reale, come testimonia l'interesse (e la preoccupazione) anche da parte del legislatore europeo: «[g]li investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo […] Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni […] il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società» (cfr. Direttiva 828/2017/UE, cons. 15). Il problema è oggetto di analisi ormai da anni nella letteratura internazionale, specie negli Stati Uniti: tra i molti, particolarmente significativi sul punto sono i contributi di ROCK, *The Logic*, op. cit., spec. p. 453-457; GILSON, GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Columbia Law Review*, 2013, p. 863 e ss.; BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems*, op. cit., p. 89 e ss.; ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 373 e ss.

caratterizzata da conflitti di interesse interni – produce problemi di azione collettiva che disincentivano gli stessi ad incorrere in qualsiasi costo specifico relativo alla valorizzazione della partecipazione in un *singolo* emittente.

Il presupposto comune di tali dinamiche è che gli investitori istituzionali competono tra loro per l'affidamento in gestione del risparmio dei propri clienti: i risparmiatori, in ultima istanza, oppure altri investitori professionali (come i fondi pensione) nel ruolo di ulteriori intermediari. Essi competono cioè in termini di *performance* relative[121], misurate e monitorate su base periodica, per lo più su base trimestrale e annuale: specie là dove il mercato delle quote degli investitori istituzionali è altrettanto liquido (come nel caso dei fondi *open-end*[122]), la pressione competitiva sui gestori è dunque sostanzialmente continua. Poiché il modello di *business* di tali operatori è fortemente standardizzato, le leve per battere i concorrenti sono essenzialmente due: compiere migliori decisioni di investimento e risparmiare i costi di gestione degli *asset*. In questo quadro, l'esercizio dei diritti di partecipazione in maniera non standardizzata rappresenta un costo specifico, sia in termini di *budget* di risorse umane[123] sia, soprattutto, in termini di costo dell'informazione che deve essere processata al fine di votare in maniera incisiva[124], quest'ultimo per altro non suscettibile di alcuna economia di scala. Inoltre, la probabilità che il voto degli investitori istituzionali risulti "pivotale" nell'esito finale di una data deliberazione è inversamente proporzionale alla quota di capitale detenuta[125] e quindi tendenzialmente molto basso. Anche in caso contrario, inoltre, i benefici causati dal voto informato dell'investitore A all'emittente X si distribuirebbero indistintamente tra tutti gli investitori dell'emittente X, quindi anche i concorrenti diretti (nel mercato del risparmio gestito) di A, azzerandone i benefici in termini relativi.

Un'altra causa dell'apatia razionale degli investitori istituzionali ha a che fare con la struttura

---

[121] Cfr. GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 889-90; ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 373. Come evidenziato dagli autori, la struttura del mercato del risparmio gestito determina una competizione tra *player* in termini di *performance* relativa. Le iniziative attiviste determinano benefici non esclusivi, di cui anche gli altri azionisti dell'emittente (non promotori) possono appropriarsi a costo zero: in presenza di fenomeni sempre più significativi di *horizontal shareholding* (per cui il medesimo investitore possiede in portafoglio partecipazioni, di misura sostanzialmente equivalente, in società concorrenti nel medesimo settore; si veda *infra*, note 136 e ss. e nel testo), tale opzione produce scarsi vantaggi competitivi e pertanto spesso risulta non preferibile, specie in confronto ai guadagni realizzabili attraverso il *trading*. Di fatto, secondo Gordon e Gilson (*ibidem*) tale dinamica è in grado di più che compensare l'effetto favorevole all'attivismo derivante dalla concentrazione delle partecipazioni degli investitori istituzionali.

[122] Cfr. EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, op. cit., p. 958-9, i quali sottolineano come – comprensibilmente – nei fondi di investimento c.d. aperti, dove i partecipanti hanno diritto a ricevere il rimborso delle quote in ogni momento, specie se quotati, acuisce ulteriormente i problemi di *agency* in seno agli investitori e, indirettamente, alle società partecipate.

[123] In generale, le risorse (umane, *in primis*) che i grandi investitori istituzionali impiegano nell'attività di *stewardship* e di *monitoring* sono quasi del tutto trascurabili, sebbene si possa osservare un *trend* crescente (cfr., ad esempio, ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 368-71; BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems*, op. cit., p. 100 (con riferimento specifico agli *index fund*); FISCH, HAMDANI, DAVIDOFF, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, ECGI Law Working Paper n. 414/2018, marzo 2019, p. 26.

[124] Cfr. ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: a Network Theory Perspective*, ECGI Working Paper n. 393/2018, luglio 2018, p. 10, secondo i quali «*[c]hief among voting costs is the cost of becoming informed*».

[125] Cfr. ENRIQUES, ROMANO, *op. ult. cit.*, p. 12, nota 48.

di *governance* che li caratterizza "a monte". Come già osservato da altri autori, sussiste un conflitto acuto tra gli interessi di chi ha investito nel fondo (*principal*) e chi lo gestisce (*agent*)[126]. Tale conflitto, che per alcuni è ancora più acuto di quello che si manifesta al livello di *governance* "sottostante" della società partecipata[127], si deve a dinamiche sostanzialmente analoghe. In particolare, gli effetti dell'asimmetria informativa tra *principal* ed *agent* sono ulteriormente acuiti dalla mancanza in capo ai primi (cioè i risparmiatori individuali che investono nei fondi) di conoscenze e capacità sufficienti per processare le informazioni. Inoltre, i diritti di *voice* esercitabili da parte degli investitori sono, anche in astratto, istituzionalmente più deboli di quelli riconosciuti agli azionisti delle società quotate[128]. Pertanto, da un lato, i gestori sono sostanzialmente liberi di determinare la

---

[126] Cfr. ROCK, *The Logic*, op. cit., p. 469-472; COFFEE JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Columbia Law Review*, 1991, p. 1326 e ss.: conflitti di interesse tra gestori e investitori dei fondi sorgono, anzitutto, dalle relazioni che i primi intrattengono, direttamente o indirettamente, con le società partecipate e il loro *management* al di fuori del rapporto di partecipazione azionaria, ad esempio, in virtù delle attività di consulenza finanziaria o investimento che altre società del gruppo cui appartiene il gestore svolgono nei confronti degli emittenti (cfr. DAVIS, HAN KIM, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, in 85 *Journal of Financial Economics*, 2007, p. 552: «*[funds that] [a]ggregate votes at the fund family level indicate a positive relation between business ties and the propensity to vote with management*»). Analogamente, i gestori dei fondi pensione pubblici (generalmente nominati da cariche politiche o dagli elettori, cfr. ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 367) possono subire pressioni da gruppi di interesse pubblico non in linea con la massimizzazione del valore degli *asset* del fondo. Al di là di tali dinamiche contingenti, sussistono ragioni strutturali alla base di tali conflitti. In particolare, la struttura delle commissioni dei gestori (calcolate quale percentuale marginalmente decrescente del valore degli *asset under management*) rappresenta un incentivo a non intraprendere costose attività di *monitoring*, almeno fintanto che la capacità di tali iniziative di attrarre nuovi clienti non superi il costo delle stesse (cfr. COFFEE JR., *loc. ult. cit.*). Per contro, la diffusione delle c.d. "*fulcrum fee*" (commissioni variabili correlate alla performance del portafogli), sperimentata di recente da alcuni *mutual fund*, può produrre un effetto di maggiore allineamento degli interessi (cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future of Shareholder Activism*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019, p. 981 e in nota). Analogamente, nella dottrina italiana, i conflitti di interesse tipici della *fund governance* sono evidenziati, tra i molti, da EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, op. cit., p. 959; SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1138 e ss., spec. 1138-1143; ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1094 e ss. (con riferimento ai fondi avente veste giuridica societaria, in particolare le SICAF); STELLA RICHTER JR., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di D'Apice, Bologna, 2016, p. 63-65; MULA, *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 495.

[127] Così EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, op. cit., p. 959.

[128] Così EREDE, SANDRELLI, *ibidem*, nota 86. In generale, l'ordinamento prescrive per gli organismi di investimento una *necessaria* divaricazione tra potere e rischio, che costituisce al contempo connotato intrinseco e requisito di legge della nozione di OICR, (cfr. art. 1, comma 1, lett. k) TUF e Regolamento Banca d'Italia 19 gennaio 2015, che parlano di "autonomia" tra soci investitori e soci gestori). In particolare, il citato regolamento dispone espressamente che «[l]'attività di gestione collettiva è svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti agli OICR; i partecipanti, pertanto, non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell'OICR e delle attività in portafoglio in conformità alla politica di investimento, fermo restando l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità di azionisti degli OICR in forma societaria» (titolo I, sezione II, par. 1). Coerentemente, ai quotisti dei fondi è sostanzialmente riconosciuta – oltre ad alcuni diritti di consultazione – quale unica tutela sostanziale la possibilità di sostituire la società di gestione del risparmio (cfr. Cass., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, edita, *ex multis*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 1128, con note di SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, ivi, p. 1133 e ss., e GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, ivi, p. 1146 e ss.: l'argomento decisivo con cui la Corte

politica del fondo, senza alcun apporto partecipativo da parte degli investitori (del fondo); dall'altro lato, questi ultimi tendono a ricorrere, con ancora più frequenza, all'*exit* (ove consentita dalla struttura "aperta" del fondo), sanzionando – in assenza di altre informazioni facilmente processabili – i fondi che mostrano peggiori *performance* nel breve periodo[129].

La combinazione dei fattori sopra illustrati favorisce la *rational reticence* dei gestori, riduce gli incentivi all'*engagement* e spinge verso l'astensione al voto o all'espressione sistematica di un voto "standardizzato" (cioè in pedissequa adesione alle indicazioni dei *proxy advisor* o, dove la diffusione di tali soggetti è minore[130], a favore del *management* in carica[131]).

Tuttavia, il settore del risparmio gestito vive da alcuni anni trasformazioni estremamente significative, che sembrano potenzialmente capaci di modificare in profondità il tradizionale atteggiamento degli investitori istituzionali. I segnali di tali trasformazioni sono osservabili già da qualche tempo negli Stati Uniti[132] ma cominciano a manifestarsi in maniera significativa anche nel nostro ordinamento. In particolare, si possono evidenziare almeno cinque fattori rilevanti: (*a*) l'incremento delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali; (*b*) i fenomeni di competizione tra investitori istituzionali o tra gruppi (*clique*) di investitori e, parallelamente, di cooperazione all'interno del medesimo gruppo; (*c*) la crescita dell'attivismo da parte di *hedge fund* e fondi di *private equity*; (*d*) la riduzione dei costi dell'informazione; (*e*) le pressioni da parte dei clienti verso un esercizio attivo del voto. Naturalmente, la ricorrenza di tali fattori non è costante in tutti gli ordinamenti e, inoltre, può impattare diversamente sulle differenti (sotto)tipologie di investitori istituzionali anche operanti nel medesimo mercato. In aggiunta, la capacità di tali fattori di incidere in maniera significativa sulla tradizionale apatia razionale degli investitori istituzionali, dipende dall'intensità e dal modo in cui essi si combinano concretamente (tra loro e con altre variabili esogene) in ciascun ordinamento.

In primo luogo, l'incremento tendenziale delle quote di partecipazione (in senso relativo e/o assoluto)[133] detenute dagli investitori istituzionali comporta, da un lato, un incremento

---

nega (discutibilmente, invero: cfr. Trib. Milano, 10 giugno 2016) la soggettività giuridica ai fondi di investimento è proprio fondato sulla constatazione dell'«assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni e nelle società di persone».

[129] Si veda *supra*, nota 122.

[130] È questo il caso, ad esempio, dell'Italia: per una diffusa trattazione del tema, e un confronto con il modello statunitense, si veda per tutti BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, e ID., *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, in *ECFR*, 2017, p. 1 e ss.

[131] Ciò non implica, ovviamente, l'adozione di decisioni necessariamente subottimali sotto il profilo del merito. Tuttavia, laddove ciò accada in maniera sistematica quale conseguenza di una precisa decisione razionale da parte degli investitori istituzionali è ragionevole aspettarsi che gli stessi non saranno in condizione di esercitare alcun potere "disciplinante" anche nelle occasioni in cui ciò sarebbe nell'interesse dei beneficiari ultimi della partecipazione.

[132] Cfr., ad esempio, GILLAN, STARKS, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, in 57 *Journal of Financial Economics*, 2000, p. 277; MCCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in 71 *The Journal of Finance*, 2016, p. 2913; ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting*, op. cit., p. 13; HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 983 e ss. (che prevedono uno sviluppo ancora maggiore nell'immediato futuro).

[133] Cfr. CONSOB, *Report on corporate governance*, op. cit., p. 1 e ss. (congiuntamente all'analisi dei dati di MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., p. 254 e ss.); OLIVIERI, *Atlantia, Eni, UniCredit*, op. cit.; FANCELLO ET AL.,

dell'impatto (e quindi del valore) marginale del voto stesso, poiché maggiori sono le *chance* di assumere un ruolo pivotale, specie in connessione a fenomeni di cooperazione con altri investitori istituzionali o attivisti. Per contro, un incremento nella quota totale di partecipazione non significa necessariamente che vi sia stata anche una corrispondente riduzione nella diversificazione del portafoglio dei singoli investitori. Infatti, la crescita degli investimenti istituzionali rappresenta un fenomeno trasversale a tutti i settori e, in maniera tendenziale, alla maggioranza degli emittenti[134]: essa corrisponde, almeno in buona parte, alla dismissione parziale da parte di azionisti e gruppi di controllo nonché alla concentrazione della quota istituzionale in un numero più ristretto di grandi *player* internazionali[135]. La diffusione del fenomeno del c.d. *horizontal shareholding*[136] comporta che, se si considera la posizione individuale dell'investitore istituzionale A che detiene una quota nel dato emittente X, non necessariamente il peso di $P_{X(A)}$ (cioè il valore della partecipazione di A in X) rappresenterà una quota maggiore del patrimonio gestito complessivamente da A (cioè $P_{X(A)}/P_A$) di quanto non lo fosse dieci anni fa. Inoltre, per i principali gestori di attivi al mondo, la crescita oltre misura osservata negli ultimi anni potrebbe aumentare i conflitti di interesse in seno a questi, con l'effetto di renderli di fatto "*too big to be activists*"[137].

In secondo luogo, alcuni recenti studi hanno osservato l'insorgenza di fenomeni di competizione e cooperazione a livello di gruppi di istituzioni (*clique*), il cui effetto è la creazione di maggiori incentivi all'esercizio informato del voto[138]. La crescita del fenomeno del risparmio gestito a

---

La presenza degli investitori istituzionali non bancari nelle maggiori società non finanziarie europee, Quaderni di finanza Consob n. 86, gennaio 2018, spec. p. 13;

[134] Si vedano i dati riportati da ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 365 (ove i riferimenti alle fonti). Con riferimento al mercato italiano, cfr. MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., 256-259 (che evidenzia un crollo delle partecipazioni degli investitori istituzionali, più che sostituiti però da quelli esteri, nonché un significativo tasso di *partecipazione* alle assemblee da parte degli investitori istituzionali).

[135] Cfr. MARCHETTI, *Scolorimento*, op. cit., p. 63 e ss., spec. 66, che registra una tendenza sostanzialmente omogenea a livello dell'intero mercato azionario italiano; ID., *Uno sguardo*, op. cit., spec. p. 256.

[136] Per una trattazione approfondita del fenomeno si veda, ad esempio, ELHAUGE, *Horizontal Shareholding,* in 129 *Harvard Law Review*, 2016, p. 1267 e ss.; SCOTT MORTON, HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in 127 *Yale Law Journal*, 2018, p. 2027 e ss., spec. 2028-2033. In particolare, recenti studi economici (per tutti, AZAR, SCHMALZ, TECU, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in 73 *The Journal of Finance*, 2018, p. 1513 e ss.) mostrano come tale fenomeno riduca gli incentivi a competere per le società che abbiano partecipazioni rilevanti detenute nei portafogli dello/gli stesso/i investitore/i istituzionale/i. Tale risultato non sarebbe determinato, tuttavia, da un'attività di *tipping* o di persuasione attiva dei *manager* da parte degli investitori istituzionali, per indirizzarli verso politiche di *pricing* di natura collusiva, bensì proprio dal fatto che in queste situazioni gli investitori adotteranno un atteggiamento totalmente passivo e, di conseguenza, il *management* riceverà minori incentivi ad essere più competitivo (così ANTÓN, EDERER, GINÈ, SCHMALZ, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, CESifo Working Paper n. 6178, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), 2016, spec. 5, 39, che si concentrano in particolare sul tema delle retribuzioni incentivanti).

[137] In questo senso MORLEY, *Too Big to Be Activist*, Yale Law & Economics Research Paper No. 596, 7 maggio 2019, reperibile online su https://ssrn.com/abstract=3225555 (di prossima pubblicazione su *Southern California Law Review*); *contra* ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting*, op. cit., p. 14, e HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 977-983 (entrambi evidenziando ragioni concorrenti per le quali tali soggetti sarebbero "*too big not to be activists*").

[138] Cfr. ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting*, op. cit., 20-43 (ove ampia argomentazione e riferimenti ad altri contributi relativi a tale teoria).

livello globale determina, in sostanza, un inevitabile incremento delle connessioni – nella forma di *horizontal shareholding* – tra investitori istituzionali. Ciò determina l'insorgenza spontanea di gruppi di investitori, appunto, accomunati da portafogli sostanzialmente simili. Tali gruppi godono, a determinate condizioni, di incentivi razionali a cooperare al fine di condividere i costi dell'informazione e, sull'assunto che gli effetti (sull'emittente) e i benefici (per gli investitori) derivanti dall'espressione del voto informato siano positivi, cercare di battere i concorrenti[139]. Al momento non sussistono evidenze empiriche in grado di misurare la magnitudine di tali effetti sul comportamento degli investitori istituzionali. Per contro, gli effetti pro-attivismo derivanti dalle dinamiche di competizione (inter-*clique*) e di cooperazione (intra-*clique*) a livello di rete potrebbero risultare solo parzialmente proponibili su larga scala, in quanto vulnerabili al problema del *too big to be activist*[140]. Ciò non toglie, tuttavia, che lo studio dei *network* tra investitori offra spiegazioni ulteriori circa il perché soltanto alcuni investitori istituzionali si comportino attivamente.

In terzo luogo, la crescita esponenziale dell'attivismo da parte di *hedge fund* e fondi di *private equity*[141], determina riflessi importanti anche per gli investitori istituzionali. Come si vedrà nel prossimo paragrafo, i fondi attivisti possiedono incentivi strutturali ad un coinvolgimento diretto ad attivo nella *governance* delle società partecipate. Pertanto, essi sono in grado di sostenere individualmente i costi di ricerca e di analisi di informazioni specifiche relative ai singoli emittenti partecipati, con l'obiettivo di proporre cambiamenti di impatto (e ritorno) più significativo. Per contro, essi spesso non possiedono un "peso" sufficiente per ottenere *individualmente* i cambiamenti desiderati[142]. Ciò tende sempre più a valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali in senso stretto, in considerazione del fatto questi ultimi generalmente detengono partecipazioni più significative e potenzialmente determinanti.

Inoltre, le politiche di voto e le proposte di cambiamento generalmente portate avanti dagli attivisti possono, per certi aspetti, allinearsi con quelle degli investitori istituzionali[143], specie ove appartenenti al medesimo "gruppo"[144]. Anche per queste ragioni, si osservano sempre più numerosi casi di cooperazione (o tentativi di cooperazione), nei quali gli investitori istituzionali "benedicono", con il loro voto o manifestando le proprie intenzioni di voto in sede di *proxy fight*, le campagne attiviste[145], così determinandone il successo. Tale dinamica realizza, implicitamente, uno

---

[139] Cfr. ENRIQUES, ROMANO, *loc. ult. cit.*

[140] In altri termini, lo stesso problema che affligge, a livello individuale, gli investitori di maggiori dimensioni (cfr. MORLEY, *Too Big to be Activists*, op. cit., spec. p. 4-6) può riguardare anche le singole *clique* di più investitori, dal momento che i legami (*edge*) tra i partecipanti possono rappresentare la fonte di conflitti di interesse ulteriori.

[141] Si veda *infra*, paragrafo 2.4.

[142] Cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 975.

[143] Cfr., per tutti, *Idem*, p. 987-991.

[144] Il riferimento non è ai gruppi in senso tecnico-giuridico, quanto invece al caso, invero molto frequente nel caso dei grandi nomi dell'industria del risparmio, in cui fondi di investimento attivi ed *hedge fund* gestiti dal medesimo soggetto (*house*), ma facenti riferimento ad *pool* di investitori diversi, investano in una medesima società: a questo proposito si veda l'esempio fatto da MORLEY, *Too Big to be Activists*, op. cit., p. 6, con riferimento a Blackrock.

[145] Secondo HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 990, in tali circostanze gli investitori istituzionali tendono ad assumere il ruolo di "*kingmakers*": «*they need not be passive or reactive and have much leeway to decide how active they wish to be. They will never take the throne themselves, but they may play a dramatic role*».

scambio efficiente: da un lato, i costi informativi sono sopportati da coloro che sono razionalmente disponibili a sostenerli, cioè gli attivisti; dall'altro lato, gli investitori istituzionali possono esprimere un voto informato a costo pressoché zero, alla sola condizione che adottino l'indicazione comunicata dagli attivisti. Soltanto in questa limitata ipotesi, dunque, gli incentivi razionali all'apatia vengono rimossi. In questi casi, dunque, il fattore decisivo della scelta diviene il beneficio atteso che essi attribuiscono all'iniziativa attivista[146]. Il che accresce il ruolo pivotale degli investitori istituzionali e della loro agenda di investimento, e può determinarne la maggiore propensione all'*engagement*.

In quarto luogo, la riduzione dei costi di informazione riduce uno degli incentivi principali all'apatia razionale. Un apporto significativo in questa direzione, specie negli ordinamenti a proprietà azionaria dispersa, è stato rappresentato dalla diffusione dei *proxy advisor*[147]. Un secondo fattore, sopratutto in chiave prospettica, è rappresentato dallo sviluppo di nuove tecnologie applicate ai processi deliberativi assembleari. In particolare, soluzioni tecnologiche come l'utilizzo del voto elettronico o della *blockchain* potrebbero ridurre significativamente (forse fino a quasi azzerarli) i costi e le incertezze legati alla partecipazione assembleare, a beneficio soprattutto degli investitori altrimenti più inclini ad essere passivi[148]. Per contro, tali soluzioni non sarebbero

---

[146] In altri termini, fintanto che gli investitori istituzionali rimangono soddisfatti delle performance del *management* non avranno interesse a sostenere campagne attiviste di soggetti terzi volte a sostituirli e, così facendo, di fatto ne limiteranno implicitamente le probabilità di insorgenza.

[147] La funzione principale dei *proxy advisor* è quella di fornire agli investitori istituzionali proposte "pre-confezionate" su come votare, a costi relativamente bassi in virtù delle economie di scala conseguite tramite la standardizzazione. Larga parte degli investitori istituzionali ancora oggi votano osservando pedissequamente le indicazioni dei *proxy advisor* (cfr. ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting*, op. cit., p. 14). Sebbene la diffusione di questi operatori negli Stati Uniti sia cominciata già dalla fine degli anni Ottanta del secolo scorso (cfr. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in 23 *Cardozo Law Review*, 2002, p. 1430, uno dei primi articoli di dottrina sull'argomento), l'impiego da parte degli investitori istituzionali è cresciuto in maniera significativa in concomitanza con l'adozione di riforme che hanno introdotto forti incentivi (molto vicini ad obblighi) in tal senso: è il caso, ad esempio, della Department of Labor's Avon Letter del 1998 per i fondi pensione (cfr. Letter from US Department of Labor to Mr. Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc., at 3 (Feb. 23, 1998) in 15 *Pension Reporter* (BNA), No. 9, 391 (Feb. 29, 1988)) e della Rule 206(4)-6 introdotta dalla SEC (cfr. SEC Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, 68 Fed. Reg. 6585 (2003)) per i *mutual fund*. La prima imponeva ai fondi pensione di votare secondo i doveri fiduciari del *trustee*; la seconda imponeva a tutti i soggetti sottoposti all'Investment Company Act 1940 di rendere pubbliche annualmente le decisioni di voto. Di fatto, entrambe ha costituito un significativo incentivo ad abbandonare un atteggiamento totalmente inattivo e, quindi, ad adottare la soluzione meno costosa a disposizione (cioè il voto secondo indicazioni dei *proxy advisor*).

[148] Recente letteratura ha iniziato a studiare possibili applicazioni della tecnologia *blockchain* per facilitare la partecipazione attiva da parte degli azionisti, in particolare attraverso la semplificazione (e conseguente riduzione di costi) degli attuali meccanismi sistema di *proxy-voting*: cfr., ad esempio, PIAZZA, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, in 5 *Penn State Journal of Law & International Affairs*, 2017, p. 292-294 (con particolare riferimento al problema della scarsa precisione ed affidabilità dell'attuale sistema di *proxy-voting* e dei problemi di *empty voting* derivanti dall'impossibilità di identificare l'*ultimate beneficiary*); YERMACK, *Corporate Governance and Blockchain*, in *Review of Finance*, 2017, p. 7 e ss., spec. 19-20 (che evidenzia come l'applicazione della *blockchain* potrebbe sovvertire gli equilibri di potere tra le *constituencies* ma sottolinea gli effetti incerti in termini di incentivi all'attivismo); PANISI, BUCKLEY, ARNER, *Blockchain and Public Companies: A Revolution in Share Ownership Transparency, Proxy-voting and Corporate Governance*, in 2 *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 2019, p.

probabilmente in grado di risolvere il problema dei costi relativi al processo pre-assembleare di analisi delle informazioni ed elaborazione della strategia di voto. Resta fermo in ogni caso il fatto che, come avvenuto anche nel caso dei *proxy advisor* e delle precedenti riforme volte ad incentivare la partecipazione delle minoranze[149], tutte le soluzioni volte a una riduzione dei costi del voto sono altamente dipendenti dall'intervento del legislatore, specie negli ordinamenti, come quello italiano, dove il funzionamento dell'assemblea è destinatario di una disciplina positiva ampia e tendenzialmente rigida.

Da ultimo, un incentivo all'attivismo per gli investitori istituzionali può venire da una maggiore pressione da parte dei loro clienti verso un esercizio attivo dei diritti sociali negli emittenti partecipati. Ciò è difficilmente osservabile là dove i clienti del fondo siano investitori individuali. Per contro, dinamiche di questo tipo possono essere più frequenti nei casi in cui i fondi gestiti appartengano ad altri investitori professionali. È ciò che accade, ad esempio, negli Stati Uniti quando la provvista dell'investimento sia fornita da fondi pensione pubblici, i quali appunto tendono, per ragioni di natura diversa, ad avere orientamenti precisi in materia di *governance* e a prediligere gestori attivi[150]. Inoltre, poiché la *fund governance* soffre generalmente dei medesimi, se non maggiori, problemi di agenzia degli emittenti[151] e poiché i clienti dei fondi sono verosimilmente meno sofisticati dei gestori cui si affidano, difficilmente una soluzione di sistema ai problemi di apatia razionale degli investitori istituzionali possa arrivare attraverso questa strada.

Nel complesso, le brevi considerazioni che precedono restituiscono una panoramica dell'attivismo degli investitori istituzionali largamente eterogenea. Innegabilmente, alcune dinamiche recenti vanno nella direzione di loro maggiore coinvolgimento attivo nella *governance* delle società partecipate, come per altro apertamente auspicato dai legislatori[152]. Per contro, gli effetti di tali dinamiche non sono univoci, né da soli né in combinazione tra loro. Da un lato, dunque, i fattori

---

1 e ss., spec. 26-28 (che identificano tre fondamentali benefici conseguibili tramite la *blockchain*: riduzione dei costi; maggiore precisione nei risultati delle votazioni; maggiore trasparenza tra le diverse *constituencies*). A onore del vero, va detto che buona parte delle soluzioni presentate sinora siano fondamentalmente volte a superare un problema tipico del sistema finanziario statunitense ma non altrettanto significativo in altri mercati: e cioè quello della discrepanza, dovuta a ragioni eminentemente tecniche, tra "*recorded shareholder*" e "*beneficial shareholder*". Tuttavia, il problema non è estraneo nemmeno agli ordinamenti continentali: «[l]e azioni di società quotate sono spesso detenute attraverso complesse catene di intermediazione che rendono più difficoltoso l'esercizio dei diritti degli azionisti e possono ostacolare il loro impegno. Sovente le società non sono in grado di identificare i loro azionisti» (cfr. Direttiva 828/2017/UE, cons. 4).

[149] Un esempio emblematico in questo senso è rappresentato dalla Prima Direttiva Azionisti (Direttiva 2007/36/CE, recepita nel nostro ordinamento con D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, successivamente integrato dal D.Lgs. 18 giugno 2012, n. 91), che hanno modernizzato il sistema di regole sulle modalità e procedure di voto nelle società quotate. Sul punto si veda, in particolare, l'analisi empirica condotta da NOTARI, *Diritti di* voice *degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, 2015, p. 247 e ss., che offre una panoramica complessiva dell'effettivo impiego dei diversi strumenti messi a disposizione dall'ordinamento a tutela delle minoranze (testimoniando in particolare l'ampio impatto di un istituto introdotto dalla riforma, ossia la *record date*).

[150] Si veda *infra*, paragrafo 2.5.

[151] Si veda *supra*, nota 126 e nel testo.

[152] Ciò vale, soprattutto, per il legislatore comunitario: in proposito si veda *supra*, nota 55.

dell'attivismo non devono essere sottovalutati, specie in chiave prospettica. E di ciò dovrà tenersi conto quando si parlerà del fenomeno dei dialoghi selettivi con gli investitori istituzionali[153]. Dall'altro lato, però, la linea di tendenza che meglio descrive, con la dovuta approssimazione, il comportamento degli investitori istituzionali nel complesso resta ancora quella che ne rappresenta l'atteggiamento in termini passivi di apatia razionale.

Coerentemente, prevale un atteggiamento di neutralità anche rispetto all'informazione societaria, specie quella avente i caratteri dell'informazione privilegiata. Gli investitori istituzionali tendono cioè a guardare con sospetto ai colloqui riservati con i membri dell'emittente, sopratutto per paura che le informazioni ricevute in tali sedi (anche se non volontariamente comunicate loro[154]) possano limitarne o temporaneamente sospenderne la facoltà di fare *trading* sulle azioni di quel dato emittente[155]. In altri termini, minore è il coinvolgimento attivo nella *governance* dell'emittente, più la politica di investimento tende a concentrarsi sulla valorizzazione della partecipazione sul mercato secondario, anche attraverso il *trading* di breve periodo, e quindi sull'esercizio del diritto di *exit.* Pertanto, più ci si avvicina all'estremo "passivo" dello spettro più gli investitori tenderanno a ignorare le informazioni che ricevono tramite il mercato e, *a fortiori*, a non investire in alcuna attività che possa procurargliene in via riservata. Specularmente, avvicinandosi all'altro estremo dello spettro, l'utilizzo dell'informazione societaria da parte degli investitori istituzionali tenderà ad assomigliare a quello proprio di *hedge fund* e fondi di *private equity*[156].

3.3. Gli investitori istituzionali "passivi": ETF e *index fund*

L'altro fondamentale strumento di investimento cui i gestori di attivi ricorrono sempre più

---

[153] Si veda *infra*, Sezione Terza del presente Capitolo.

[154] Come sottolineato da VENTORUZZO, *Dal market sounding all'insider trading*, lavoce.info, 15 aprile 2016, reperibile online su https://www.lavoce.info/archives/40621/confini-labili-per-le-informazioni-riservate/, l'attuale disciplina comunitaria degli abusi di mercato presenta una sorta di "*Catch 22*" per la quale anche solo il fatto di «essere semplicemente edotti sulla possibilità di ricevere informazioni riservate potrebbe costituire informazione riservata e imporre divieti e rischi di sanzioni».

[155] Come osservato da GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 893, «*[t]he process by which the portfolio manager [of institutional investor] acquires and uses information is not focused on identifying opportunities when the activist exercise of governance rights can improve company strategy. The portfolio manager's mission is to determine how the current stock price matches his or her best estimate of the future stock price; that judgment determines a decision to buy, sell, or hold*». Ciò pone in evidenza, per contro, come gli investitori istituzionali siano avversi, o tutt'al più neutrali, nei confronti delle informazioni non pubbliche, specie ovviamente se aventi natura privilegiata. Non è casuale, ad esempio, che i Principi italiani di Stewardship redatti da Assogestioni (cioè l'associazione di categoria dei gestori del risparmio) siano comunque molto cauti nel raccomandare scambi di informazione tra il *management* e gli investitori istituzionali (cfr. STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 426-429, con riferimento alla modifica del Principio n. 3 avvenuta nel 2016). Nella stessa direzione "prudente" si collocano, oltretutto, le indicazioni dei principali codici di *corporate governance* europei (per una panoramica, cfr. ID., Engagement, op. cit., p. 424-426). Secondo ID., *Engagement*, op. cit., p. 429, alla base di tale approccio sussiste una ragionevole «preoccupazione di prevenire eventuali violazioni della disciplina degli abusi di mercato». Tale preoccupazione è condivisa anche da EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, op. cit., p. 952.

[156] Si veda *infra*, par. 2.4.

frequentemente sono i c.d. *passive fund* (o, genericamente, *index fund*). A tale nozione vengono ricondotti generalmente sia gli *index fund* aventi struttura di *mutual fund* aperti sia gli *exchange-traded fund* (ETF). A dispetto delle diverse caratteristiche tecniche[157], essi sono accomunati da strategia di investimento sostanzialmente analoga. In estrema sintesi, si tratta di fondi altamente diversificati, che investono in strumenti quotati (*equity securities*, nel caso che a noi interessa), secondo modalità tali da replicare la *performance* di un particolare indice di mercato. Tale strategia consente un minore livello di rischio, almeno a livello tendenziale, e una maggiore competitività in termini di costi, grazie al conseguimento di significative economie di scala[158]. Sebbene tali fondi siano gestiti pressoché esclusivamente dai gestori di attivi di maggiori dimensioni[159] – che parallelamente gestiscono anche fondi "attivi" – essi presentano implicazioni ulteriori e specifiche rispetto a questi ultimi anche sotto i profili di *governance* delle società investite[160]. Oltretutto, secondo le stime di alcuni esperti, negli ultimi anni la quota di investimenti in *index fund* ha ampiamente superato quella nei fondi attivi e l'importanza di questo tipo di fondi è destinata ulteriormente ad aumentare nel prossimo futuro[161].

---

[157] La principale differenza strutturale tra le due tipologie di strumenti riguarda le modalità di *pricing* e, conseguentemente, di liquidazione degli investitori dei fondi: mentre i fondi passivi gestiti in forma di *mutual fund* sono liquidati una volta al giorno, sulla base del *net asset value* calcolato dei prezzi di chiusura delle azioni dell'indice, nel caso degli ETF, le quote del fondo sono negoziate a loro volta su base continua sul mercato (cfr. BIRDTHISTLE, *The Fortunes and Foibles of Exchange-Traded Funds: A Positive Market Response to the Problems of Mutual Funds*, in 33 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2008, p. 77-80, ove una spiegazione tecnica dettagliata dell'operazione finanziaria e contrattuale sottostante). La maggiore liquidità dell'investimento in ETF rappresenta uno dei motivi di crescente preferenza degli investitori per questo strumento rispetto agli altri tipi di fondi passivi.

[158] Cfr. BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019 p. 729 (che riconoscono come tale fattore si tra i principali responsabili della continua crescita dei *Big Three*), e, sopratutto, ADAMS, HAYUNGA, MANSI, *Returns to Scale in Active and Passive Management*, 4 dicembre 2018, reperibile online su https://ssrn.com/abstract=3295799, p. 25-28 (il cui studio evidenzia l'abilità dei fondi passivi di realizzare economie di scala anche laddove la porzione *actively managed* del portafoglio non sia in grado di catturarle).

[159] Cfr., per tutti, BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, op. cit., p. 721 e ss. e BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, Harvard Law School Discussion Paper n. 986, dicembre 2018, di prossima pubblicazione in 119 *Columbia Law Review*, 2019.

[160] Sebbene il filone di letteratura dedicata specificamente ai profili di *governance* degli *index fund* sia estremamente recente (così espressamente STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners: Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego Law Review*, 2018, p. 815), i pochi che se ne sono occupati sinora hanno evidenziato, in maniera sostanzialmente conforme, come i temi "classici" degli investitori istituzionali si declinino in maniera parzialmente diversa e peculiare nel caso degli *index fund*: cfr., ad esempio, BEBCHUCK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems*, p. 95; COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I*, op. cit.; FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans of Wall Street*, op. cit., di prossima pubblicazione in *University of Pennsylvania Law Review*, 2019; STRAMPELLI., *op. ult. cit.*, p. 804; BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, op. cit.; BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit.

[161] Cfr. BEBCHUK, HIRST, *The Specter*, op. cit., p. 727-728, che evidenziano come negli Stati Uniti, nel decennio 2009-2018, l'importo complessivo degli investimenti netti del risparmio canalizzati verso fondi attivi ammonti a circa 200 miliardi di dollari, mentre quello in *index fund* a quasi di 3.500 miliardi (di cui più di 2.100 miliardi nei soli ETF). Secondo gli Autori, tale successo si deve, tra gli altri fattori, a una combinazione tra efficienza di costi, migliori ritorni netti (cioè dopo la ritenuta delle commissioni) e un regime fiscale più favorevole (in particolare per gli ETF, che anche per questo risultano la tipologia più utilizzata, in quanto il loro funzionamento evita che i *capital gain* derivanti dalle

Per quanto riguarda il comportamento adottato dai fondi passivi (*rectius* dei loro gestori) nella veste di *owner* delle società partecipate, si può osservare una duplice tendenza. Da un lato, gli *index fund* tendono ad esercitare il proprio diritto di voto, soprattutto nel caso in cui siano gestiti da gestori di grandi dimensioni (in termini di *asset under management* complessivi). Dall'altro lato, almeno secondo una parte degli studi empirici svolti sinora, nel far ciò assumono un atteggiamento fortemente "deferente" nei confronti del *management* in carica, sostenendone sistematicamente le proposte.

Le ragioni di ciò sono ascrivibili, in via di approssimazione, al fatto che il successo degli *index fund* rispetto ad altri strumenti di investimento del risparmio è fondato soprattutto sulla capacità di contenere i costi, tramite economie di scala. Ciò si ripercuote anche sulle dinamiche competitive tra operatori, che riflettono da vicino quelle di un mercato di *commodity*, in cui la discriminazione di prezzo rappresenta il vettore di scelta principale, se non assoluto, del cliente (l'investitore ultimo). Conseguentemente, i disincentivi verso qualsiasi attività di *stewardship* e di attivismo derivanti dai problemi di azione collettiva tipici degli investitori istituzionali in generale[162] risultano ulteriormente amplificati in questo caso. A ulteriore precisazione, si può notare che gli *index fund*, per definizione, investono in maniera estremamente più diversificata rispetto a qualsiasi altro tipo di fondo. Questo riduce ulteriormente l'utilità attesa di iniziative di *engagement* a livello di singoli emittenti, che verrebbe fortemente diluita nel contesto del valore dell'intero indice[163] e, dall'altro, amplifica le possibilità di *free riding* non solo da parte di altri fondi passivi, ma anche dei fondi attivi che si trovassero ad aver investito in quello specifico emittente[164]. Infine, l'offerta degli *index fund* tende, proprio per ragioni competitive[165], ad essere monopolizzata da un ristrettissimo numero di grandi gestori globali (per alcuni identificati nei c.d. "*Big Three*" o "*Giant Three*"[166], per

---

operazioni sulle azioni sottostanti si trasferiscano a fini fiscali sugli investitori dell'ETF: cfr. BRAUN, *From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism*, in 21 *New Political Economy*, 2016, p. 266). Analogamente, le quote di mercato degli *index fund* sono cresciute significativamente, anche se secondo un *pattern* meno rapido, anche in Europa: cfr. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 811-813 (che riporta in dettaglio i dati e le relative fonti).

[162] Si veda *supra*, in questi Capitolo e Sezione, paragrafo 2.2.

[163] Per comprendere facilmente questo effetto, è sufficiente pensare che poiché i gestori di fondi passivi compiono investimenti che "replicano" indici di mercato, le scelte di investimento – a differenza dei fondi *actively managed* – sono sostanzialmente speculari tra loro. Pertanto, qualsiasi incremento di valore ottenuto per effetto di iniziative a livello di singole società partecipate beneficerà in maniera pressoché uguale tutti i concorrenti, senza migliorare la *performance* relativa di chi l'ha implementata che, per contro, ne internalizzerà l'intero costo (cfr. sul punto BEBCHUCK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems*, op. cit., p. 98; nello stesso senso anche LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting,* in 43 *Journal of Corporation Law*, 2018, p. 500-501, che ciò nonostante identifica un ruolo importante degli investitori istituzionali nel ridurre i costi di agenzia nelle società partecipate).

[164] Cfr. BEBCHUCK, COHEN, HIRST, *loc. ult. cit.*

[165] Secondo BEBCHUCK, HIRST, *The Specter*, op. cit., p. 729-731, ci sono tre fattori strutturali che caratterizzano il mercato degli *index fund*: (a) la centralità delle economie di scala quale chiave del successo competitivo; (b) la liquidità dei fondi; (c) la capacità di adeguare velocemente l'offerta ad eventuali nuovi indici o panieri di azioni offerti dai *competitor*. Tutti e tre i fattori favoriscono, come evidenziato dagli Autori, il successo di *player* di grandi e grandissime dimensioni.

[166] In letteratura e nella stampa finanziaria, i tre gestori di attivi più importanti per dimensioni su scala globale (Blackrock, Vanguard e State Street Global Advisor) sono comunemente identificati anche con l'appellativo di "*Big*

altri in un più ampio numero di "*Twelve*"[167]). Pertanto, per ragioni fattuali ma di natura tendenzialmente strutturale e permanente, gli *index fund* risultano particolarmente vulnerabili al problema, visto in precedenza, del "*too big to be activist*" e, secondo alcuni autori, soffrirebbero di problemi di agenzia ancora più marcati di quelli che generalmente affliggono gli investitori istituzionali "attivi"[168].

Per contro, altri autori hanno evidenziato l'esistenza di incentivi di segno opposto, che dovrebbero (o potrebbero) spingere gli *index fund* verso una maggiore *stewardship*. Ciò sulla base di tre fondamentali ordini di considerazioni. In primo luogo, perché il fatto che le partecipazioni detenute dagli *index fund* abbiano natura virtualmente "perpetua" dovrebbe spingerli a monitorare le iniziative del *management* nell'ottica della protezione e creazione di valore nel lungo periodo[169]. In secondo luogo, per le crescenti pressioni reputazionali e regolamentari che i grandi gestori di fondi passivi subiscono verso un maggiore *engagement*. In terzo luogo, per il fatto che l'attività di *stewardship* può rappresentare il principale, se non unico, elemento di differenziazione in ottica competitiva per fondi altrimenti equiparabili a *commodities*.

Tali conclusioni trovano ancora scarso supporto nella prassi, sebbene i dati disponibili e gli studi empirici sull'argomento siano ancora pochi. Oltre al comportamento di voto "conservativo" che ancora si osserva nella maggior parte dei casi, è significativo il fatto che, tra le altre cose, le dimensioni del *budget* che i gestori di fondi "passivi" dedicano alle attività di *stewardship*, per quanto in crescita, non sia ancora lontanamente in grado di produrre alcun impatto sistemicamente significativo da tale attività.

Nel complesso, ciò che l'osservazione della realtà effettuale sembra evidenziare è che il comportamento dei fondi passivi tende a caratterizzarsi per una forte apatia razionale, tendenzialmente in termini ancora più marcati di quanto riscontrabile con riferimento ai fondi attivi, per le ragioni brevemente illustrate poc'anzi. Le poche iniziative di *stewardship* attualmente riscontrate sinora – e attribuibili quasi esclusivamente ai *Big Three* – si concentrino pressoché esclusivamente su questioni molto limitate, generalmente legate ai temi c.d. ESG (coerentemente con il carattere perpetuo della loro posizione di investimento), mentre molto raramente intervengano in merito alle strategie di *business* degli emittenti[170].

Three". Secondo lo studio recentemente condotto da BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, op. cit., p. 721 e ss., negli ultimi vent'anni essi hanno aumentato la propria partecipazione complessiva nelle società del S&P500 dal 5,2% nel 1998 al 20,5% nel 2017 e ritengono che, ragionevolmente, raggiungeranno in pari tempo la quota del 41% entro due decadi.

[167] Così COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, & Business Discussion Paper n. 1001/2019, settembre 2018, reperibile online su http://www.law.harvard.edu/programs/olin-center/papers/pdf/Coates_1001.p

[168] Così BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems*, op. cit., p. 95.

[169] In questo senso, ad esempio, MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 giugno 2015, https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/24/getting-to-know-you-the-case-for-significant-shareholder-engagement/.

[170] Ciò è riportato da alcuni degli stessi commentatori che si mostrano "ottimisti" sulle potenzialità di *stewardship* dei fondi passivi: cfr. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 825; SCHMIDT, FAHLENBRACH, *Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value?,* in 124 *Journal of Financial Economics*, 2017, p. 300 (con particolare riferimento alla scarsa tendenza all'attività di monitoraggio nel caso

3.4. L'attivismo azionario. *Hedge fund* e fondi di *private equity*

Il fenomeno dell'attivismo degli investitori professionali (c.d. *shareholder activism*) rappresenta probabilmente il fenomeno che più ha caratterizzato l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali negli ultimi vent'anni[171]. Pur con un certo ritardo, tale fenomeno sta assumendo in tempi più recenti un rilievo importante anche nei mercati dell'Europa continentale e in Italia, meta storicamente poco ambita dagli investitori esteri in generale e soprattutto dai fondi attivisti[172].

---

di operazioni di M&A che coinvolgano la società).

[171] Il ruolo dei fondi attivisti nella *corporate governance* delle società quotate è cresciuto sensibilmente negli ultimi quindici anni, di pari passo con le dinamiche del mercato, che al contempo hanno visto progressivamente il declino delle battaglie per il controllo societario quale strumento di pressione sulle performance del *management*. Alla base di tale dinamica vi è, in sostanza, l'idea ben espressa da Cary Davis, *managing director* del fondo di *private equity* Warburg Pincus, che «*[t]he private equity model is also premised on the idea that everyone needs a boss, including the CEOs of public companies*» (cfr. JENSEN ET AL., *Morgan Stanley Roundtable on Private Equity and Its Import for Public Companies*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 2006, p. 24): la minaccia di acquisizioni ostili si è nel tempo dimostrata insufficiente, anche negli Stati Uniti, e l'assenza di un agente disciplinante della gestione del *management*, a tutela degli azionisti, è stato progressivamente ricoperto da un particolare gruppo di soggetti investitori, che più degli altri godono di forti incentivi ad intervenire. Tale declino nel ricorso al *market for corporate control*, rispetto alla ben più florida stagione degli anni 80 e 90, è senz'altro tangibile con riferimento al contesto statunitense ed è stato ricostruito quale effetto di un'eccessiva tolleranza da parte delle Corti americane verso meccanismi anti-scalata quali le c.d. *poison pill* e da una tendenza del legislatore a favorire la protezione del *management* in carica, probabilmente anche quale esito di pressioni politiche, esemplificata ad esempio dal Williams Act (risalente già al 1968, invero), che impone agli offerenti di rendere note in anticipo al mercato i propri piani strategici in relazione all'acquisizione (cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 241, 244 e ss.).

[172] Per una panoramica dei principali mercati europei, cfr., ad esempio, SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, *Activist Investing in Europe 2018*, disponibile online su https://www.skadden.com/insights/publications; FANCELLO ET AL., *La presenza degli investitori istituzionali*, op. cit.

Con riferimento specifico al contesto italiano, i dati presentati devono essere interpretati con il dovuto equilibrio, stante la dimensione ancora limitata del *dataset* riguardante le campagne attiviste. Secondo l'analisi elaborata ogni anno dalla banca di investimento Lazard, a livello globale le iniziative attiviste sono cresciute di circa il 20% nel 2018 rispetto all'anno precedente (131 rispetto a 109 complessive), con un incremento di 10 punti percentuali anche nell'incidenza di nuovi soggetti *target* (c.d. "*first timers*") (cfr. LAZARD SHAREHOLDERS' ADVISORY GROUP, *2018 Review of Shareholder Activism*, gennaio 2019, p. 6). Sebbene il numero delle campagne che hanno interessato società italiane sia ancora molto basso (soltanto otto nel 2018) il trend osservato nell'arco degli ultimi sei anni è senz'altro significativamente crescente (cfr. il report SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, *Activist Investing in Europe 2018*, disponibile online su https://www.skadden.com/insights/publications, p. 27). È inoltre senza dubbio significativo che una delle campagne menzionate nei report sopra citati (Telecom Italia) si posizioni all'undicesimo posto (per valore di capitalizzazione) tra le iniziative più significative a livello globale del 2018. Inoltre, la presenza dinamica sul mercato italiano, riscontrata in particolare negli ultimi anni, del fondo Elliott, largamente il più attivo a livello globale in termini sia di numero sia di valore delle campagne, è un elemento che potrebbe prospettare una crescita progressiva del fenomeno negli anni a venire. A prescindere da un approccio marcatamente "contabile" al fenomeno, è indubbio che il fenomeno dell'attivismo abbia acquistato rilevanza in Italia nell'ultimo decennio, non senza un'accoglienza anche critica, come testimoniato da una crescente attenzione della stampa finanziaria e anche da alcuni recenti articoli specialistici (cfr., ad esempio, CACIOLLI, *L'attivismo societario: minaccia o opportunità?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2019, p. 699 e ss., che svolge una rassegna commentata di alcune delle più importanti campagne attiviste più recenti). In questo senso, il momento macro-economico generale dell'economia italiana e le contingenze economico-finanziarie specifiche rendono alcuni settori dell'imprenditoria (ad esempio, quello delle telecomunicazioni e quello bancario)

Sebbene probabilmente non esista una definizione unanimemente condivisa, nella letteratura in materia di *corporate governance*[173] il termine attivismo generalmente individua quell'insieme eterogeneo di iniziative mediante le quali gli azionisti si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata, tramite l'esercizio delle prerogative a loro attribuite *uti socii*, al fine di modificarne le regole di *governance*, riorganizzarne gli assetti partecipativi o adottare nuove strategie imprenditoriali[174]. Si parla dunque frequentemente di "attivismo", più che di "attivisti", poiché la

---

particolarmente attrattivi all'attivismo («*[t]he ownership structure of several Italian banks is fragmented and there is the possibility for activist investors to play an important role in asking managements to implement value-constructive initiatives*»: questa l'analisi del responsabile del settore *corporate governance* di Amber Capital, riportata in SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, *op. ult. cit.*, p. 26).

[173] È ben nutrita la letteratura di studi, specie di autori statunitensi, sul tema dell'attivismo. Tra i molti lavori autorevoli si possono citare: ROMANO, Le*ss is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale Journal on Regulation*, 2001, p. 174 e ss.; KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *Journal of Finance*, 2008, p. 187 e ss.; KAHAN, ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, p. 1021 e ss.; BRAV ET AL., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *Journal of Finance*, 2008, p. 1729 e ss.; CLIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *Journal of Corporate Finance*, 2008, p. 323 e ss.; GREENWOOD, SCHOR, *Investor Activism and Takeovers*, in 92 *Journal of Financial Economics*, 2009, p. 362 e ss.; BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, in 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, p. 1375 e ss.; STRINE JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face*, op. cit., p. 1 e ss.; NILI, *Missing the Forest for the Trees*, op. cit., p. 157 e ss.; BEBCHUK, BRAV, JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Columbia Law Review*, 2015, p. 1085 e ss.; KASTIEL, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, in 2016 *Columbia Business Law Review*, 2016, p. 60 e ss.; BECHT ET AL., *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, in ECGI Finance Working Paper n. 402/2014, maggio 2017; STRINE JR., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in 126 *Yale Law Journal*, 2017, p. 1870 e ss.; MACEY, *Their Bark Is Bigger than Their Bite: An Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in 126 *The Yale Law Journal Forum*, 26 aprile 2017, p. 526 e ss.; HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 971 e ss.; BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, ECGI Finance Working Paper n. 604/2019, maggio 2019.

Con l'eccezione di alcuni lavori "pionieristici" più risalenti (tra cui, ad esempio, VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa Società*, 1998, p. 363 e ss.; ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna di studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 592 e ss.; ID., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 680 e ss.) il tema ha cominciato ad essere affrontato anche in Italia da alcuni autori: ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 493 e ss.; EREDE, SANDRELLI, *L'attivismo dei soci*, op. cit.; MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 118 e ss.; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 202 e ss.; EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR*, 2013, p. 328 e ss.; GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 754 e ss.; MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 957 e ss.; MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Atti del convegno, Università Europea di Roma, 13 dicembre 2013, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015; GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 409 e ss.; SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 186 e ss.; STRAMPELLI, Engagement, op. cit.; CACIOLLI, *L'attivismo societario*, op. cit., 2019, p. 699 e ss.

[174] Si veda, per tutti, BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, v. 3, New York, 1998, p. 459, ripreso da EREDE, SANDRELLI, *Attivismo*

propensione all'attivismo rappresenta un carattere potenzialmente trasversale a tutte le tipologie di investitori professionali[175]. Tuttavia, per ragioni contingenti e specifiche, in parte già affrontate nel paragrafo precedente, tale propensione non si osserva in maniera omogenea nelle diverse categorie di investitori professionali e, in alcuni casi, si trova addirittura distribuito in modo disomogeneo all'interno di una medesima categoria.

In concreto esistono alcune tipologie di operatori che manifestano una peculiare propensione strutturale verso l'attivismo e che, per questa ragione, vengono convenzionalmente identificati come "attivisti": ci si riferisce, segnatamente, agli *hedge fund* e ai fondi di *private equity*[176].

Si tratta, in entrambi casi, di soggetti altamente specializzati, soggetti a una regolamentazione meno stringente[177], che gestiscono ingenti patrimoni per conto di investitori qualificati, tramite strategie di investimento tendenzialmente poco diversificate[178] e volte alla valorizzazione della partecipazione nei singoli emittenti attraverso il cambiamento (che può riguardare, ad esempio, la *governance*, la struttura patrimoniale o finanziaria, oppure la strategia di *business*). Contrariamente

---

dei soci, op. cit., p. 934. Tali obiettivi possono in concreto essere perseguiti con modalità anche significativamente diverse a seconda dei casi, in dipendenza di uno svariato numero di circostanze fattuali, riguardanti sia gli attivisti (tipologia di investitore, dimensione della partecipazione detenuta, etc.) sia la società partecipata (assetti proprietari, situazione economico-finanziaria, concentrazione dell'azionariato di minoranza, etc.), ma anche delle norme che disciplinano i diritti degli azionisti nei diversi ordinamenti.

[175] Cfr. EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci*, op. cit., p. 933 e ss., i quali offrono solide argomentazioni per ritenere che l'attivismo costituisca un predicato comune tanto degli investitori istituzionali (in senso proprio) quando dei soggetti tradizionalmente identificati come attivisti (cioè gli *hedge fund*), dovendosi dunque rifuggire dalla tentazione di una ricostruzione del fenomeno in termini di contrapposizione tra attivismo «appropriato» e «inappropriato» (in questo senso criticando l'uso di tale contrapposizione da parte della Commissione Europea nel *Libro verde*, op. cit.). Nello stesso senso, in una prospettiva trasversale e transnazionale, NILI, *Missing the Forest*, op. cit., p. 159 e ss., spec. p. 171-200.

[176] Sebbene sussistano importanti differenze nel modo di operare di queste due sotto-categorie, esse sono di fatto accomunate, per ragioni in parte analoghe e in parte diverse, proprio da una significativa propensione all'attivismo, che, *inter alia*, ne giustifica la trattazione congiunta ai fini di cui al presente lavoro. Inoltre, come osservato da MACEY, *Corporate Governance*, p. 243-251, la linea di demarcazione tra le due categorie tende progressivamente a sfumare (nello stesso senso argomenta anche BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, op. cit., p. 1382). A onor del vero essa è senz'altro più netta, almeno in termini assoluti, negli ordinamenti, quale quello italiano, in cui le operazioni di "*going private*" dei fondi di *private equity* sul mercato degli emittenti quotati sono tutto sommato poco frequenti, anche in considerazione dagli ostacoli posti dall'ordinamento, che in pratica richiedono a tal fine una partecipazione pressoché totalitaria, segnale della scelta dell'ordinamento a favore della società "aperta" (cfr. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, op. cit., come rimarcato nel commento di SPOLIDORO, *«Principi e problemi» delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 181).

[177] Cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 243-244, che evidenzia la regolamentazione significativamente più lasca degli *hedge fund* (ad esempio, in termini di limiti al ricorso alla leva finanziaria, possibilità di operare vendite allo scoperto, obblighi di trasparenza), rispetto ai *mutual fund* e in che modo questo possa facilitare l'attivismo. Considerazioni analoghe sono svolte da KAHAN-ROCK, *Hedge Funds*, op. cit., p. 1062-1064 e GIBSON, *Is Hedge Fund Regulation Necessary*, in 73 *Temple Law Review*, 2000, p. 681 e ss. (che tuttavia evidenzia la necessità di una regolamentazione più stringente per gli *hedge fund*).

[178] Sebbene tale diversificazione si atteggi in termini, soprattutto quantitativi, diversi nel caso di fondi di *private equity* ed *hedge fund*, si può concordare in termini generali sul fatto che tali soggetti abbiano un portafoglio di investimenti molto più concentrato e meno differenziato degli altri investitori professionali (cfr. MACEY, *op. ult. cit.*, p. 256).

agli investitori istituzionali[179], infatti, essi tendono ad acquistare partecipazioni significative[180], che consentano di esercitare – in connessione con strumenti di persuasione di altro tipo[181] – un'influenza sufficiente a persuadere il *management* dell'opportunità di adottare, in tutto o in parte, i cambiamenti ritenuti necessari per migliorare la *performance* dell'emittente. La minore diversificazione riduce la liquidità dell'investimento, accresce il ruolo potenzialmente "pivotale" della partecipazione e riduce i fenomeni di *free riding*[182], così rimuovendo nel complesso gli incentivi razionali

---

[179] Cfr. *supra*, paragrafo 2.2.

[180] In generale, le partecipazioni detenute dagli *hedge fund* tendono a non attestarsi oltre il 5-10% del capitale della *target*, in quanto tali soglie sono sufficienti per consentire loro di esercitare in maniera effettiva tutti i diritti riconosciuti alle minoranze. In questo senso, CREMERS, MASCONALE, SEPE, *Activist Hedge Funds and the Corporation*, in 94 *Washington University Law Review*, 2016, p. 319: «*[m]ost activists, however, do not aim at accumulating large blocks of a target's stock, as smaller stakes (usually at around 5 to 10 percent) may be enough to wage an effective proxy contest for director elections, especially if an activist can count on the support of institutional investors, as has frequently been the case*». D'altro canto, le partecipazioni dei fondi di *private equity* tendono ad essere generalmente più significative e spesso a superare la soglia di maggioranza relativa (per una disamina più dettagliata, si veda *infra*, nota 183).

[181] In aggiunta alle facoltà strettamente esercitabili in virtù del possesso di una partecipazione rilevante, *in primis* quella di poter promuovere (o anche solo minacciare) una *proxy fight* con l'intento dichiarato di rimuovere il *board* in carica, gli attivisti si servono di uno strumentario variegato di iniziative volte nel complesso a porre pressione nei confronti del *management*, al fine di negoziare alcune concessioni. Tra queste, una delle prassi più frequenti negli Stati Uniti consiste nella divulgazione pubblica di lettere fortemente critiche nei confronti dell'operato del *management* e, talvolta, dei suoi componenti personalmente (un caso emblematico dei toni anche aspri che tali comunicazioni possono contenere, è rappresentato dalla lettera inviata dal fondo Carl Icahn al board della Time Warner, disponibile in versione integrale online al sito http://money.cnn.com/2005/10/11/news/ fortune500/icahn_letter/index.htm). Tali iniziative possono sortire l'effetto desiderato dagli attivisti laddove il *management* in carica ritenga che convenga evitare la pubblicità negativa che potrebbe derivarne, anche a fronte di alcune concessioni (cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 254: «*[m]anagement frequently will make changes in order to avoid deeper and more prolonged confrontations with investors, as well as the risk of a renewed hostile takeover bid*»). Evidentemente, l'efficacia di tale strumento è correlata al grado di reattività dell'opinione pubblica e della comunità finanziaria a questo tipo di sollecitazioni e della forza con cui ciò si riflette sugli andamenti di mercato (cfr. DYCK, ZINGALES, *Private Benefits of Control*, op. cit., p. 590, che evidenziano come la pressione dei media rappresenti uno dei fattori dominanti nella riduzione dei benefici privati del controllo e nel miglioramento della *corporate governance*; ID., *The bubble and the media*, in *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, a cura di Cornelius e Kogut, Oxford, 2003, p. 83 e ss., che discute gli incentivi della stampa a divulgare le pratiche di «*bad corporate law*»). Per contro, un significativo utilizzo di tale strumento non consta sinora nella prassi italiana (il che risulterebbe coerente con i dati riguardanti il nostro Paese riportati da ID., *Private Benefits of Control*, op. cit., p. 580, che riscontrano una scarsa "*newspaper circulation*" e un elevato valore di benefici privati del controllo), se non con ricorrenza soltanto episodica: a titolo meramente esemplificativo, si possono ricordare l'iniziativa del fondo Algebris con riferimento ad Assicurazioni Generali nel 2007 e nel 2008 (cfr. FRANCESCHI, *Generali, offensiva del fondo Algebris su Rcs e Telecom*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2008), oppure quella più recente del fondo Bluebell su Mediobanca, risalente al giugno 2020 (cfr. FILIPPETTI, *I magnifici cinque di BlueBell, gli attivisti discreti di Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 luglio 2020).

[182] Si è visto come, nel caso degli investitori istituzionali, il fatto che essi competano sostanzialmente in termini di *performance* relative (si veda *supra*, nota 121) produce un disincentivo razionale all'attivismo anche nei casi in cui il costo dell'informazione (c_i) di per sé non superi il valore del beneficio atteso dell'attivismo (b_i), ponderato per il valore della partecipazione (w_i), cioè quando $c_i < b_i w_i$ (la simbologia e l'argomentazione sono coerenti con il *framework* costruito da ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investors Voting*, op. cit., p. 12). Per contro, in questi termini, ci sono almeno due ragioni che rendono razionale la scelta dell'attivismo per gli *hedge fund*. In primo luogo, la loro strategia di fatto preclude la possibilità di una compresenza di due o più fondi nel capitale della medesima società, poiché la

all'apatia. Al tempo stesso permette agli attivisti di investire in maniera efficiente in analisi finanziarie e di *business* sofisticate e specifiche per ciascuna società partecipata.

L'obiettivo principale degli attivisti consiste nell'estrazione o nella creazione di valore (ulteriore) nella società partecipata[183], tramite l'implementazione di cambiamenti rapidi ed incisivi e la successiva valorizzazione della partecipazione una volta manifestatisi gli effetti positivi delle proprie iniziative[184]. Tradizionalmente, le iniziative sostenute dagli attivisti si sono concentrate sul

---

presenza di un primo *hedge fund* nell'azionariato riduce pressoché a zero le *chance* per un secondo fondo di riuscire ad estrarre valore con la medesima strategia. Ciò al netto di fenomeni di c.d. *wolf-pack activism*, che tra l'altro non necessariamente coinvolge più *hedge fund* (cfr. BRAV, DASGUPTA, MATHEWS, *Wolf Pack Activism*, ECGI Finance Working Paper n. 501/2017, luglio 2019, p. 2-3; *contra* però COFFEE JR., PALIA, T*he Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in 41 *The Journal of Corporation Law*, 2016, p. 568, che ritiene che la collaborazione di investitori istituzionali stia al di fuori del "branco", composto dunque soltanto dai soggetti attivisti), in cui comunque la collaborazione tra attivisti impone di considerare il gruppo, per lo meno ai presenti fini, come un *unicum*. Tale aspetto, anche assumendo ragionevolmente che anche gli *hedge fund* competano in termini di *performance* relative, già di per sé riduce significativamente i costi del *free riding* degli altri azionisti, dal momento che questi ultimi non competono propriamente nel medesimo mercato (la diversità nel modello di *business* e le norme regolamentari fanno sì che la clientela degli *hedge fund* sia tendenzialmente diversa da quella degli altri investitori istituzionali). In secondo luogo, la partecipazione degli *hedge fund* nel singolo emittente è significativamente maggiore di quello degli altri investitori istituzionali, il che incrementa il beneficio atteso dell'attivismo ($h_i w_i$).

[183] Sul punto si veda la distinzione fatta da MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 242, secondo il quale una delle differenze tra i fondi di *private equity* e gli *hedge fund* è che i primi mirano a «creare» valore, mentre i secondi a «trovare» valore: «*[h]edge funds find value by identifying pre-existing value inherent in market efficiencies and pricing anomalies […] [they] often utilize sophisticated computer models to determine whether particular assets (like real estate, oil, individual stock, or currency) are over or underpriced relative to other assets. The hedge fund will buy the underpriced asset and/or sell the overpriced asset until the traditional pricing relationship is restored*»; per contro, i fondi di *private equity* tendono ad investire in partecipazioni di maggiori dimensioni (spesso anche di maggioranza, o comunque sufficienti per consentire il *delisting* temporaneo della società per il tempo necessario a ristrutturarne l'organizzazione, la *governance* e la strategia, tendenzialmente anche tramite la cooperazione con parte del *management* precedente. Una volta che tale processo è completato, «*the private equity firm then "unlocks the value" of the investment by selling the company in a public or private offering for a much higher price than its initial investment*». Per un'analisi empirica approfondita delle differenze, soprattutto in termini di effetti, tra l'attivismo degli *hedge fund* e quello delle altre tipologie di *private investor* (inclusi i fondi di *private equity*), si veda KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism*, op. cit., p. 187 e ss.

[184] È noto l'ampio dibattito nella letteratura gius-economica, negli Stati Uniti ma non solo, in merito agli effetti dell'attivismo degli investitori, con riferimento agli effetti sia sulla *performance* delle società quotate sia sul funzionamento del sistema economico più in generale. Pochi dubbi sussistono circa il fatto che le iniziative attiviste determinino un qualche effetto positivo, in termini di apprezzamento del valore azionario della società bersaglio, per lo meno nel periodo immediatamente successivo all'annuncio delle stesse o anche, più semplicemente, alla notizia dell'acquisto di una partecipazione rilevante (cfr., ad esempio, le evidenze riscontrate da BECHT, FRANKS, GRANT, *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Finance Working Paper n. 283/2010, 2010, p. 3 e ss., con riferimento a un periodo medio di detenzione della partecipazione di poco più di 2 anni; risultati sostanzialmente conformi mostrano anche BRAV ET AL., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance*, op. cit., p. 1729 e ss.; KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism*, op. cit., p. 187 e ss.). Per contro, un vivace dibattito anima da tempo la letteratura gius-economica, specie negli Stati Uniti, in merito alla capacità degli attivisti di apportare valore alle società partecipate nel lungo periodo. Secondo una prima corrente di pensiero, gli effetti positivi di breve periodo sarebbero più che compensati da una *performance* negativa nel lungo periodo (cfr., ad esempio, BRATTON, WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, op. cit., p. 653–54, 657–59; LIPTON, ROSENBLUM, *A New System of Corporate Governance*, op. cit., p. 187-88, 203, 210-12;

miglioramento delle regole *corporate governance*, soprattutto nel senso di rafforzare i poteri degli azionisti ed aumentare i controlli sul *management* (c.d. *corporate governance activism*) e/o sull'implementazione immediata di operazioni di riorganizzazione delle partecipazioni e degli *asset* aziendali (*e.g.* la vendita di *asset* di valore specie se non funzionali al *core business*) (c.d. *corporate control activism*)[185]. Nel complesso, tali tipologie di intervento determinano un effetto "disciplinante"[186] nei confronti del *management*, contrastandone l'estrazione di benefici privati e stimolandone l'efficienza, laddove tale effetto difficilmente può essere ottenuto dagli altri azionisti di minoranza.

Più di recente, si osserva un crescente interesse degli attivisti verso iniziative volte ad operare cambiamenti anche nella strategia imprenditoriale della società, e quindi in un orizzonte temporale più ampio, tramite una più stretta collaborazione-supervisione con il *management* della stessa[187]. Tale tendenza è favorita dal crescente interesse da parte degli investitori istituzionali verso una qualche forma di *engagement* orientata al lungo periodo e, al tempo stesso, rappresenta la

---

FOX, LORSCH, *What Good Are Shareholders?*, in *Harvard Business Review*, luglio 2012, reperibile online su https://hbr.org/2012/07/what- good-are-shareholders; STRINE JR., *One Fundamental*, op. cit., p. 7-9, 26). Tale posizione, tuttavia, non trova riscontri univoci nell'analisi dei dati economico-finanziari (come evidenziato, tra tutti, da BEBCHUK, BRAV, JIANG, *The Long-Term Effects*, op. cit., p. 1120 e ss., che, al contrario, offrono convincenti evidenze empiriche di come le iniziative attiviste determinino risultati positivi anche nel lungo periodo, o per lo meno tali da non compensare – o superare – lo shock positivo iniziale).

[185] Cfr. ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 382.

[186] Così, ad esempio, MURRAY, "*Hedge Funds Are the New Sheriffs of the Boardroom*", su *Wall Street Journal,* 14 dicembre 2005, che definisce gli attivisti quali «*sheriffs of the boardroom*». La presenza di un significativo numero di fondi attivisti sul mercato svolge anche un effetto disciplinante *indiretto*, nei confronti di quelle società quotate, invero la maggioranza, nelle quali essi non detengono alcuna partecipazione in un dato momento. In tali emittenti, gli amministratori che non desiderino diventare bersagli di iniziative attiviste sono disponibili ad implementare "spontaneamente" cambiamenti, nella *governance* ma non solo, che possano incontrare il favore degli attivisti e degli investitori istituzionali che potrebbero supportare questi ultimi. Sul punto si vedano, ad esempio, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 250, e HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 984-985. Alla base vi è un timore reputazionale non dissimile da quello illustrato *supra*, in nota 181.

[187] Alcuni recenti contributi rilevano una tendenza crescente in tal senso negli Stati Uniti: cfr., ad esempio, HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 987 e ss., 996 e ss.; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards": the Rise of "Super Directors" and the case for a Board Suite*, in 2017 *Wisconsin Law Review*, 2017, p. 32, ove si fa riferimento alla prassi degli attivisti di redigere e pubblicare i c.d. "*white paper*", ovverosia documenti nei quali vengono illustrate le riforme proposte riguardanti gestione, l'operatività, la struttura del capitale e la strategia imprenditoriale della *target* (sul punto anche LIPTON ET AL., *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 giugno 2015, https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/02/dealing-with-activist-hedge-funds-4/); ma già in precedenza HIRST, *The Evolving Direction and Increasing Influence of Shareholder Activism*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23 dicembre 2013, https://corpgov.law.harvard.edu/2013/12/23/the-evolving-direction-and-increasing-influence-of-shareholder-activism/); SULLIVAN & CROMWELL, *Review and Analysis of 2018 U.S. Shareholder Activism*, 14 marzo 2019, https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-SandC-MnA-2018-US-Shareholder-Activism-Analysis.pdf, p. 23. L'esistenza di un *trend* verso l'espansione dell'ambito delle iniziative attiviste è altresì testimoniata in qualche modo anche dal report PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 7, che evidenzia come il 45% degli investitori istituzionali intervistati (una percentuale di minoranza ma senz'altro molto significativa) ritenga complessivamente "appropriato" che i dialoghi tra amministratori e azionisti abbiano ad oggetto anche temi specifici legati alla conduzione del *business* quali la strategia della società, le scelte di impiego delle risorse aziendali (distribuzione di dividendi, acquisto di azioni proprie, etc.) nonché in materia di *capital* and *operational expenditure*.

chiave della collaborazione tra attivisti e investitori istituzionali[188].

Le modalità con cui le iniziative attiviste si manifestano nella prassi sono molteplici[189] e tendenzialmente variano in base alla filosofia strategica di ciascun singolo fondo[190], alle caratteristiche e alla situazione contingente dell'emittente (sotto il profilo degli assetti proprietari ma non solo)[191], nonché alle regole giuridiche dell'ordinamento e del mercato cui appartiene la *target*[192]. Da un lato, tali iniziative possono essere mirate a ottenere un cambiamento *in via diretta*, cioè senza

---

[188] Così HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 987-989, secondo i quali sia i fondi attivisti sia gli investitori istituzionali (in particolare i *money manager*) «*increasingly focus their engagement on business matters*» ma i secondi, a differenza dei primi, «*lack incentives that are sufficiently strong to formulate complicated business plans for portfolio companies and their staff devoted to engagements are perhaps not savvy in strategic business planning*». Tuttavia, i fondi attivisti non detengono generalmente una partecipazione sufficiente per vincere le campagne da soli e devono dunque contare sull'appoggio di azionisti esterni, spesso degli investitori istituzionali (ciò è vero anche in molti dei casi in cui gli attivisti sono organizzati in "branco" (cfr. COFFEE JR., PALIA, *The Wolf at the Door*, op. cit., p. 568). Dall'altro lato, l'apatia razionale di questi ultimi – che altrimenti li spingerebbe ad astenersi del tutto dal voto – può essere superata soltanto laddove, oltre a non richiedere di prendere l'iniziativa della campagna, gli obiettivi degli attivisti siano in linea con la visione degli investitori istituzionali che, generalmente ma specialmente in tempi più recenti, tende ad essere orientata a obiettivi di lungo periodo. Questo *trend* trova ulteriori conferme negli sviluppi più recenti. Da un lato, nelle dichiarazioni pubbliche di alcuni dei principali investitori istituzionali (cfr., ad esempio, la lettera annuale inviata da Larry Fink, *managing director* di BlackRock ai CEO delle società in portafoglio nel gennaio 2019, disponibile online su https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter), che segnalano l'intenzione di voler partecipare più attivamente alla *governance* delle società partecipate. Dall'altro lato, nella recente diffusione della prassi delle c.d. "*request for activism*" da parte dei grandi investitori istituzionali (cfr. MORAN, *Ten Strategic Building Blocks for Shareholder Activism Preparedness*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 20 dicembre 2016, https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/20/ten-strategic-building-blocks-for-shareholder-activism-preparedness/), mediante le quali essi segnalano agli attivisti la disponibilità a sostenere un'eventuale campagna attivista.

[189] Tra le modalità di intervento più frequenti nelle campagne attiviste rientrano (anche in combinazione tra loro), senza pretesa di esaustività: la modifica dei componenti del *board*, il veto a una particolare operazione straordinaria, la vendita della società *target* stessa o di parte dei propri *asset* o di alcune partecipate, il pagamento di dividendi (anche straordinari) agli azionisti, l'acquisto di azioni proprie dagli azionisti (c.d. *share buy-back*), la modifica di regole di *corporate governance*, la sostituzione del CEO, il taglio degli emolumenti e più in generale dei compensi degli amministratori e del *senior management.* Per una rassegna, cfr. ad esempio KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism*, op. cit., p. 212 (tabella VI).

[190] Ad esempio, per quanto riguarda il ricorso ai c.d. *settlement agreement* come strumento per ottenere concessioni da parte del *management*, i dati raccolti da un recente studio (BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, op. cit., p. 51) mostrano chiaramente una significativa dispersione statistica nella popolazione costituita dai principali fondi attivisti (osservata negli Stati Uniti nel periodo 2000-2013): in particolare, si passa da un tasso di incidenza (sul numero complessivo di campagne) minimo del 11% ad un massimo del 63%.

[191] In questo senso, ad esempio, NILI, *Missing the Forest*, op. cit., p. 165; nonché, con riferimento ad aspetti più specifici, KASTIEL, *Against All Odds*, op. cit., p. 60 e ss. (che sottolinea il diverso modo di atteggiarsi dell'attivismo in presenza di soci di controllo nell'azionariato), ed EREDE, *Governing Corporations*, op. cit., spec. 346-356 (con specifico riferimento ai fenomeni di attivismo negli ordinamenti a proprietà concentrata, in particolare Germania e Italia).

[192] Si veda la classificazione degli esiti più frequenti delle iniziative attiviste sul mercato americano fatta da KLEIN, ZUR, *Enterpreneurial Shareholder Activism*, op. cit., p. 212, tabella VI. Gli Autori evidenziano altresì come la ricorrenza dei diversi obiettivi vari, a volte anche in maniera significativa, ove si consideri l'attivismo degli *hedge fund* in confronto a quello dei fondi di *private equity*. Ad esempio, questi ultimi tendono molto più frequentemente ad ottenere un cambio di rotta nella strategia imprenditoriale della *target* rispetto ai primi (precisamente nel 70%, contro il 48%, dei casi).

necessità di collaborazione da parte del *board* in carica[193]. Dall'altro lato, ciò che accade nella maggioranza dei casi è che i cambiamenti desiderati dagli attivisti vengano ottenuti *in via mediata*, cioè su concessione del *board* in carica, che acconsente altresì a che il fondo possa integrare il *board* con alcuni amministratori "fedeli", il cui compito è quello di monitorare la successiva fase di implementazione e, più in generale, l'operato del *management*[194].

A livello generale, ma soprattutto nei casi del secondo tipo, si può notare come qualsiasi strategia attivista si fondi sostanzialmente sulla capacità di processare ed analizzare le informazioni in maniera più efficiente di quanto siano in grado di fare la società *target*, gli altri investitori e il mercato, con l'obiettivo di elaborare soluzioni in grado di "battere il mercato" e migliorare le *performance* dell'emittente. In particolare, il vantaggio competitivo di cui gli attivisti possono godere si fonda sulla combinazione di due fattori fondamentali. In primo luogo, sulla capacità dei fondi attivisti di offrire un'attività di "*back-office*" altamente sofisticato (consistente nell'attività di analisti ed esperti di cui dispone) a servizio degli amministratori dagli stessi designati nel *board* della società partecipata[195]. In secondo luogo, sulla possibilità che gli attivisti abbiano accesso, su base riservata, ad informazioni non pubbliche riguardanti l'emittente.

Sebbene le campagne attiviste si fondino sempre su di una strategia predefinita, almeno in termini di massima[196], gli attivisti soffrono comunque un forte svantaggio informativo rispetto agli

---

[193] Principalmente, vi rientra il caso in cui il fondo attivista riesca ad ottenere la nomina di una nuova maggioranza di membri del *board* in sede di voto degli azionisti, tramite il ricorso a *proxy advisor* o mediante intese con gli altri investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria. Questo tipo di situazione è quella a cui tutti i fondi attivisti aspirano, tuttavia non è facilmente percorribile in concreto, perché le quote di partecipazione dei fondi attivisti tendono ad essere troppo ridotte, specie dove la proprietà sia concentrata e la collaborazione degli investitori istituzionali è tutt'altro che scontata.

[194] Le campagne attiviste tendono quindi a strutturarsi in due fasi fondamentali: una prima fase "negoziale" (in cui spesso il ricorso alla *proxy fight* è soltanto minacciato) e una seconda fase di implementazione e monitoraggio veri e propri delle proposte riguardanti l'emittente (cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 994-995: «*activist directors are appointed to ensure that management complies with the activist's demands that cannot be specified in contract*»). Nel mezzo, in molti casi – almeno nella prassi statunitense – vi è la firma di un *settlement agreement*, cioè un accordo natura transattiva, mediante il quale i fondi proponenti acconsentono a una sospensione della campagna in atto e si impegnano a non intraprenderne di nuove in un breve arco di tempo (generalmente una o due stagioni assembleari), in cambio di alcune concessioni da parte del *management*, tra cui solitamente l'integrazione della composizione del *board* (cfr. BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, op. cit., spec. 19-23, che mostrano le ragioni della preferenza per i c.d. *board settlement*).

[195] E' ciò che consente di rendere più incisiva la capacità sia di monitoraggio sia di sviluppo di strategie di *business* da parte degli amministratori designati dagli attivisti, e di "guidare" il *board* della società partecipata verso le iniziative desiderate (cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 996-997).

[196] Si fa riferimento alle regole che in generale impongono ai soggetti che acquistino una partecipazione superiore a una determinata soglia, l'obbligo di comunicare all'emittente e/o al pubblico le finalità dell'acquisizione di tale partecipazione significativa (anche identificate, in gergo, come "anti-scorrerie). Una simile disciplina è stata di recente introdotta anche nel nostro ordinamento, con l'aggiunta del nuovo comma 4-*bis* all'art. 120 del TUF (per una prima disamina si veda SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti scorrerie"*, op. cit., p. 186 e ss.), ma era già conosciuta nell'esperienza di altri ordinamenti, quali Stati Uniti, Francia e, più di recente, Germania. Per una panoramica sul tema negli ordinamenti europei, si veda VEIL (a cura di), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2017, p. 424-427. Negli Stati Uniti una simile previsione risale al Williams Act del 1968 (15 U.S.C. § 78), che impone l'obbligo di indicare «*the purpose or purposes of the acquisition of securities of the issuer […] any plans or proposals*» (cfr. 17 C.F.R. § 240.13d-

insider, fintanto che possono contare soltanto su informazioni pubblicamente disponibili. L'efficace esecuzione delle strategie attiviste richiede quindi, specialmente là dove l'obiettivo sia quello di incidere anche sulla strategia imprenditoriale della società, come sempre più di frequente accade[197], di un accesso preferenziale (nei limiti di quanto consentito), costante e bidirezionale tra i fondi e il consiglio di amministrazione e, in particolare, con gli amministratori da essi designati[198]. Da un lato, tali informazioni possono servire a "raffinare" i contenuti delle iniziative originariamente elaborate in condizioni di maggiore asimmetria[199]; dall'altro lato, esse servono agli amministratori designati dagli attivisti per monitorare in maniera effettiva l'operato del *management* e l'implementazione delle proprie proposte.

Nel complesso, dunque, a differenza delle altre categorie di investitori professionali, i fondi attivisti si caratterizzano per una propensione strutturale ai dialoghi (selettivi) con il *management*, anzitutto con i "propri" amministratori[200], che anzi svolgono una funzione strategica. Vi sono

---

101, item 4) nella Schedule 13D mediante la quale si effettua contestualmente la comunicazione dell'acquisto delle partecipazioni sopra soglia. È tuttavia corretto ritenere che tali discipline sono siano pervasive al punto da richiedere una esposizione dettagliata, ad esempio, delle iniziative che gli attivisti intendono portare a compimento rispetto a un dato emittente. Ciò è senz'altro ragionevole per quanto riguarda le discipline europee citate, in considerazione del carattere eccezionale e di *gold plating* delle stesse rispetto alle norme comunitarie sulla trasparenza. Con riferimento alla disciplina statunitense, autorevole dottrina perviene ad esiti analoghi affermando la natura eccezionale delle previsioni del Williams Act (cfr. BEBCHUK, JACKSON JR., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, in 2 *Harvard Business Law Review*, 2012, p. 43-44).

[197] Si veda *supra*, note 187 e 188 e nel testo.

[198] Cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 254: «*they [the activists] typically install themselves or independently minded people who share their investment philosophies on the board of directors of the company. These investors have close and frequent contact with management and, over time, they develop deep knowledge about the company and its problems, as well as about its customers, competitors, workforce, suppliers, and so forth*». Di fatto, più gli attivisti mirano, in concreto, ad incidere anche sulla strategia di *business* della società con le proprie iniziative, maggiore è la necessità di un coinvolgimento diretto e continuo dei "propri" amministratori nell'operatività della medesima. In questo senso, il modo di agire di tali amministratori tende verso modelli caratteristici delle operazioni di *private equity* (per una sommaria descrizione di tale modello si veda GILSON, GORDON, *Board 3.0: An Introduction*, in 74 *The Business Lawyer*, 2019, p. 359), in cui vi è una tendenza sempre maggiore all'*active management* (cfr. MCKINSEY, *From pure investor to entrepreneurial owner: How private-equity firms can master the shift*, settembre 2019, http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/from-pure-investor-to-entrepreneurial-owner-how-private-equity-firms-can-master-the-shift?cid=eml-web).

[199] Come sottolineato da CORUM, *Activist Settlements*, working paper, 13 febbraio 2018, https://ssrn.com/abstract=3082886, p. 3 e ss., ci possono essere casi in cui gli attivisti riconoscono che il *board* è in possesso di informazioni private che, se note, consentirebbero loro di valutare in maniera più precisa il valore del proprio progetto (*i.e.* i cambiamenti da operare nella *target*). In questi casi, la soluzione più efficiente per gli attivisti è quella di deferire la definizione del progetto a un momento successivo (in questo senso anche BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, op. cit., p. 23), negoziare la nomina di alcuni amministratori fedeli attraverso i quali ottenere le informazioni necessarie.

[200] L'esistenza di tale fenomeno negli Stati Uniti è testimoniata da una significativa giurisprudenza, specie negli anni più recenti (tra i casi più importanti *Kalisman v. Friedman*, C.A. No. 8447-VCL, 2013, WL1668205, 3* (Del. Ch. Apr. 17, 2013); *Schon v. Troy Corp.*, No. Civ. A 1677-N, 2006 WL 1851481, 1* n. 8 (Del. Ch. Jun. 27, 2006); *Henshaw v. Am. Cement Corp.*, 252 A.2d 125, 128 (Del. Ch. 1969)), che ne conferma altresì la legittimità, in termini di principio. L'attenzione delle Corti si sposta, infatti, dalla legittimità *per se* di tali condotte alle eventuali violazioni dei doveri fiduciari che possono derivarne in concreto da parte degli amministratori dell'emittente designati dal fondo, i quali

due ulteriori ragioni che possono spiegare la necessità per i fondi attivisti di condurre dialoghi selettivi con le società partecipate. La prima ragione è che il principale motivo di preoccupazione per gli investitori istituzionali nei confronti dei dialoghi selettivi con membri dell'emittente, cioè il timore che ciò possa limitarne le possibilità di *trading*, di fatto è poco rilevante nel caso degli attivisti la cui strategia non prevede il ricorso all'*exit* prima di aver implementato le iniziative opportune[201]. La seconda ragione consiste nel fatto che, se è vero che le *chance* di successo delle campagne attiviste dipendono sempre più dalla collaborazione degli investitori istituzionali[202], è altrettanto vero che l'adesione di questi ultimi, non essendo formalizzata contrattualmente, si fonda sul c.d. *signaling*, cioè sulla capacità degli attivisti di "dare segnali" attraverso il proprio comportamento. Tuttavia, ciò non è sufficiente: è necessario altresì che gli attivisti siano in grado di raccogliere informazioni sufficienti a "persuadere" gli investitori istituzionali che le informazioni di cui sono in possesso, e sulle quali si basano le proposte, siano in grado di produrre, con un elevato grado di affidabilità, un ritorno superiore a quello altrimenti conseguibile restando passivi[203].

---

vengono a trovarsi in una situazione di "*dual fiduciary*" (cfr. p. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties of Blockholders Directors,* in 70 *The Business Lawyer*, 2014/2015, p. 49). La ragioni per le quali tale prassi viene generalmente accolta con favore, al netto delle possibili criticità, si devono alla considerazione che gli amministratori designati si trovano strutturalmente nella migliore posizione per monitorare più efficacemente il *management* (cfr. ID., *op. ult. cit.*, p. 39: «[*b*]*lockholder directors with large ownership stakes often have more "skin in the game" than traditional outside directors and hence have a greater economic motivation to monitor management*»). Diversamente, la questione è molto più controversa negli ordinamenti continentali, specialmente in Italia (la questione sarà ampiamente trattata *infra* nel Capitolo Terzo).

[201] Qualora – come spesso può accadere – tali informazioni abbiano natura "privilegiata" (nell'accezione di cui alla disciplina sugli abusi di mercato), il fondo che le riceve sarà inibito nella possibilità di compiere operazioni sul titolo della società *target* (sulla base delle informazioni stesse, ma forse per prudenza anche in assoluto) finché esse non diventino pubbliche. A differenza di ciò che accade per gli investitori istituzionali, tale conseguenza non preoccupa i fondi attivisti in maniera significativa, per lo meno non al punto da disincentivarli nel perseguire tale tattica. Infatti, come affermato da MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 256, «*because hedge funds and private equity funds are often intensely involved with managers and board members in strategic planning and in evaluating performance, the insider trading laws prohibit them from trading actively the way traditional outside equity investors such as mutual funds can do. This, in turn, forces hedge funds to find some alternative to selling their shares as a means of dealing with disappointing investments* […] *this alternative is voice*». È questa una delle differenze più significative – e forse insormontabili, a meno di ripensare decisamente il mercato del risparmio gestito – tra i fondi attivisti e i c.d. *money manager*, rispetto ai quali, invece «*sharing […] information […] would create significant insider trading concerns and would critically change the role of institutional investors as relatively passive investors with a limited say over company affairs*» (cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 977).

[202] Si veda *supra*, nota 188 e nel testo.

[203] Infatti, come osservato da COFFEE JR., PALIA, *The Wolf at the Door*, p. 568, là dove gli investitori istituzionali decidono di esercitare il diritto di voto tendono a seguire le indicazioni dei *proxy advisor*, i quali, non sistematicamente ma nella maggior parte dei casi, raccomandano in favore delle eventuali proposte attiviste. La decisione di raccomandare (e supportare) le campagne attiviste dipende, sia per i *proxy advisor* (per motivi di reputazione) sia per gli investitori istituzionali (soprattutto per ragioni di costi), da una ragionevole previsione *ex ante* circa l'esito delle stesse, il che a sua volta dipende dalla credibilità dei fondi che assumono l'iniziativa e del loro progetto. Sul funzionamento delle teorie di *signaling* nel contesto delle relazioni tra investitori istituzionali si veda anche ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting*, op. cit., spec. p. 4, 48, che evidenziano coerentemente come l'imposizione di un obbligo in capo agli investitori istituzionali di rendere pubbliche le proprie intenzioni di voto avrebbe potrebbe facilitare la cooperazione tra investitori e incrementarne le attività di monitoraggio.

3.5. Oltre la *portfolio maximization*: fondi pensione e altri investitori non istituzionali "di scopo"

Pur senza alcuna pretesa di esaustività, vi sono, accanto a quelle sommariamente illustrate nei precedenti paragrafi, alcune ulteriori figure degne di menzione. Si tratta di un insieme eterogeneo di soggetti, inquadrabili come "non istituzionali"[204], la cui diffusione è altamente variabile nei diversi ordinamenti, per ragioni di mercato ma anche di *path dependancy* politica e legislativa: i fondi pensione (sia pubblici sia privati), da un lato, e i fondi sovrani, dall'altro lato. In entrambi i casi si tratta di soggetti presenti nell'azionariato delle società italiane in termini già significativi, anche se minori rispetto ad altri ordinamenti, la cui rilevanza è ragionevolmente destinata ad aumentare.

Per quanto riguarda i fondi pensione, si tratta di investitori relativamente giovani nel nostro ordinamento, anzitutto per ragioni legate alla prevalenza storica nel nostro Paese di un sistema pensionistico pubblico. Non a caso, la prima legge istitutiva dei fondi pensione risale all'inizio degli anni novanta, in concomitanza con la riforma del sistema pensionistico[205]. Conseguentemente, la loro diffusione è ancora limitata ai fini che qui interessano, così come il ruolo negli assetti azionari e nella *governance* delle società partecipate[206]. Le osservazioni che seguono sono tratte dall'analisi del modello osservabile nei principali fondi pensione operanti sul mercato, prevalentemente di provenienza anglo-sassone, soprattutto statunitense[207]. In questo modo è possibile osservarne i comportamenti in un campione più significativo e identificare i fattori che li determinano.

Il panorama statunitense mostra due fondamentali modelli di fondi pensione significativamente diversi, anche sotto il profilo dell'attivismo: i fondi privati e i fondi pubblici. I primi, che rappresentano storicamente la quota maggioritaria dell'investimento complessivo in fondi

---

[204] Al netto della natura "cangiante" della definizione di investitore istituzionale (cfr. *supra*, nota 114 e nel testo), si può concordare sull'opinione secondo la quale uno dei comuni denominatori della stessa sia rappresentato dalla duplice natura di *investitori* (in azioni delle società partecipate) ed *emittenti* (di valori mobiliari, nei confronti dei beneficiari ultimi dell'investimento, rappresentati tendenzialmente da persone fisiche). Se così è, tutte le categorie illustrate in questo paragrafo giacciono, invece, al di fuori dei confini tracciati dalla suddetta definizione, poiché la provvista dell'investimento non attinge (o, per lo meno, non direttamente) dagli investitori individuali né è prevista a tal fine l'emissione di alcun valore mobiliare destinato al pubblico risparmio.

[205] Precisamente, si tratta del D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, che istituì i fondi pensione c.d. "aperti" (cioè aperti a contributi anche diversi e ulteriori a quelli stabiliti dalle fonti istitutive di forme pensionistiche complementari – contratti e accordi collettivi, anche aziendali, accordi fra lavoratori autonomi o fra liberi professionisti promossi da loro sindacati o associazioni di categoria, regolamenti di enti o aziende), quali strumenti di previdenza complementare. Il passaggio dal sistema retributivo al sistema contributivo venne completato, sotto lo stretto profilo normativo, il 1 gennaio 1996, con l'entrata in vigore della L. 8 agosto 1995, n. 335, ma una prima riforma del sistema pensionistico in tal senso era stata introdotta nel 1992 con la L. 23 ottobre 1992 n. 421 – c.d. riforma "Amato" – ed i relativi decreti delegati). I fondi pensione chiusi o negoziali, sono invece attivi in Italia dal 1 gennaio 2016, data di entrata in vigore del D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

[206] Così COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali*, op. cit., p. 402.

[207] Si veda, per tutti, l'ampia analisi svolta da ROE, *Strong Managers*, op. cit., p. 125-145, che in particolare evidenzia in dettaglio le ragioni storiche della diffusione di tale modello e le ragioni di *path dependancy* che stanno alla base delle sue caratteristiche strutturali.

pensione[208], sono generalmente finanziati e gestiti a livello aziendale[209] e si caratterizzano per una scarsa propensione all'attivismo, favorita fondamentalmente dal fatto che, per ragioni originariamente politiche ma oggi normative, la gestione degli investimenti è affidata ai *manager* dell'impresa che contribuisce al fondo[210].

Le ragioni sono molteplici e tutte parimenti importanti. In primo luogo, nello stabilire la politica di investimento del fondo i *manager*, nella veste di gestori del fondo, tendono a non ingerirsi nelle questioni di *governance* delle società partecipate più di quanto non vorrebbero che i propri azionisti facessero nella società che gestiscono in veste di *manager*[211]. In secondo luogo, l'elevata diversificazione degli investimenti operata dai fondi pensione, giustifica un atteggiamento passivo anche sotto il profilo razionale, per le ragioni già esposte altrove[212]. In terzo luogo, ragioni regolamentari incentivano i gestori ad adottare un atteggiamento passivo nelle scelte di investimento, al fine di minimizzare il rischio di violazione dei propri doveri fiduciari rafforzati[213].

Per contro, i fondi pensione pubblici (*i.e.* i fondi degli impiegati statali e federali, come il CalPERS o il NYCERS) e, più in generale, i modelli di fondi pensione alternativi a quello controllato dai *manager*[214], si connotano storicamente per una maggiore propensione all'attivismo negli

---

[208] Cfr. ROE, *op. ult. cit.*, p. 125 (che riporta una proporzione superiore di quasi 1 a 2,5).

[209] Il precursore e prototipo di tale modello è rappresentato dal fondo pensione privato istituito da General Motors, finanziato dalla società e gestito esclusivamente dai suoi *manager* (cfr. ROE, *op. ult. cit.*, p. 129-132). Considerate le dimensioni della società, il fondo ne costituiva di fatto l'estensione finanziaria, al servizio delle politiche aziendali: «*[i]n that era GM was a powerhouse firm that could have become the hub of cross-ownership of customers and suppliers*».

[210] Cfr. ROE, *op. ult. cit.*, p. 127-132 (che tuttavia sottolinea come la soluzione adottata negli Stati Uniti sia frutto di una particolare *path dependancy*, ma non costituisca un modello necessario).

[211] Come riportato da O'BARR, CONLEY, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, 1992, New York, p. 197, 200, l'atteggiamento passivo dei fondi privati deriva proprio dall'applicazione generalizzata di una *golden rule* secondo la quale «*[d]o unto other companies as you would have their pension funds do unto your company*».

[212] Si veda *supra*, in questa Sezione, Paragrafo 2.2.

[213] Il riferimento è, in particolare, all'Employee Retirement Income Security Act del 1974 (29 U.S.C.A. Ch. 18), noto come "ERISA". Secondo ROE, *Strong Managers*, op. cit., p. 138, le interpretazioni prevalenti delle Corti in materia di doveri fiduciari dei gestori dei fondi pensione (c.d. *ERISA doctrines*) disincentivano l'investimento in partecipazioni di rilievo (così di fatto privando di razionalità qualsiasi forma di *engagement*) per quattro fondamentali ragioni: (a) il requisito della diversificazione previsto dalla legge viene tendenzialmente interpretato in termini di "iperdiversificazione"; (b) l'adeguamento alle prassi di mercato prevalenti tende ad essere considerata come la strategia più prudente (anche al fine di evitare eventuali contenziosi); (c) le regole in materia di *anti-netting* poste in capo ai *trustee* impediscono di compensare, ai fini della valutazione della responsabilità del gestore, le perdite realizzate per violazione dei doveri fiduciari su di un investimento con i guadagni realizzati da altri investimenti (e ciò, in aggiunta al fatto che le partecipazioni rilevanti richiedono maggiore attenzione sotto il profilo del *duty of care*, scoraggia i gestori a prendere tali rischi); (d) l'ingerenza nelle dinamiche del *board* delle società partecipate comporterebbe responsabilità aggiuntive per il gestore (specie qualora il gestore dovesse, in conseguenza di ciò entrare nel *board* delle partecipate in qualità di amministratore designato). Più in generale, si veda anche CHOI, FISCH, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, in 61 *Vanderbilt Law Review*, 2008, p. 353, secondo i quali «*public pension fund activism seems to be, in part, a function of the applicable regulatory environment*».

[214] Quali, ad esempio, i fondi pensione controllati dai sindacati (come il TIAA-CREF, il fondo degli insegnanti universitari) oppure quelli in cui i lavoratori hanno il controllo diretto dei propri contributi versati e del loro

Stati Uniti[215]. Al netto dell'eterogeneità che ne caratterizza in concreto le scelte di investimento[216], uno degli aspetti peculiari che caratterizza l'attivismo di questi soggetti riguarda la natura delle motivazioni che ne influenzano le strategie. In generale, l'attivismo dei fondi pensione pubblici è tendenzialmente orientato verso obiettivi anche di natura politica, spesso geograficamente localizzati entro i confini (regionali, distrettuali o cittadini) della comunità ove risiedono o sono occupati gli investitori del fondo (i lavoratori). In alcuni casi, ciò può dipendere direttamente dalla struttura di *governance* del fondo (come nel caso in cui il *board* sia composto o interamente nominato da esponenti politici[217]) oppure può essere il risultato mediato di pressioni politiche esterne, anche di notevole entità, o comunque di significative ingerenze, dirette o indirette, da parte del governo statale o federale[218]. Simili dinamiche possono di fatto – seppure non sempre in maniera conclamata – orientare le strategie di investimento di tali fondi (anche) verso obiettivi "altri" rispetto a quello della massimizzazione del valore del proprio portafoglio, sebbene non necessariamente confliggenti con esso[219].

---

investimento, senza l'ingerenza né dei *manager* aziendali né dei sindacati (come il fondo IRA o il Keogh: tale modello ha acquistato nel tempo maggiore successo con la diffusione del modello pensionistico a c.d. *defined-contribution*, cioè l'importo erogato ai lavoratori al momento del pensionamento non è predeterminato, mentre lo sono i contributi versati, ma dipende dalla *performance* dell'investimento nel corso del tempo). Sul punto si veda ROE, *Strong Managers*, op. cit., p. 132-33.

[215] L'opinione sembra largamente condivisa: cfr., ad esempio, ROE, *Strong Managers*, op. cit., 125; SMITH, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in 51 *The Journal of Finance*, 1996, p. 227 e ss., spec. 230-231, 251 (il quale, studiando il comportamento del fondo CalPERS – ritenuto «*leader in activism*» – individua una correlazione positiva tra attivismo e dimensione della partecipazione detenuta; nello stesso senso anche i risultati di DEL GUERCIO, HAWKINS, *The motivation and impact of pension fund activism*, in 52 *Journal of Financial Economics*, 1999, p. 293 e ss., i quali tuttavia evidenziano chiaramente come le motivazioni e gli effetti dell'attivismo varino significativamente tra i soggetti del campione); CHOI, FISCH, *On Beyond CalPERS*, op. cit., p. 315 e ss., spec. 317-319 (che però evidenziano come l'attivismo dei fondi pensione pubblici sia estremamente limitato nel tipo di iniziative assunte); ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., 367-368 (che però menziona solamente l'attitudine dei fondi gestiti dai sindacati a un attivismo *governance-oriented*); *contra*, in parte, ROMANO, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, in 93 *Columbia Law Review*, 1993, p. 795 e ss. (la quale conclude che i gestori dei fondi pensione tendono ad assumere iniziative popolari sotto il profilo politico, ma poco assennate dal punto di vista del rendimento economico, senza però negare il fatto che tali soggetti siano diventando «*increasingly active in corporate governance*»).

[216] Cfr. DEL GUERCIO, HAWKINS, *The motivation and impact*, op. cit., p. 293 e ss., spec. 294-295, 307-316, i quali, ad esempio, spiegano come, in seguito alle proposte dei fondi di maggiori dimensioni, le società partecipate tendano a sperimentare iniziative di *governance* ostili (sostituzione del CEO, *derivative litigation*, riorganizzazioni e vendite di *asset*), in seguito al rifiuto da parte del *management* delle proposte avanzate; per contro, i fondi più piccoli e aventi obiettivi più limitati (come il College Retirement Equities Fund (CREF) e il State of Wisconsin Investment Board (SWIB)) tendono a negoziare con il *management* l'adozione delle specifiche iniziative da questi proposte.

[217] È il caso, ad esempio, del fondo NYCERS: cfr. ROCK, *Institutional Investors*, p. 367. Per una rassegna più dettagliata della composizione del *board* dei principali fondi pubblici cfr. DEL GUERCIO, HAWKINS, *op. ult. cit.*, p. 302.

[218] Cfr. ROMANO, *Public Pension Fund Activism*, op. cit., p. 796-798 e, sopratutto, 803-804 (ove alcuni esempi emblematici).

[219] In questo senso DEL GUERCIO, HAWKINS, *The motivation and impact*, op. cit., p. 335 («*[w]e conclude […] that pension fund activism is not inconsistent with fund value maximization*»), ma *contra* ROMANO, *Public Pension Fund Activism*, op. cit.

L'attivismo dei fondi pubblici si distingue anche per altre peculiarità. Secondo quanto rilevato in maniera concorde da più studi, esso tenderebbe a concentrarsi su iniziative di *governance*, e più precisamente su di un numero sostanzialmente limitato di queste[220], nonché a caratterizzarsi per l'uso pressoché esclusivo dello strumento delle *shareholder proposal*[221]. In generale, i fondi pensione tendono ad evitare iniziative che coinvolgano un confronto pubblico con il *management* (inclusa la designazione di candidati alternativi per la carica di CEO), e più in generale iniziative specifiche su singole società partecipate, sia per ragioni di contenimento dei costi[222] sia per timori di *retaliation* nei confronti delle comunità di cui proteggono gli interessi. Infine, è importante notare che, coerentemente con la propensione all'attivismo sottolineata poc'anzi, i fondi pensione sono generalmente inclini anche forme di coalizione o di sostegno ad iniziative altrui, specie nel caso in cui, per le minori dimensioni, non possano direttamente promuoverle loro stessi[223].

Sebbene le ragioni della preferenze per determinate forme di attivismo restino ancora inesplorate, un'ipotesi plausibile è che esse siano condizionate dalla necessità dei gestori di mediare tra gli interessi dei propri investitori e quelli degli *stakeholder* locali, per riuscire a far fronte alle pressioni politiche[224]. In quest'ottica, le iniziative di *governance*, specie se – come effettivamente accade – di natura non ostile, possono consentire ai gestori di mantenere una posizione di sostanziale neutralità rispetto agli interessi in gioco e di non attirare eccessiva attenzione pubblica[225]. Al contrario, iniziative ostili verso il *management* delle società partecipate potrebbero determinare

---

[220] Secondo i sondaggi condotti da CHOI, FISCH, *On Beyond CalPERS*, op. cit., p. 326-328, le uniche iniziative di *non-litigation activism* cui più di un terzo dei fondi pensione intervistati dichiarano di ricorrere "frequentemente" sono: "*Participating in Corporate Governance Organizations*", "*Participating in Corporate Governance Programs*" e "*Withholding Votes from Managemen Director Candidate*". Altre risposte significative, seppure classificate dagli intervistati come "occasionali" sono: "*Writing Letters to Management*", "*Communicating with Other Institutions Regarding Corporate Governance*", "*Writing Comment Letter to SEC*", "*Signing Comment Letter to SEC (as Part of Group)*", "*Participating in Bar Association Activities with Respect to Corporate Governance*", "*Submitting Amicus Brief on Corporate or Securities Issue*". Osservano gli Autori, che tali attività hanno come minimo denominatore un costo molto contenuto e, dall'altra parte, la possibilità di essere condotte senza un confronto diretto e pubblico con il *management*.

[221] Cfr. DEL GUERCIO, HAWKINS, *The motivation and impact*, op. cit., p. 294, 303, che evidenziano come, sopratutto per i grandi fondi, anche in caso di fallimento delle proposte la soluzione prescelta sia quella della reiterazione all'assemblea dell'anno successivo. Nello stesso senso anche CHOI, FISCH, *On Beyond CalPERS*, op. cit., p. 317-318, che sottolineano, inoltre, una generale preferenza dei fondi pensione pubblici verso le «*low-visibility [activist] activities*». Per contro, gli Autori mostrano come alcuni fondi partecipino significativamente anche ad iniziative di *shareholder litigation* (il che non implica tuttavia la necessità che siano loro a promuoverle): tale propensione, tuttavia, a differenza di quella verso il *governance activism*, non appare correlata in maniera significativa alla dimensione del fondo.

[222] Cfr. CHOI, FISCH, *op. ult. cit.*, p. 328-329.

[223] Cfr. CHOI, FISCH, *op. ult. cit.*, p. 319.

[224] Così ROMANO, *Public Pension Fund Activism*, op. cit., p. 796, che afferma tale esigenza.

[225] Cfr. *Idem*, p. 796-797, la quale sembra suggerire come l'aumento della pressione politica sia positivamente correlato ad un incremento dell'attivismo, specie se del tipo più "aggressivo", e sopratutto alla visibilità pubblica delle iniziative intraprese (citando come esempio l'istituzione di una *task force* investigativa da parte del Governatore dello Stato di New York in seguito alla diffusione della notizia che uno dei fondi pubblici dello Stato aveva investito nella tanto celebre quanto "scandalosa" operazione di *buyout* di RJR Nabisco da parte del fondo di *private equity* KKR).

ritorsioni verso i fondi mediante minacce nei confronti delle comunità locali dei relativi investitori[226] (riguardanti, ad esempio, la riduzione dell'occupazione, la chiusura di impianti *in loco*, etc.).

L'ingerenza di interessi e obiettivi di natura pubblica nelle scelte di investimento si ritrova, con tratti ancora più marcati, anche in un'altra tipologia di investitore, ovverosia i c.d. "fondi sovrani" (*Sovereign Wealth Fund*). Si tratta di operatori finanziari con caratteristiche eterogenee l'uno dall'altro, dal momento che gli obiettivi, la struttura, la composizione degli organi e la *governance*, nonché la strategia di investimento di ciascuno trova ragione d'essere negli interessi afferenti allo Stato che l'ha costituito e ne fornisce la provvista[227]. Nel complesso, tali enti sono concepiti allo scopo di operare quale estensione economica dello Stato nella gestione di proprietà pubbliche e nelle operazioni di investimento sui mercati esteri del *surplus* del bilancio pubblico[228]. Sebbene il numero di questo di tipo di operatori sia, per comprensibili ragioni, limitato[229], la dimensione dei patrimoni gestiti li rende di preminente rilievo, anche per i mercati azionari[230].

Anche tali fondi investono in azioni al primario scopo di massimizzare il valore del portafoglio, non diversamente dagli investitori privati e così è riportato formalmente anche nei documenti

---

[226] Cfr. *Idem*.

[227] Cfr. KAURAKOVA, *Sovereign Wealth Fund as a Subject of the Private International Law*, in 20 *Lex ET Scientia International Journal*, 2013, p. 51 e ss., la quale sottolinea altresì come, nonostante si possa parlare di un «*peculiar type of corporation*», essi presentino caratteri di marcata specialità, a partire dal momento della costituzione: lo stesso titolo originario consiste in un atto privato bensì in un atto avente forza di legge. Parimenti, il legame tra l'entità e la legge di incorporazione non è suscettibile alle regole in tema di mobilità previste dal diritto comunitario e dal diritto internazionale privato, dovendosi ritenere, al contrario, indissolubile.

[228] Cfr. LINDBERG, *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review within the E.U.*, in 37 *Syracuse Journal of International Law and Commerce*, 2009, p. 95: «*[g]enerally states with a large budget surplus will open one or more sovereign wealth funds with the intention of diversifying their assets in international financial markets in lieu of reinvesting this capital back into their economy, infrastructure, or military*». Secondo BERNSTEIN, LERNER, SCHOAR, *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, in 27 *Journal of Economic Perspectives*, 2013, p. 219, essi rappresentano uno strumento particolarmente efficiente per gli Stati in cui il flusso di cassa in entrata è discontinuo e volatile nel tempo, come nel caso di economie largamente dipendenti dall'estrazione di materie prime, poiché possono consentire di normalizzare i flussi di cassa nel lungo periodo. Ad esempio, nel caso di un incremento significativo, ma momentaneo, di entrate in conseguenza della scoperta di un nuovo giacimento (o all'improvvisa crescita dei prezzi delle *commodities*), lo Stato può investire tali ricavi, tramite il fondo, in progetti di lungo termine e garantirsi un *cash-flow* positivo anche dopo l'eventuale esaurimento del giacimento.

[229] Si veda l'elenco compilato dal Sovereign Wealth Fund Institute, reperibile online su https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/.

[230] Nel 2012, il valore degli *asset under management* dei fondi sovrani ammontava a 5 miliardi di dollari, contro i 2,1 miliardi dell'intera industria globale degli *hedge fund* (dati riportati da BERNSTEIN, LERNER, SCHOAR, *The Investment Strategies*, op. cit., p. 219 e ss., ove riferimenti alle fonti). In Italia, il fondo sovrano norvegese (Norges Bank Investment Management), il secondo al mondo per dimensioni patrimoniali, rappresenta il secondo investitore, dopo Blackrock, per partecipazioni nell'intero Mercato Telematico Azionario. Stando alla banca dati S&P Capital IQ, ha partecipazioni in 26 società del listino FTSE Mib, per un controvalore di circa 5 miliardi e mezzo di euro. Si tratta in gran parte di quote di minoranza, per lo più in società ad elevata capitalizzazione, il cui controvalore tuttavia è rilevante (cfr. FRANCESCHI, *Da Blackrock a Norges Bank, ecco chi sono i più importanti investitori esteri a Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2013).

costitutivi[231]. Si tratta, in particolare, di strumenti di investimento che, almeno fisiologicamente, sono orientati al lungo termine, coerentemente con gli obiettivi strategici per i quali sono costituiti[232]. Al tempo stesso, si può osservare come la struttura proprietaria del fondo ne influenzi la *mission* in maniera singolare: di fatti, la natura semi-pubblica di tali soggetti e l'ingerenza delle funzioni pubbliche nella nomina delle cariche di vertice li espone a forti influenze politiche[233], che tendono a deviarne le decisioni verso obiettivi di breve periodo, ma di maggiore ritorno politico[234]. L'equilibrio concreto tra tali obiettivi contrapposti è ancora poco chiaro, anche perché le dinamiche interne a tali fondi rimangono ancora poco trasparenti, ma è verosimile che sia diverso, anche significativamente, caso per caso.

Sebbene non vi sia al momento un'opinione condivisa in merito alla propensione all'attivismo dei fondi sovrani – in parte anche per la scarsa trasparenza del fenomeno – alcuni studi recenti evidenziano come essi tendano a comportarsi da investitori attivi (in termini sia di monitoraggio sia di influenza sulle società partecipate)[235]. Ciò è spiegabile in parte in considerazione dei grossi blocchi di partecipazioni che tali soggetti tendono ad acquistare prevalentemente[236], in parte con l'obiettivo dei fondi sovrani di perseguire anche obiettivi di natura non finanziaria. A tal fine, infatti, i fondi necessitano di poter influenzare le scelte, anche gestionali, delle società partecipate, ad esempio con riferimento alle politiche di assunzione, allo sviluppo di tecnologie strategiche e, più in generale, al perseguimento di strategie ad impatto sociale. È dunque coerente con tali obiettivi il

---

[231] Così BERNSTEIN, LERNER, SCHOAR, *The Investment Strategies*, op. cit., p. 220: «*[t]heir investment charters usually state that the fund seeks to maximize financial returns for the benefit of long-term public policies, such as retiree benefits or economic development needs*».

[232] Si veda *supra*, nota 228 e nel testo. Ad esempio, il fondo sovrano norvegese ha adottato delle *Ethical Guidelines* che prevengono l'investimento in attività considerate «*grossly unethical*», proprio sul presupposto che, trattandosi di un investitore di lungo periodo, esso trae beneficio da iniziative di sviluppo sostenibile, sotto il profilo sia sociale sia ambientale (cfr. HALVORSSEN, *Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines: A Model for Investors*, in 8 *European Company Law*, 2001, p. 88 e ss.). Per contro, al momento questo risulta l'unico esempio tra i fondi sovrani di grandi dimensioni.

[233] Ad esempio, nel 2008 uno dei fondi sovrani cinesi (il China's State Administration of Foreign Exchange – SAFE) ha negoziato la sottoscrizione di un *bond* da 300 milioni di dollari emesso dallo Stato del Costa Rica sotto la condizione che esso ritrattasse il riconoscimento diplomatico di Taiwan come Stato sovrano e indipendente dalla Cina (cfr. BATSON, *China used reserves to sway Costa Rica*, in *The Wall Street Journal*, 13 settembre 2008, https://www.wsj.com/articles/SB122121919505927749).

[234] Cfr. BERNSTEIN, LERNER, SCHOAR, *op. ult. cit.*, p. 219 e ss., che evidenzia altresì le inefficienze conseguenti a tali ingerenze. Di fatto, l'esistenza dei fondi sovrani di fatto sottrae la disponibilità momentanea di ingenti risorse dello Stato anche dai rischi di corruzione degli ufficiali pubblici. Per contro, questo li rende comprensibilmente potenti strumenti di potere e dunque li sottopone a forti pressioni politiche.

[235] Cfr. DEWENTER, HAN, MALATESTA, *Firm values and sovereign wealth fund investments*, in 98 *Journal of Financial Economics*, 2010, p. 256 e ss., spec. 257-259, 273-277, che documenta e classifica iniziative attiviste per più della metà del campione di società partecipate. *Contra*, parzialmente, KOTTER, LEL, *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, in 101 *Journal of Financial Economics*, 2011, p. 360 e ss., i quali tuttavia derivano la conclusione opposta semplicemente dalla mancata osservazione di significativi miglioramenti della *performance* delle società partecipate nel periodo successivo all'annuncio (escludendo invece la possibilità che tali iniziative producano effetti nel lungo periodo, come proprio evidenziato da DEWENTER, HAN, MALATESTA, *op. ult. cit.*, p. 259).

[236] Cfr. DEWENTER, HAN, MALATESTA, *op. ult. cit.*, p. 257 (con l'eccezione del solo fondo sovrano norvegese).

fatto che l'attivismo dei fondi sovrani si manifesti non soltanto in forma di monitoraggio ma anche attraverso iniziative positive (quali il ricorso alle *shareholder proposal*, la sostituzione del CEO con un rappresentante del fondo, la ristrutturazione del *senior management*, oppure la conclusione di contratti commerciali con parti correlate al fondo[237]).

4. Alcune considerazioni trasversali sul fenomeno dell'attivismo e sul rapporto con l'informazione selettiva

L'analisi svolta nei precedenti paragrafi offre argomenti decisivi, a mio modo di vedere, per affermare l'effettiva sussistenza di una pluralità di interessi (diversi e spesso anche in reciproco conflitto) che nel complesso fanno capo agli azionisti delle società quotate. Tale pluralità, da un lato, riflette la diversità soggettiva di ciascuna "categoria" di investitori (e quindi delle diverse strategie competitive adottate) e, dall'altro lato, è il risultato dell'incidenza di molteplici fattori esogeni (di mercato, anzitutto, ma anche sociali e normativi). Da ciò emerge ulteriormente rafforzata, anche sotto un profilo "pratico", la convinzione, già affermata in passato da alcuni autori in via teorica[238], che nella società quotata si possa parlare propriamente di interesse sociale soltanto in termini "pluralistici". Dalle considerazioni dei precedenti paragrafi si evince, per altro, che tale pluralità può sussistere anche avendo come riferimento gli interessi dei soli *shareholder* (*i.e.* anche prescindendo dagli interessi riconducibili ad altri *stakeholder*).

Facendo un passo ulteriore, l'analisi svolta ha messo in luce alcune tendenze, che possono essere qui brevemente riassunte in chiave sistematica. In generale, essere legano la morfologia degli interessi di ciascuna tipologia di azionista e le correlate strategie di investimento, da un lato, con l'esercizio dei diritti sociali nelle società partecipate, dall'altro.

In primo luogo, quanto osservato suggerisce che l'attivismo degli azionisti – inteso qui in senso lato come propensione alla partecipazione attiva alle dinamiche endo-societarie – rappresenti un fenomeno trasversale, e non una prerogativa esclusiva di quei soggetti tradizionalmente categorizzati come "attivisti"[239]. Al contrario, tale caratteristica può connotare, per lo meno a livello episodico, ciascuna delle categorie di azionisti considerate. È altresì vero, tuttavia, che a livello tendenziale essa si manifesta con intensità e caratteristiche diverse per ciascuna categoria. In particolare, sulla base di tale variabile è possibile ordinare le categorie di azionisti prese in considerazione (ma, più in generale, qualsiasi tipo di azionista) lungo uno spettro avente pressappoco le sembianze di quello qui sotto rappresentato (Figura 1).

---

[237] *Idem*.

[238] Si veda *supra*, nota 64 e nel testo.

[239] Si veda *supra*, paragrafo 3.4.

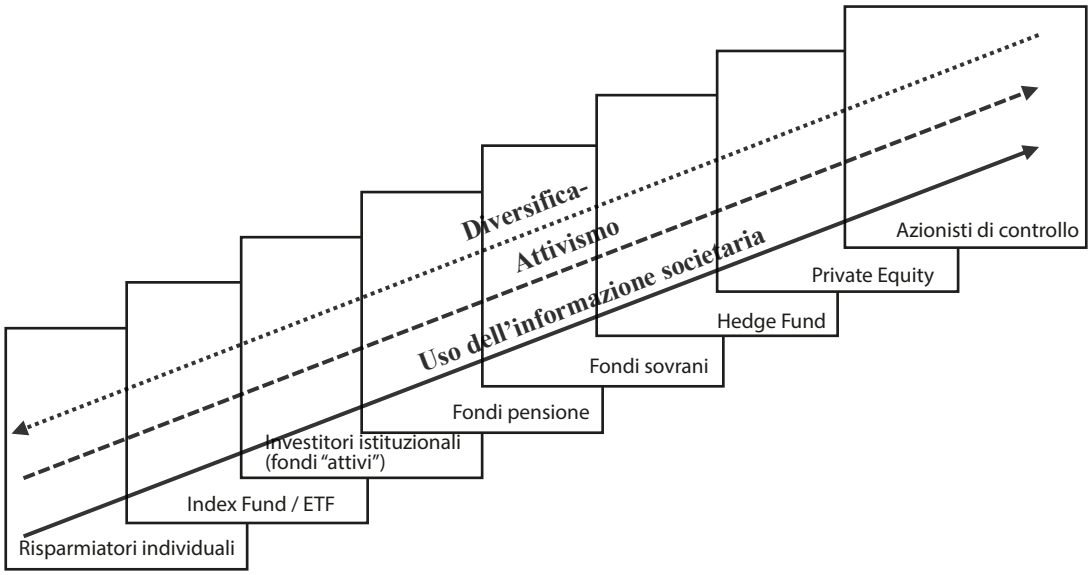

Figura 1

Come emerge dalla figura, il fenomeno dell'attivismo rappresenta un *continuum* che congiunge, senza reale soluzione di continuità, le diverse categorie di azionisti prese in considerazione. Se si guarda alle tendenze "centrali", ciascuna categoria si denota per alcuni caratteri tipici che ne determinano il grado di attivismo. Al tempo stesso, all'interno della medesima categoria sussistono casi – e, talvolta, veri e propri sottotipi – che in concreto si avvicinano al modello di altre categorie limitrofe, fino ad intersecarsi. Tale effetto è il risultato di una combinazione di circostanze di varia natura (fattuali, economiche, normative, etc.), diverse di caso in caso.

Ad esempio, si è osservato come, con riferimento alla categoria dei fondi pensione, i fondi privati tendano ad assumere comportamenti di apatia razionale simili a quelli degli *asset manager* istituzionali, soprattutto per via di problemi di *agency* che ne affliggono i gestori in maniera analoga. Per contro, i fondi pensione pubblici, caratterizzati da una struttura di *governance* a monte diversa da quella dei fondi privati, sono tendenzialmente molto attivi sul fronte delle iniziative di *governance*. Inoltre, sebbene le determinanti dell'attivismo siano molteplici – e almeno in parte diverse a seconda della categoria considerata – è possibile delineare una tendenziale correlazione inversa rispetto al livello di diversificazione del portafoglio. Con un certo grado di approssimazione, simili dinamiche sono osservabili lungo tutto l'arco delle categorie considerate.

In secondo luogo, l'osservazione del fenomeno nel suo complesso sembra supportare l'ipotesi della sussistenza di una correlazione positiva soltanto in forma *debole* tra ingerenza degli azionisti nel governo della società partecipata ed entità della partecipazione. Senza dubbio, partecipazioni di maggiore dimensione possono, a livello tendenziale, determinare maggiori incentivi all'attivismo, per le ragioni illustrate sopra. Il caso dell'azionista di controllo è emblematico in questo senso. Tuttavia, il confronto tra categorie diverse dimostra come tale correlazione sia più o meno significativa a seconda delle categorie considerate. Ad esempio, in molti casi i gestori di attivi di maggiori dimensioni possono arrivare a detenere partecipazioni di entità molto simile a quelle degli

hedge fund o dei fondi pensione ma, ciò nonostante, essi continuano a dimostrare per ora una propensione all'attivismo notevolmente minore. Il che spinge a ritenere che altri fattori, a loro volta non necessariamente correlati alla dimensione della partecipazione (quali, ad esempio, la struttura degli incentivi, le strategie di investimento, i problemi di agenzia "a monte", la maggiore o minore regolamentazione), possano giocare un ruolo altrettanto, se non più, determinante nello sviluppo dell'attivismo. In linea generale, il nostro diritto societario tende ad attribuire notevole rilevanza, in un'ottica prescrittiva, alla correlazione tra poteri di ingerenza ed entità della partecipazione[240], quale portato del più ampio principio di proporzionalità tra rischio e potere. Come vedremo nel prossimo paragrafo, le considerazioni di cui sopra avvalorano la tesi che tale approccio non sia altrettanto adeguato con riferimento alla disciplina delle comunicazioni selettive.

A tale proposito, un terzo aspetto da sottolineare concerne la connessione tra attivismo e ricorrenza di dialoghi selettivi tra azionisti ed emittenti. Si è già osservato che tutti gli investitori caratterizzati da un atteggiamento di apatia razionale tendono a ignorare le informazioni relative all'emittente, sia per ragioni di costi sia, soprattutto, per il timore di incorrere in restrizioni al *trading* derivanti dalla normativa sugli abusi di mercato. Coerentemente, tali investitori, quand'anche entrino in possesso – passivamente – di informazioni sulla società, hanno un forte incentivo a farne comunque *disclosure* immediata al pubblico, specie qualora i propri profitti derivino da un'attività di *trading* ad elevata frequenza.

Per contro, investitori con portafogli meno diversificati tendono a fare minore affidamento sul *trading* come strategia di valorizzazione e, invece, a sviluppare proposte di cambiamento, più o meno pervasive a seconda dei casi, nelle società partecipate. Tali strategie beneficiano dall'accesso alle informazioni – anche privilegiate – ottenibili tramite dialoghi selettivi con l'emittente, in quanto funzionali all'elaborazione di iniziative più efficienti e quindi, in ultima istanza, a una tendenziale maggiore valorizzazione della partecipazione. Più specificamente, l'importanza di garantirsi un canale informativo "selettivo" con le società partecipate aumenta con la dimensione "strutturale" dei cambiamenti proposti dagli attivisti e con l'orizzonte temporale delle stesse, ed è massima nel caso in cui essi abbiano ad oggetto l'operatività e la strategia di *business* della società. Inoltre, la circolazione di *corporate information* costituisce, più in generale, un fattore favorevole a fenomeni di cooperazione tra investitori, che nel complesso accresce gli incentivi all'attivismo.

Infine, alla luce di quanto sopra, è possibile trarre alcune provvisorie conclusioni più generali. Gli interessi di ciascuna categoria osservata rappresentano il risultato di una combinazione specifica di fattori di mercato e normativi, tanto endogeni quanto esogeni, che difficilmente possono essere ricondotti a una nozione unitaria di "interesse sociale", se non al prezzo di un'eccessiva astrazione. Ne consegue che, ogni qual volta il legislatore faccia dipendere l'applicazione di determinate norme giuridiche dalla nozione di interesse sociale, direttamente o indirettamente, si deve fare riferimento a un'interpretazione necessariamente diversa. È questo il caso, tra i molti, proprio dell'art. 17, comma 4, MAR e, seppure in maniera meno evidente, dell'art. 10 MAR (con riferimento all'interpretazione di «*normale* esercizio»)[241]. In tal senso, più specificamente, si è già avuto

[240] Cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 31-32, che prende atto di tale carattere.

[241] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 4.

modo di evidenziare come categorie diverse di azionisti utilizzino (o non utilizzino) l'informazione selettiva per obiettivi diversi.

Ricollegandosi alla questione impostata nel primo capitolo[242], da tali considerazioni discendono due dirette implicazioni per il nostro discorso. In primo luogo, salvo ritenere che nessuno dei possibili obiettivi di cui le diverse categorie di azionisti si fanno individualmente portatori sia, nemmeno astrattamente, meritevole di considerazione da parte del legislatore – affermazione che comunque dovrebbe essere argomentata in concreto per ciascuno di essi – qualsiasi discorso sulla legittimità della *selective disclosure* non può prescindere, a mio avviso, dall'adeguata considerazione della diversità di funzioni che essa riveste in concreto e, specificamente, delle diverse tipologie di soggetti che ne sono destinatari. In secondo luogo, tale pluralità di interessi e di funzioni dell'informazione impone di rivedere in maniera critica l'approccio uniforme (c.d. "*one-size-fits-all*") con cui il legislatore comunitario ha sinora tentato di disciplinare le comunicazioni selettive[243].

5. Interesse sociale e «interessi dell'emittente» nel MAR e nella disciplina delle comunicazioni selettive

Nel primo capitolo si è osservato che lo spazio di legittimità delle comunicazioni selettive è delimitato fondamentalmente da due corpi di disciplina – da un lato, le norme imperative del MAR e, dall'altro lato, il principio di parità di trattamento – e che in entrambi i casi esso dipende dalla ricorrenza di un, per ora volutamente generico, interesse dell'emittente. Nel complesso, l'analisi condotta in questo capitolo ha messo in luce che gli interessi degli azionisti gravitanti intorno alla società quotata sono per loro natura eterogenei, il che comporta, tra le altre cose, che i dialoghi selettivi tra questi e l'emittente possano avere funzione ed effetti significativamente diversi a seconda della categoria considerata. Quest'ultimo aspetto genera, comprensibilmente, notevoli difficoltà nell'interpretazione e nell'applicazione della disciplina.

A ciò si aggiunge il fatto che la nozione di interesse sociale – di difficile definizione già sotto il profilo oggettivo – tende ad essere utilizzata dal legislatore con accezioni differenti a seconda del *locus* normativo in cui viene a situarsi[244]. Tale ricorso "funzionale" al concetto di interesse sociale

---

[242] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafi 3 e ss.

[243] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 5.

[244] In questo senso, ANGELICI, *Recenti decisioni in tema di interesse sociale e personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1977, p. 948, il quale esprime perplessità circa il fatto che l'interesse sociale possa avere un valore unitario per ogni momento della disciplina in cui rileva. Il concetto di interesse sociale ricorre, *direttamente* o *indirettamente*, in alcune norme e istituti chiave del nostro diritto societario. Tra questi, un posto di assoluto rilievo occupa, naturalmente, la disciplina del conflitto di interessi del socio, di cui all'art. 2373 c.c. Parimenti, l'art. 2441, comma 5, c.c. prevede una generale (ma limitata) facoltà di esclusione o limitazione del diritto di opzione negli aumenti del capitale sociale quando «l'interesse della società lo esige». Seppure non espressamente richiamato dalla disciplina positiva, tale nozione permea altresì gli istituti cardine della disciplina dell'amministrazione della società per azioni: dall'espressione di un generale vincolo degli amministratori al perseguimento dell'interesse sociale (cfr., su tutti, STELLA RICHTER JR., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di Libonati, Milano, 1995, p. 281 e ss.; ma anche DENOZZA,

rappresenta un'ulteriore profilo di frammentazione. In altri termini, quand'anche si potesse riscostruire una nozione unitaria sotto il profilo "descrittivo" (del che si dubita fortemente, per le ragioni di cui sopra), a ciò non corrisponderebbe comunque un uso uniforme sotto il profilo "normativo"[245]: e ciò anche solo limitandosi al solo ambito del diritto societario in senso stretto. Tale effetto risulta ulteriormente amplificato nel contesto di un sistema di regole (in specie, il diritto dei mercati finanziari) diverso da quello in cui la nozione di interesse sociale è stata originariamente concepita e viene generalmente utilizzata (cioè, appunto, il diritto societario). Pertanto, l'interprete è chiamato, nel ricostruire in via ermeneutica il significato della nozione in tale contesto, a tenere conto (anche, ma soprattutto) dei principi e degli obiettivi propri di quel sistema[246].

Da tutto quanto sopra discende la necessità di domandarsi se sia possibile pervenire in via interpretativa a una nozione di sintesi dell'interesse sociale nella società quotata – stante la sua collocazione all'intersezione tra i due sistemi normativi richiamati – ma, sopratutto, per quanto qui interessa, ai fini più specifici della disciplina delle comunicazioni selettive. In caso di risposta affermativa, occorrerà altresì comprendere quale sia il significato (o i significati) da attribuirgli in tale contesto.

A tal fine, è necessario tenere conto del fatto che la disciplina delle comunicazioni selettive assume connotati in parte diversi, almeno sotto il profilo del diritto positivo, a seconda della "tipologia di informazione" considerata (con ciò riferendosi principalmente alla dicotomia tra

---

L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione», op. cit., p. 12, e più di recente MONTALENTI, *L'interesse sociale*, op. cit., p. 307; *contra* l'opinione, invero risalente e largamente minoritaria, di BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 77-81), alla disciplina della responsabilità degli amministratori (così suggerisce STELLA RICHTER JR., *La collegialità*, op. cit., p. 280) e, naturalmente, a quella del conflitto di interessi degli stessi (che implica di definire l'interesse personale dell'amministratore in opposizione proprio all'interesse sociale). Ancora, il tema dell'interesse sociale ricorre – in maniera meno evidente dal punto di vista letterale ma altrettanto sostanziale – nella disciplina delle operazioni straordinarie, dell'acquisto di azioni proprie, del rifiuto di convocazione dell'assemblea, delle offerte pubbliche di acquisto (cfr. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, op. cit., p. 309-311), nonché, seppure in una diversa declinazione, in quella relativa ai gruppi di società (cfr., per i molti, SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi*, Torino, 1996; ID., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 115 e ss.; e MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci*, op. cit., p. 66 e ss.; MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 13-14-15 giugno 2014, Milano, 2015, p. 171-182).

[245] Ad esempio, è ormai convinzione consolidata che l'art. 2441, comma 5, c.c. faccia riferimento a una nozione di «interesse della società» strutturalmente diversa da quella che funge da parametro di confronto nella valutazione del conflitto di interessi del socio secondo l'art. 2373, comma 1, c.c. Riprova ne è, tra gli altri: (a) il fatto che soltanto nel secondo caso la sussistenza di tale interesse possa essere suscettibile, seppure in via eccezionale, di una valutazione postuma nel merito da parte dell'autorità giudiziaria (cfr. anche Cass. 28 giugno 1980, n. 4089, che afferma coerentemente la non censurabilità, in sede di legittimità, della decisione raggiunta dalle corti di merito); (b) il fatto che l'interesse sociale debba essere valutato in concreto nel primo caso e in via teorica nel secondo; (c) il fatto che nel primo caso l'interesse sociale non sia il prodotto della volontà della maggioranza, ma anzi che costituisca un limite oggettivo esterno alla prevalenza della stessa. A tale proposito si veda, per tutti, ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 e ss.

[246] Addirittura, secondo alcuni autori (DENOZZA, *Verso il tramonto*, op. cit., p. 87; ROSSI, *La metamorfosi*, op. cit., p. 1), la commistione sempre più stretta del diritto societario con le logiche e i meccanismi dei mercati finanziari comporterebbe un "inquinamento" della disciplina (societaria) della *società quotata* e, addirittura, la scomparsa dei suoi istituti caratteristici, tra cui proprio quello dell'interesse sociale.

informazioni privilegiate e non privilegiate)[247]. Al tempo stesso, come già sottolineato, la materia richiede, quanto più possibile, una disciplina unitaria sotto tutti i profili. Coerentemente, si procederà come segue. In primo luogo, si cercherà di capire se una nozione di interesse possa essere riscontrata, in funzione "giustificativa", nelle più rigida disciplina dettata dal MAR. In secondo luogo, si cercherà di illustrare che, poiché tale nozione discende da un'interpretazione conforme dei principi e delle norme di mercato, rispetto alla quale gli interessi del mercato e quelli dell'impresa tendono a convergere, essa può fungere da riferimento anche al di fuori dello stretto ambito oggettivo di applicazione delle norme in materia di *market abuse*.

5.1. L'interpretazione dell'«interesse legittimo» del MAR quale espressione di una generica preminenza dell'interesse sociale. Critica.

La maggior parte degli autori italiani che si sono occupati sinora del tema hanno evidenziato la sussistenza, in molti casi concreti, di un conflitto tra l'interesse del mercato a una tempestiva *disclosure* e l'interesse dell'emittente a un certo grado di riservatezza[248]. In tale contesto, essi rinvengono la principale causa di giustificazione delle comunicazioni selettive nella realizzazione dell'interesse sociale. Il bilanciamento tra gli interessi contrapposti deve essere cioè risolto – secondo tale tesi – in senso favorevole all'ammissibilità delle comunicazioni selettive ogni qual volta ci si trovi in presenza di un interesse sociale «preminente»[249]. Qualche autore si spinge anche oltre, affermando che «qualsiasi comunicazione selettiva è ammessa purché connessa alla realizzazione di un interesse della società»[250]. Al fine di legittimare tale interpretazione rispetto ai limiti delle norme del MAR, la nozione di «interessi legittimi dell'emittente» di cui all'art. 17, comma 4, MAR viene ricondotta, in via di approssimazione, a quella "tradizionale" di interesse sociale[251].

---

[247] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 3.

[248] In questo senso, ad esempio, ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, op. cit., p. 267, il quale rileva che «l'interesse della società debba cadere di fronte a quello generale alla "trasparenza" del mercato»; GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, op. cit., ma soprattutto ID., *Trasparenza e interesse societario*, op. cit., p. 255 e ss.; MONTALENTI, « *«Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *AGE*, 1/2013, p. 245; CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, p. 135.

[249] Così, ad esempio, STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in AA.VV., *Informazione societaria*, op. cit., p. 118, secondo il quale «occorre considerare se ed in quale misura i dialoghi con i soci […] possono ritenersi conformi all'interesse sociale, atteso che soltanto al ricorrere di tale condizione essi sono da considerare legittimi, non essendovi altrimenti una giustificazione per deviare dai canali di comunicazione normativamente previsti»; MONTALENTI, *Disclosure e «riservatezza»*, op. cit., p. 245 e ss.; CALVOSA, *op. ult. cit.*, p. 133 e in nota 133.

[250] Così MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 80.

[251] In questo senso, GIANNELLI, MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, paper presentato al convegno "*La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza*" (Roma 10-11 febbraio 2012), su http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/11996/giannelli_andrea_-_mosca_chiara.pdf, diffusamente nel testo; MONTALENTI, *«Disclosure» e riservatezza*, op. cit., p. 252; MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, op. cit., p. 923; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., in vari punti del testo, spec. p. 46 e 80; STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali*, op. cit., p. 118; ZOPPINI, *Informazione societaria e* corporate governance*: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in *Informazione societaria*

In tal contesto, non è però mai precisato a quale delle diverse interpretazioni di interesse sociale si faccia riferimento: l'impressione è quella che non si voglia, volutamente, affrontare la questione relativa alla natura dell'interesse sociale, quanto piuttosto limitarsi a fare riferimento all'interpretazione di tempo in tempo prevalente. Ragionevolmente, dunque, si può immaginare che la nozione presa a riferimento sia, ad oggi, quella conseguente alla teoria dello *shareholder value*[252]. A ben vedere, le fattispecie prese in considerazione tendono a confermare tale intuizione. Si tratta, infatti, di ipotesi generalmente coincidenti con quelle indicate nelle linee guida dell'ESMA quali ipotesi consentite di ritardo nella *disclosure*[253], in cui (quasi sempre) l'essenza della giustificazione si riviene di fatto nel conseguimento di una maggiore efficienza o di un risparmio di costi in capo all'emittente[254].

Secondo questa ricostruzione, in altre parole, le comunicazioni selettive si porrebbero *di per se* in inevitabile contraddizione con i principi e le regole che disciplinano l'informazione nelle società quotate; tuttavia, le stesse sarebbero ammissibili a condizione (da intendersi in tal senso come necessaria e sufficiente) che siano coerenti con la massimizzazione del prezzo delle azioni[255]. Alle stesse condizioni, gli stessi autori tendono a giustificare una (altrimenti) violazione della parità di trattamento[256]. L'impressione è che, là dove il MAR fa riferimento agli «interessi legittimi dell'emittente», tale dottrina sembri concentrarsi in modo particolare sulla seconda parte della locuzione, ponendo enfasi sul fatto che le comunicazioni selettive siano giustificabili soltanto laddove comportino un vantaggio *diretto* in capo all'emittente, di cui tutti gli azionisti possano appropriarsi equamente. Al contrario, poco se non alcun chiarimento viene dato in merito alla legittimità delle ipotesi in cui il vantaggio per l'emittente sia soltanto *indiretto*, ma la comunicazione comporti un vantaggio diretto soltanto per alcuni azionisti.

Tale ragionamento è per alcuni versi condivisibile, soprattutto là dove sembra implicare che le norme imperative poste dalla legislazione finanziaria a tutela dell'interesse generale degli

---

e corporate governance, op. cit., p. 85 e ss., spec. 94; CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 132-133, spec. nota 135.

[252] In questo senso, tra l'altro, esplicitamente MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 923.

[253] Si veda *infra*, nota 266.

[254] Tra queste, ad esempio: l'ipotesi di trattative in corso relative ad operazioni straordinarie riguardanti l'emittente o ad operazioni di cessione di partecipazioni rilevanti in altre società; l'ipotesi in cui sia necessario proteggere invenzioni o prodotti in fase di sviluppo e non ancora adeguatamente tutelabili tramite diritti di privativa; l'ipotesi di operazioni straordinarie che richiedano l'approvazione degli azionisti, *et cetera* (per una rassegna, cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 57-61).

[255] In questo senso, MONTALENTI, *Disclosure e «riservatezza»*, op. cit., p. 250, là dove afferma che «la *disclosure* selettiva trova sempre giustificazione nell'interesse sociale o comunque nell'interesse dell'impresa («l'interesse aziendale», in termini socio-economici»; GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario*, op. cit., p. 255 e ss. Analogamente, MOSCA, *loc. ult. cit.*: paradigmatico è, ad esempio, uno dei casi ivi illustrati, relativo all'ipotesi di ricapitalizzazione dell'emittente, ove si possa giustificare l'acquisizione di una previa indicazione da parte dei principali azionisti in merito all'intenzione di sottoscrivere l'eventuale aumento in opzione, al fine di evitare i costi economici e reputazionali di un'eventuale fallimento dell'operazione una volta già annunciata. In tale frangente, l'autore enfatizza come la *ratio* della giustificazione tenda a legittimare la comunicazione selettiva di informazioni riguardanti l'operazione soltanto, appunto, ai «principali azionisti».

[256] STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 123-124; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 79-80.

investitori debbano trovare, anche in assenza di disponibilità di cause di giustificazione espresse fornite dalle norme positive (o dall'interpretazione giurisprudenziale delle stesse), un limite *esterno* nell'interesse sociale dell'emittente, quale elemento di raccordo sistematico tra la disciplina in questione e i principi del diritto societario. In questo senso, il richiamo all'interesse dell'emittente svolge la funzione di consentire *per lo meno* quelle condotte selettive il cui divieto comporterebbe altrimenti una contraddizione insolvibile con i diritti, i doveri e i poteri attribuiti o riconosciuti da altre norme dell'ordinamento[257]. Per altro verso, il quadro teorico proposto da un lato solleva alcuni interrogativi ancora irrisolti e, dall'altro lato, forse per un eccesso di semplificazione, in alcuni casi può impedire di pervenire a una chiara soluzione del quesito principale in merito alla legittimità o meno di una data condotta.

Un primo problema è legato ai principi relativi all'interpretazione delle norme comunitarie. In particolare, i principi di interpretazione conforme[258] e di effettività[259] impediscono alle corti nazionali di applicare in maniera meno restrittiva le norme comunitarie in materia di *market abuse*, quale effetto dell'interazione delle stesse con norme e principi del diritto nazionale (ad esempio, quelle che stabiliscono, espressamente o per via interpretativa, cause di giustificazione ulteriori). Tale opinione, affermata già con riferimento alla precedente disciplina della MAD, si rafforza ulteriormente nel vigore della nuova disciplina del MAR, che ha prodotto un'armonizzazione pressoché completa della disciplina. Dal momento che l'obiettivo principale del regolamento è precisamente quello di fornire maggiore certezza in materia e assicurare condizioni applicative uniformi[260], gli interpreti nazionali mantengono un margine estremamente limitato per introdurre, direttamente o indirettamente, eccezioni ulteriori a quelle espressamente previste (o eventualmente derivanti dalla giurisprudenza comunitaria).

Nel caso di specie, ciò non preclude, al fine di interpretare la nozione di «interesse legittimo dell'emittente», di fare ricorso in funzione ermeneutica a concetti e principi propri

---

[257] Così MAUGERI, *op. ult. cit.*, p. 935, con particolare riferimento al *corpus* di disciplina in materia di attività di direzione e coordinamento. L'argomento può essere tuttavia esteso anche al di fuori di tale specifico ambito: si vedano ad esempio, L.A. BIANCHI, *Informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Milano, 1990, p. 149 e ss. (in materia di bilancio consolidato); BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 681 e ss. (in materia di bilancio e di controlli).

[258] L'obbligo di interpretazione conforme deriva dal principio di leale cooperazione sancito dall'art. 4 par. 3 TUE e grava sui giudici nazionali degli Stati membri, imponendo loro di rispettare la nomofilachia della Corte di Giustizia Europea che, ai sensi dei Trattati istitutivi, è investita del monopolio dell'interpretazione degli stessi e del diritto da essi derivato. In particolare, il giudice nazionale (e ciascun interprete del diritto nazionale) è obbligato a prendere in considerazione tutte le norme del diritto interno ed utilizzare tutti i metodi di interpretazione ad esso riconosciuti per addivenire ad un risultato conforme a quello voluto dall'ordinamento comunitario.

[259] Il principio di effettività prevede che, in assenza di specifiche norme comunitarie che disciplinino un aspetto di dettaglio inerente a profili regolati dalla legislazione dell'Unione Europea, spetta all'ordinamento nazionale fissarne la disciplina, in maniera tale che l'esercizio dei diritti conferiti dall'ordinamento comunitario non sia di fatto praticamente impossibile (cfr., ad esempio, Corte di Giustizia europea Caso C-604/11, *Genil*, 30 maggio 2013, AA (2013) 663, su alcuni aspetti regolati dalla MiFID). Con riferimento alla disciplina in esame, tale principio comporta che l'interpretazione nazionale non possa introdurre eccezioni o comunque interpretare le norme in maniera meno severa (cfr. BUSCH, *The private law effect of the EU market abuse regulation*, in 14 *Capital Markets Law Journal*, 2019, p. 303).

[260] Cfr. Considerando 4 e 5 del MAR.

dell'ordinamento societario nazionale, ma nel fare ciò si dovrà comunque pervenire a un'interpretazione coerente con il risultato voluto dall'ordinamento comunitario, e suscettibile di applicazione indifferenziata tra i diversi Stati membri. La nozione di interesse (sociale) può dunque rappresentare un valido strumento interpretativo di raccordo tra norme di mercato e norme societarie, così conferendo maggiore coerenza sistematica alla disciplina delle comunicazioni selettive. Tuttavia, è necessario che ciò non comporti, in via di fatto, un ampliamento troppo significativo delle ipotesi di ammissibilità oltre i margini indicati dal MAR[261].

In quest'ottica, si rileva una difficoltà oggettiva nell'identificare una nozione di interesse sociale univoca e potenzialmente trasversale ai diversi ordinamenti. È senz'altro vero che la teoria dell'interesse sociale come massimizzazione dello *shareholder value* rappresenta, nei suoi termini essenziali, il paradigma ancora dominante in quasi tutti gli ordinamenti occidentali[262]. Tuttavia, pure in tale quadro di sostanziale convergenza, diversa è, ad esempio, la considerazione che viene fatta in concreto degli interessi di altre *constituencies*. Inoltre, non può trascurarsi che il dibattito teorico sull'interesse sociale ha profonde radici nella cultura industriale e nel contesto socio-economico di ciascun ordinamento, il che comporta che lo stadio di maturità, i tempi, e i risultati di tale dibattito possano essere diversi, almeno in un orizzonte di breve termine tra l'uno e l'altro ordinamento, specie in un momento, come quello attuale, di significativo ripensamento del paradigma dominante[263].

In secondo luogo, non può tacersi delle autorevoli opinioni secondo le quali una nozione unitaria di interesse sociale nella società quotata sia soltanto una finzione, incapace di descrivere fedelmente la realtà effettuale[264]. L'analisi condotta in questo capitolo fornisce alcune ulteriori evidenze a sostegno di tale intuizione, proprio attraverso l'osservazione della prassi. Pertanto, è

---

[261] Così BUSCH, *The private law effect*, op. cit., p. 304.

[262] Si veda *supra*, nota 60.

[263] Si veda *supra*, nota 60, sopratutto con riferimento alle critiche avanzate nei confronti della teoria dello *shareholder value*. In questo senso, particolarmente significativo è il *New Statement on the Purpose of a Corporation* pubblicato dalla *Business Roundtable* in data 19 agosto 2019, che potrebbe marcare un significativo mutamento di paradigma: per alcuni primi commenti, si vedano, ad esempio, PIERCE, *Analysis of the Business Roundtable Statement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 26 settembre 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/26/analysis-of-the-business-roundtable-statement/; WINSTON, *Is the Business Roundtable Statement Just Empty Rhetoric?*, in *Harvard Business Review*, 30 agosto 2019, https://hbr.org/2019/08/is-the-business-roundtable-statement-just-empty-rhetoric; MINOW, *Six Reasons We Don't Trust the New "Stakeholder" Promise from the Business Roundtable*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 settembre 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/02/six-reasons-we-dont-trust-the-new-stakeholder-promise-from-the-business-roundtable/ (in termini più critici). In Italia una sintesi delle prime reazioni della comunità accademica internazionale alla dichiarazione della *Business Roundtable* è riportata da P. MARCHETTI, *Dalla* Business Roundtable *ai lavori della* British Academy, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1303 e ss. Non mancano, al tempo stesso, numerose letture ciniche, che ridimensionano, ove non riducono a zero, la rilevanza positiva di tale dichiarazione: una breve sintesi può rintracciarsi in ROE, *Why Are America's CEOs Talking About Stakeholder Capitalism Now?*, in *Project Syndicate*, 4 novembre 2019, https://www.project-syndicate.org/commentary/america-business-roundtable-ceos-corporate-purpose-by-mark-roe-2019-11?barrier=accesspaylog; e FRIED, *The Roundtable's Stakeholderism Rethoric is Empty, Thankfully*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 22 novembre 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/11/22/the-roundtables-stakeholderism-rhetoric-is-empty-thankfully/.

[264] Si veda *supra*, note 66e 67, e nel testo.

difficile pensare che un concetto dai contorni incerti e dalle molteplici sfaccettature quale quello di interesse sociale possa rappresentare a sua volta un criterio ermeneutico affidabile, specie in una materia così delicata come quella in esame. Ragionando diversamente, si rischierebbe di pervenire, alternativamente, a due esiti interpretativi contrapposti ma altrettanto estremi. Da un lato, cioè, si potrebbe arrivare a dire che, poiché l'interesse sociale è la somma degli interessi (per lo meno) degli azionisti, qualunque di questi interessi potrebbe in astratto costituire idonea giustificazione. Dall'altro lato, ancorando la nozione di interesse dell'emittente allo *shareholder value* in senso stretto, si rischierebbe di ammettere la legittimità di fatto delle sole ipotesi di ritardo espressamente consentite dal MAR.

La prima conclusione si porrebbe in contraddizione con le indicazioni di massima dettate dai giudici comunitari[265] e dalla normativa secondaria, che si esprimono a favore di un'interpretazione restrittiva delle norme del MAR rispetto alla *selective disclosure*. In particolare, occorre ricordare che le linee guida dell'ESMA, contengono una lista di fattispecie-tipo in cui la comunicazione immediata al pubblico configura una violazione dei «legittimi interessi dell'emittente»[266]: sebbene tale lista sia da intendersi indicativa e non esaustiva[267], dai lavori preparatori si evince chiaramente la volontà di evitare un eccessivo ampliamento delle fattispecie per via interpretativa[268]. La seconda conclusione sarebbe altrettanto irragionevole, dal momento che l'area del ritardo nelle comunicazioni è, chiaramente, più ristretta di quella dei dialoghi selettivi in generale. Opinando diversamente, si finirebbe per disconoscere qualsiasi legittimità a tale fattispecie al di fuori di quanto strettamente previsto dalle norme positive, il che contraddice apertamente le convinzioni degli stessi autori favorevoli, nonché i presupposti stessi dell'esistenza del dibattito in materia.

In terzo luogo, le tesi qui sottoposte a critica inferiscono l'esistenza di una generale causa di giustificazione delle comunicazioni selettive, riconducibile alla sussistenza di un interesse dell'emittente, a partire dall'analisi delle fattispecie del MAR che aprono uno spiraglio alle comunicazioni

---

[265] Nel senso di un'interpretazione restrittiva delle fattispecie ammissibili di *selective disclosure*, nel vigore della disciplina precedente (Direttiva 89/592/CEE) si esprime la Corte di Giustizia europea nel caso *Grongaard and Bang*, op. cit. (cfr. GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la* Market Abuse Regulation, in *Riv. soc.*, 2018, p. 117).

[266] Cfr. ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate* (ESMA/2016/1478), par. 8. Tale elenco riprende, con alcune integrazioni ed aggiornamenti, l'elenco contenuto all'art. 3(1) della Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, implementativa della MAD, il cui contenuto è ora integralmente riprodotto al Considerando 50 del MAR.

[267] Così ESMA, *Consultation Paper: Draft guidelines on the MAR* (ESMA/2016/162), 28 gennaio 2016, https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-guidelines-market-abuse-regulation, paragrafo 69: «*[i]t should be highlighted that such list is not meant to be exhaustive and issuers may be in other situations where they have legitimate interests to delay the disclosure of inside information*». Per altro, l'inclusione nella lista non comporta la possibilità automatica ritardare sempre e comunque la comunicazione: cfr. PIETRANCOSTA, *Article 17*, op. cit., p. 373, con riferimento alla lista precedentemente elaborata da CESR nel vigore della MAD, e ora sostanzialmente rifusa nelle linee guida del MAR.

[268] Cfr. ESMA, *Consultation Paper*, loc. ult. cit. In particolare, come sottolineato da PIETRANCOSTA, *Article 17*, op. cit., p. 375, il fatto che numerose altre fattispecie, inizialmente prese in considerazione in sede di consultazione pubblica (ad esempio, la notizia relativa alle dimissioni del CEO), siano state espunte dal novero delle fattispecie elencate, chiaramente tradisce tale preoccupazione.

selettive e, in particolare dell'ipotesi di (legittimo) ritardo nelle comunicazioni al pubblico[269]. Anzitutto, è bene rimarcare che trattasi di fattispecie distinte, che si sovrappongono soltanto in una limitata parte. Inoltre, il riferimento alle fattispecie espressamente regolate dal MAR non è in grado di fornire alcun aiuto interpretativo nelle ipotesi – a dire il vero, le più importanti e problematiche – in cui le comunicazioni selettive attribuiscono un vantaggio informativo a una determinata categoria di azionisti rispetto alle altre, senza determinare un vantaggio *immediato* all'emittente. Si è visto, infatti, in precedenza che gli interessi delle diverse categorie di azionisti tendono a divergere e a confliggere tra loro: in questa prospettiva, fare riferimento a una generica nozione di interesse sociale non consente di pervenire a un criterio per identificare in concreto le condotte legittime e quelle illegittime.

Accordare all'una piuttosto che all'altra categoria di azionisti un migliore trattamento comporta una sensibile alterazione dell'equilibrio nei rapporti di potere tra gli azionisti (nonché tra gli stessi e le altre *constituencies*). Ragionando nella maniera sopra illustrata, si rischia di considerare in maniera eccessivamente favorevole le ipotesi di comunicazioni a favore del socio di controllo: sia per l'eccessiva genericità della nozione di interesse sociale, sia perché *in concreto* l'interesse sociale viene di fatto ad essere definito, nella maggioranza dei casi, sulla base di quello del socio di controllo[270]. Per contro, le comunicazioni effettuate agli azionisti di minoranza tenderebbero ad essere vietate, poiché il loro effetto positivo sull'emittente è soltanto *indiretto* e differito, mentre, nell'immediato esse comportano un apparente trattamento di favore solo nei confronti di alcuni soci (cioè coloro che ricevono le informazioni). Tale risultato sarebbe paradossale: si finirebbe cioè per favorire proprio quegli interessi (*i.e.* del socio di controllo) che, in un'ottica di *corporate governance* e di legislazione dei mercati necessitano di maggiore supervisione e alla cui regolazione è volta la stessa disciplina della *disclosure*[271], penalizzando invece proprio i soggetti che sono strutturalmente deputati a tale supervisione.

D'altro canto, anche ricondurre, come fanno alcuni autori, la giustificazione delle

---

[269] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 4.

[270] Non a caso, nella maggioranza delle ipotesi di comunicazioni selettive considerate (pacificamente) ammissibili dalla dottrina il tema delle comunicazioni al socio di controllo riveste un ruolo preponderante, se non esclusivo: cfr., ad esempio, MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit., p. 907 e ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 57-61; ZOPPINI, *Informazione societaria*, op. cit., p. 85 e ss., spec. 86-88; CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 133, nota 135 (soltanto incidentalmente, ove afferma che «[i]n un ordinamento a forte concentrazione proprietaria (come il nostro) ipotesi di comunicazione selettiva di informazioni sensibili avvengono sovente in sede di colloqui tra la società e i soci di controllo»; per una disamina approfondita del problema nel contesto delle società a proprietà diffusa, si veda CHOI, TALLEY, *Playing Favorites with Shareholders*, in 75 *Southern California Law Review*, 2002, p. 272 e ss., spec. 285, 307-310, ove si inquadra il fenomeno della selective disclosure nei confronti degli azionisti più rilevanti nel contesto del più ampio fenomeno del "*favoritism*").

[271] Come evidenziato da ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets*, op. cit., p. 516-520 e ss., le regole sulla *disclosure* svolgono anche un fondamentale ruolo di *governance*, riducendo i costi di monitoraggio e dunque riducendo gli effetti degli *agency problems* tipici della struttura della *corporation*. Nel medesimo senso, anche MAUG, *Insider trading legislation and corporate governance*, in *European Economic Review*, 2002, p. 1569 e ss. e, più di recente, CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 133 (secondo cui «una maggiore trasparenza può stimolare un più attivo impegno da parte dei soci, consentendo un più efficace monitoraggio sull'attività sociale con benefici a lungo termine sull'intera compagine sociale»). Tale effetto di *governance* è altresì riconosciuto nel Considerando 19 del MAR.

comunicazioni selettive nel caso degli investitori istituzionali alla realizzazione di un interesse sociale genericamente individuato nell'efficienza derivante dall'attività di *monitoring*[272], non convince fino in fondo: cioè nella misura in cui non considera le differenze tra le diverse tipologie di azionisti nella propensione all'attivismo o, al contrario, all'apatia razionale, finendo quindi, nel trattare tutti i casi in maniera uniforme, per determinare un livello di informazione selettiva inefficiente (per eccesso o per difetto).

5.2. Una proposta alternativa: l'interpretazione "funzionale" dell'interesse dell'emittente nella disciplina dei mercati finanziari (e del MAR)

Alla luce delle problematicità sopra evidenziate, si propone di seguito una chiave di interpretazione alternativa. Attesa la molteplicità di interessi che connotano gli azionisti della società quotata, la domanda centrale cui occorre dare risposta è quale sia il criterio da impiegare al fine di discernere quelli che "giustificano" le comunicazioni selettive. Tale criterio non è sovrapponibile a quello dell'interesse sociale per la fondamentale ragione, oltre che per gli argomenti sopra riportati, che, almeno con riferimento all'ambito di applicazione della disciplina *market abuse*, nella valutazione del legislatore vengono in rilievo anche interessi generali ulteriori rispetto a quelli (di natura privata) "interni" alla società.

A tale proposito, due sono le indicazioni fondamentali che il legislatore stesso fornisce nel MAR, dalle quali si deve partire. Anzitutto, al considerando 19 si ribadisce che «le discussioni [selettive] di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza […] sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate». Con ciò ribadendo l'esistenza di un qualche spazio di legittimità per tali condotte. L'indicazione più precisa che fornisce il legislatore è però contenuta, come già accennato, proprio nell'art. 17, comma 4, MAR, là dove richiede la sussistenza di un interesse *legittimo*. Tale nozione implica, evidentemente, una valutazione di conformità rispetto al sistema normativo: l'oggetto di tale valutazione è costituito dall'interesse (facente capo alle diverse categorie di azionisti) che le comunicazioni selettive soddisfano in concreto, mentre il criterio di valutazione sarà rappresentato dalla congruità di tale interesse con gli obiettivi protetti dalla legislazione dei mercati. Resta quindi da ricostruire quali siano gli obiettivi perseguiti dal legislatore in tale contesto e in che misura le comunicazioni selettive possano favorirli o comunque non ostacolarli in maniera eccessiva.

I meccanismi e la disciplina dell'informazione societaria rappresentano un elemento cardinale del funzionamento dei mercati finanziari: una delle principali peculiarità di tali mercati è che le transazioni tra gli operatori hanno ad oggetto beni e/o contratti complessi, il cui prezzo tuttavia non è funzione (esclusiva) del loro valore, bensì dipende dal *set* di informazioni disponibili[273].

---

[272] Cfr. STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 118-123.

[273] Secondo la teoria economica più recente, il concetto di efficienza "informativa", quale capacità dei prezzi di riflettere tutte le informazioni disponibili (secondo le tre varianti della *Efficient Capital Markets Hypothesis*) non coincide con quella di efficienza "fondamentale", nell'accezione per cui «*[m]arkets are efficient in the fundamental value sense if stock prices respond to available information not only quickly but accurately, so that market prices mirror*

Secondo la teoria economica tradizionale, l'efficienza (e quindi, in una prospettiva di sistema più ampia, l'utilità sociale) dei mercati finanziari, intesa nelle sue tre accezioni tipiche – allocativa, istituzionale e operativa – dipende dalla possibilità di circolazione delle informazioni[274]. Da ciò dipende, in altre parole, la capacità dei mercati di svolgere la loro funzione in maniera sostenibile e duratura. Attesa la distanza, più o meno significativa, che separa il funzionamento di tali mercati in concreto dai modelli teorici di *full informational efficiency* (nell'accezione di efficienza "forte" secondo il modello della *Efficient Capital Markets Hypotesis*, o "ECMH", elaborato da Fama[275]) delineati dagli economisti, il compito principale della regolamentazione finanziaria è quello di determinare regole che consentano di avvicinarsi il più possibile (asintoticamente, potremmo dire) alle condizioni del modello ideale, attraverso l'eliminazione dei fallimenti del mercato[276]. È ciò che sottende, ad esempio, la norma programmatica di cui all'art. 91 TUF, che, nel definire i poteri dell'autorità primariamente incaricata della supervisione e della regolamentazione dei mercati finanziari, afferma: «[l]a Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'*efficienza* e alla *trasparenza* del *mercato del controllo* societario e del *mercato dei capitali*» (corsivo aggiunto).

Coerentemente, anche il principio di parità di trattamento deve essere letto e interpretato nella medesima logica. Nonostante le suggestioni che il concetto potrebbe richiamare dall'esperienza di altre discipline giuridiche, è infatti opinione prevalente e condivisibile che tale principio non abbia in questa sede alcuna connotazione etica o morale, né sia volto alla tutela di un qualche diritto soggettivo dell'investitore[277]. Al contrario, la regola di parità di trattamento, a prescindere

---

the best possible estimates, in light of all available information, of the actual economic values of securities in terms of their expected risks and returns», così STOUT, *The Mechanisms*, op. cit., p. 640-641): sul punto si veda, ampiamente, ID., *op. ult. cit.*, p. 643-650, e spec. 651.

[274] Per una sintesi, cfr.,VEIL, *European Capital Markets Law*, op. cit., p. 265-269; VENTORUZZO, *The Concept of Insider Dealing*, in *Market Abuse Regulation*, op. cit., p. 20-23.

[275] Nonostante vi sia un significativo dibattito tra gli economisti in merito alla capacità dei mercati finanziari moderni di funzionare secondo un meccanismo di efficienza informativa semi-forte, è sostanzialmente incontroverso, invece, che nessun mercato sia efficiente in senso forte (così VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, p. 21; per una ricostruzione delle tre diverse fattispecie si veda MALKIEL, *Efficient Capital Markets Hypothesis*, op. cit., p. 739-742, spec. 741 (con conclusioni sostanzialmente analoghe).

[276] Cfr. VEIL, *European Capital Markets Law*, op. cit., p. 270, secondo cui «*[t]he benchmark of full market efficiency could work as such a standard for the regulation of capital markets* […] *In Economics the reference model and benchmark is usually an allocationally efficient market and all deviations from this which occur in reality are immediately classed as market failure. In order to counteract market failure, regulatory intervention is regarded necessary*»; SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform*, Wolters Kluwer, 2011, p. 55-98; ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 525.

[277] In questo senso, già ANGELICI, *Note in tema di informazione*, op. cit., p. 249-251 («[s]i tratta cioè, a mio parere, di respingere la suggestione che potrebbe derivare da formule come quella della «trasparenza»: per noi, evidentemente, l'esigenza di un'informazione non coinvolge valori etici […] l'informazione non assume per lui [l'investitore] un valore in quanto tale e di per sè, ma semplicemente strumentale a quei fini economici. […] Do per scontato che tra le finalità della nuova legge [il riferimento è all'art. 114 del TUF] vi sia quella di rafforzare l'«efficienza» del mercato finanziario: intendendo tale nozione in un senso tecnico, quella situazione cioè in cui il mercato è in grado di apprezzare le informazioni in esso disponibili; in cui, in sostanza, il prezzo è idoneo a rifletterle»); più di recente, VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, p. 23, il quale, pur evidenziando come le regole di *disclosure* (in particolare nella parte in

per ora dall'interpretazione che si voglia attribuirle in concreto, è funzionale, analogamente alle regole di *disclosure*, all'eliminazione delle asimmetrie informative tra i partecipanti al mercato (in particolare, degli investitori *vis-à-vis* gli emittenti), che altrimenti, riducendo la fiducia degli investitori nei mercati finanziari, ne comprometterebbero l'efficiente funzionamento.

Alla luce di tutto ciò, in che misura le comunicazioni selettive possono risultare ammissibili in maniera coerente con la logica del sistema così delineata? Per dare una risposta è necessario comprendere come, in concreto, la disciplina della *disclosure* contribuisca a una migliore efficienza dei mercati finanziari. Alcuni autori hanno tentato di individuare i meccanismi mediante i quali l'efficienza del mercato predicata dalla ECMH si realizza in concreto[278]. Una delle funzioni principali, se non la principale, riconosciute alla *mandatory disclosure* è quella di ridurre i costi transattivi dell'informazione[279]. Reperire, verificare e analizzare le informazioni comporta un costo intrinseco, la cui entità varia in dipendenza di una serie di circostanze, tra cui in particolare la complessità dell'informazione[280]. Più l'informazione è complessa, maggiore è il costo necessario per trasformarla in un *input* sotto forma di prezzo, più i mercati risultano meno efficienti sotto un profilo allocativo (cioè nel selezionare correttamente le migliori opportunità di investimento). Minore efficienza allocativa comporta, alla lunga, una perdita di fiducia degli investitori nei mercati e, agli estremi, un collasso degli stessi e conseguentemente del sistema delle imprese che vi partecipa. Un primo canale, diretto, attraverso cui la *disclosure* aumenta l'efficienza allocativa del mercato è, dunque, quello dei prezzi.

La seconda (e forse più importante, almeno ai presenti fini) funzione della *disclosure* è quella di *corporate governance*. L'informativa societaria riduce l'asimmetria informativa tra *principal* (gli azionisti, e in particolare quelli di minoranza) ed *agent* (i *manager* o gli azionisti di controllo, a seconda dei casi), ponendone il costo a carico di chi ne ha più facile accesso (c.d. *cheapest cost avoider*)[281]. Così facendo, essa favorisce l'attività di monitoraggio da parte dei primi del *management* e, negli ordinamenti a proprietà concentrata, degli azionisti di maggioranza, tramite l'esercizio informato dei propri diritti partecipativi.

A ben vedere, le due funzioni della *disclosure* qui illustrate perseguono, in ultima istanza,

---

cui proibiscono l'*insider dealing*) possano rappresentare uno strumento «*to foster fairness*», sottolinea il prezzo di tale *unfairness* in termini di efficienza. In questo senso anche MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 701-702, che riconduce l'importanza di conservare la fiducia degli investitori nel *market egalitarianism* o la fiducia nell'uguaglianza nell'accesso alle informazioni sul mercato all'obiettivo ultimo di non danneggiare i meccanismi di mercato di formazione dei prezzi e, quindi, di efficienza allocativa del capitale.

[278] Cfr. GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms*, op. cit., p. 549 e ss., e ID., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later*, op. cit., p. 715 e ss.

[279] Cfr. VEIL, *European Capital Markets Law*, op. cit., p. 271.

[280] Cfr., per tutti, GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later*, op. cit., p. 720-721 (riprendendo le precedenti tesi illustrate in ID., *The Mechanisms*, op. cit., p. 593-609), e STOUT, *The Mechanisms*, op. cit., p. 651-659, i quali evidenziano come informazioni di tipo diverso comportano tempi diversi per essere processate e incorporate nei prezzi di mercato. Coerentemente varia anche la capacità del mercato di "disciplinare" gli emittenti sulla base delle loro *performance*.

[281] Cfr. MAHONEY, *Mandatory Disclosure As a Solution to Agency Problems,* in 62 *University of Chicago Law Review*, 1995, p. 1047 e ss., spec. 1051-1054; SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure*, op. cit., p. 99-163; ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets*, op. cit., p. 517 e ss.

un obiettivo comune: riducendo i costi dell'informazione, consentono al mercato di esercitare la propria forza "disciplinante" nei confronti delle imprese partecipanti, premiando quelle più efficienti ed esercitando maggiore pressione su quelle meno efficienti, al fine di favorirne un cambiamento in senso migliorativo (o, nell'ipotesi peggiore, la fuoriuscita dal mercato e la sostituzione con *player* più efficienti). Tale azione disciplinante si esercita, in particolare, attraverso due forme complementari e non vicendevolmente sostitute: da un lato, le scelte di investimento (e, in particolare, la c.d. *Wall Street rule*) compiute da parte della platea di investitori e, dall'altro lato, il monitoraggio e l'attivismo compiuto dagli investitori di minoranza. In tale contesto, la disciplina della *mandatory disclosure* può non essere in grado, come già accennato[282], di garantire *di per sé*, o comunque da sola, il risultato richiesto, per lo meno per due ragioni fondamentali.

Il primo motivo, è dovuto alla crescente complessità delle informazioni e del fenomeno della c.d. *information overload*[283]. Ciò che accade sempre più spesso è che il semplice obbligo di diffusione dell'informazione da parte degli emittenti non è sufficiente a colmare, in concreto tale *gap*, in quanto, sebbene l'informazione sia astrattamente resa disponibile, gli investitori non sono in grado di individuarla e processarla in maniera tempestiva ed efficiente. In questi casi l'informazione può essere diffusa soltanto attraverso il comportamento di attori istituzionali che hanno le competenze e le risorse per processare tali informazioni (c.d. *signaling*). Tuttavia, tali soggetti possono non avere incentivi economici sufficienti a intraprendere tale attività, laddove i benefici non giustifichino i costi, alla luce della strategia di investimento prescelta. E' questo il caso, ad esempio, dei grandi gestori di attivi, la cui strategia di investimento è fondata sull'ampia diversificazione[284].

La seconda e più importante ragione è che il "mercato", inteso in termini ampi e generali, non è sempre in grado di rappresentare uno strumento di "disciplina" sufficiente rispetto alle condotte dei soci di controllo (o del *management*). O, per lo meno, non sempre e non ovunque è in grado di farlo con gli strumenti più tradizionali, su tutti quello dei *takeover*: questo è ancor più vero negli ordinamenti dove la proprietà azionaria è maggiormente concentrata e, come nel caso dell'ordinamento italiano, dove le acquisizioni ostili sono molto rare[285]. Conseguentemente, è possibile che i costi prodotti dai conflitti tra *principal* ed *agent* tipici della società quotata possano essere contrastati efficacemente soltanto tramite meccanismi endogeni, e cioè attraverso il monitoraggio e l'*engagement* degli azionisti di minoranza, e tra questi in particolare di coloro che strutturalmente sono più adatti a sopportarne i costi.

In questo contesto, l'informazione selettiva può essere vista come uno strumento fondamentale per favorire l'esercizio del tale controllo da parte dei soggetti che sarebbero strutturalmente più adatti a farlo in una prospettiva complessiva[286], rimuovendo o riducendo gli incentivi razionali all'apatia. Poiché, come ho cercato di mettere in luce nel presente capitolo, gli effetti delle

---

[282] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 5.

[283] Cfr. STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1035-1039, ove ampi riferimenti bibliografici.

[284] Per un'analisi dettagliata del problema, si veda *supra*, Paragrafo 3.2.

[285] Cfr. BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, op. cit., p. 397 e ss.

[286] Cioè gli emittenti, in qualità di c.d. *cheapest cost avoider* (cfr. VEIL, *European Capital Markets Law*, op. cit., p. 273).

comunicazioni selettive sull'emittente e sul mercato sono diversi a seconda delle categorie di azionisti osservate, di tale differenza è necessario tenere conto nell'interpretazione (ma anche nell'attività di *policymaking*), se si vogliono perseguire in maniera coerente gli obiettivi programmatici posti dal legislatore. In quest'ottica, soluzioni che operino un trattamento differenziato tra diverse categorie di azionisti potrebbero essere tollerabili ed eventualmente preferibili, là dove coerenti con il principio di parità di trattamento, in almeno una delle sue possibili interpretazioni[287].

Alla luce di tutto quanto sopra, mi pare si possa concludere affermando che le comunicazioni selettive non comportano necessariamente un conflitto con le norme di mercato in tema di *disclosure*, almeno non sotto il profilo sostanziale e sistematico. Vi sono numerosi casi in cui esse possono promuovere, in ultima istanza, l'efficienza del mercato. In queste ipotesi, la giustificazione deriva non tanto da una interpretazione del concetto tradizionale di interesse sociale, quanto invece proprio dalla congruenza con gli obiettivi perseguiti dal legislatore (tale concetto può essere riflesso in una interpretazione teleologicamente orientata del concetto di «interessi legittimi»). Facendo ricorso invece all'interesse sociale inteso in un'accezione tradizionale, quale criterio discretivo, si rischierebbe paradossalmente di concludere in senso contrario alla loro ammissibilità (se non al costo di una forzatura interpretativa): in particolare, nell'ipotesi in cui gli effetti positivi siano associati al fatto che il destinatario dei flussi selettivi non sia l'azionista di maggioranza o di controllo, dal momento che il metodo tradizionale di soluzione dei conflitti tra azionisti – cioè il principio maggioritario[288] – ne comporterebbe in concreto la probabile soccombenza.

Occorre però fare un'ulteriore precisazione. La congruenza con la diversa nozione di interesse sopra delineata non è sufficiente *di per sé* a legittimare le comunicazioni selettive, dovendo comunque ricorrere, anche in questi casi, un interesse sociale. Da questo punto di vista, dando ora per assunta l'adesione all'approccio pluralistico al tema dell'interesse sociale, gli interessi astrattamente qualificabili come sociali (che quindi congiuntamente contribuiscono alla nozione di interesse sociale), se da un lato devono, in una prospettiva generale, essere comuni a tutti gli azionisti, dall'altro lato si possono manifestare in concreto in maniera diversa con riferimento all'una o all'altra tipologia di azionista che si voglia considerare[289]. Così, ad esempio, le diverse visioni in merito all'orizzonte temporale dell'investimento o ai profili di diversificazione del medesimo, se da un lato attengono all'investimento azionario sotteso al contratto sociale, e dunque possono qualificarsi a

---

[287] Si veda *infra*, paragrafi 6 e ss.

[288] Cfr., per tutti, ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 111, ove ulteriori riferimenti bibliografici in tal senso.

[289] Cfr., in particolare, Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Giur. comm.*, 2007, II. p. 86 e ss., secondo cui possono considerarsi coerenti con l'interesse sociale, inteso come l'insieme degli interessi comuni dei soci, in quanto parti del contratto di società, i seguenti interessi, facenti capo agli azionisti: «alla produzione del lucro, alla massimizzazione del profitto sociale, inteso come massimizzazione del valore globale delle azioni o delle quote, al controllo della gestione dell'attività sociale, alla distribuzione dell'utile, alla alienabilità della propria partecipazione sociale, alla determinazione della durata del proprio investimento, e, quindi, allo scioglimento della società». Al tempo stesso, come osservato da ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 92, le teorie pluraliste (maggioritarie) implicano l'eventualità, invero sempre più frequente con il moltiplicarsi delle tipologie di soggetti investitori, che gli interessi qualificabili come sociali siano eterogenei tra loro, non solo con riferimento a singole operazioni ma anche «con riferimento alle ragioni alla base della […] partecipazione alla società».

ragione come "sociali", dall'altro lato vedono contrapposte le diverse "anime" in cui si articola, tipicamente ormai, la compagine azionaria della società quotata. In termini più pratici, ciò implica che potranno considerarsi altrettanto legittime, sotto il profilo dell'interesse sociale, le decisioni con cui l'organo amministrativo decida di dialogare selettivamente con un amministratore perché ritenga che tali comunicazioni consentano di conseguire un obiettivo, altrimenti non conseguibile, sia che esso in linea con una visione imprenditoriale di breve oppure di lungo periodo. In aggiunta però, l'interpretazione proposta in questo paragrafo impone di considerare tale decisione come legittima soltanto laddove essa sia coerente con il conseguimento, non in astratto bensì alla luce delle circostanze concrete (come si avrà modo di dettagliare meglio nei prossimi capitoli), di un effetto di incremento dell'efficienza complessiva del sistema finanziario. Al ricorrere di tali condizioni, come si vedrà, anche le comunicazioni selettive verso l'azionista di controllo potrebbero trovare giustificazione, sebbene in concreto tale ipotesi richieda particolari cautele, specie nel caso di informazioni privilegiate, in considerazione della disciplina restrittiva posta dal MAR.

6. Comunicazioni selettive e parità di trattamento

Come già indicato nel primo capitolo, l'altro grande ostacolo avverso le comunicazioni selettive e, più in generale, i dialoghi selettivi tra amministratori e azionisti, è rappresentato, almeno in apparenza, dal principio di parità di trattamento tra azionisti. Intuitivamente, infatti, tali condotte producono un vantaggio informativo, anche temporaneo, a beneficio soltanto di alcuni azionisti (o di alcune categorie)[290], a scapito della restante parte dell'azionariato.

A tale proposito si impongono un paio di precisazioni preliminari. In primo luogo, va detto che siffatto principio, ove se ne dovesse riconoscere l'esistenza e la valenza prescrittiva, si riferisce alle posizioni degli investitori *attuali* dell'emittente e non, invece, diversamente da quanto accade per le norme *market abuse*[291], al pubblico indistinto, inclusivo cioè anche degli investitori *potenziali*[292]. Inoltre, stante l'asserita portata generale del principio, che indiscutibilmente viene riferito

[290] Il problema, invero di tutta evidenza, almeno *prima facie*, è segnalato da numerosi autori: cfr., ad esempio, MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 75; STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 221; ma, soprattutto, ABRIANI, *Il «pungolo gentile» dell'assemblea*, op. cit., p. 33-35, che proprio su tale base ne argomenta l'inammissibilità. In senso parzialmente conforme a quest'ultimo, anche se soltanto in termini programmatici, OECD, *G20/OECD/Principles of Corporate Governance*, 2015, p. 30, ove si riporta che «*[s]uch a dialogue between institutional investors and companies should be encouraged, although it is incumbent on the company to treat all investors equally and not to divulge information to the institutional investors which is not at the same time made available to the market*».

[291] Infatti, secondo quanto precisato dalla Corte di Giustizia nel caso *Spector Photo*, la parità di trattamento derivante dalla disciplina *market abuse* riguarderebbe infatti solo le informazioni privilegiate (cfr. Caso C-45/08, *Spector Photo Group. NV v. Commissie voor het Bank, Financieen Assurantiewezen*, [2009] ECR I-12073, par. 48, ove si afferma che «[i]l divieto degli abusi di informazioni privilegiate di cui all'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6 [nella formulazione precedente al MAR] è volto pertanto a garantire la parità dei partecipanti ad una transazione di borsa evitando che uno di loro, che detiene un'informazione privilegiata e si trova, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito dell'altro, che tale informazione ignora»).

[292] In sostanza, il rispetto della parità di trattamento deve parametrarsi, per definizione, all'interno di un gruppo di soggetti convenzionalmente determinato, nella specie gli azionisti: ciò implica che ne beneficiano soltanto

alle società per azioni, esso trova applicazione (se del caso) a prescindere dalla natura delle informazioni, privilegiate o non privilegiate, oggetto di comunicazione. Da ciò si può comprendere facilmente come la soluzione della questione qui divisata sia complementare rispetto a quella relativa alla compatibilità delle comunicazioni selettive con le norme in materia di *disclosure*, di cui ci siamo occupati in precedenza.

In secondo luogo, facciamo qui riferimento alla nozione del principio di parità di trattamento in senso *sostanziale*, ovverosia all'(asserito) diritto degli azionisti ad essere trattati in modo uguale al ricorrere di condizioni identiche (eguaglianza tra *azionisti*), da non confondere con il principio di eguaglianza tra le *azioni* (o di parità relativa)[293]. A ben vedere, la fattispecie in esame presenta caratteristiche molto simili alle ipotesi nelle quali la dottrina ha tradizionalmente individuato un problema di parità di trattamento (come, ad esempio, le operazioni di riacquisto di azioni proprie, di richiamo dei decimi o di concessione del gradimento operate in via "selettiva" nei confronti soltanto di alcuni azionisti[294]). Riprendendo i termini efficaci elaborati da un autore[295], ci troviamo qui di fronte a una situazione in cui, rispetto a un'operazione non tipicamente societaria, ma piuttosto di scambio tra l'emittente ed alcuni azionisti, vengono in rilievo la posizione e gli interessi di una data categoria di azionisti. L'eventuale disparità di trattamento non si coglie qui nella prospettiva delle singole unità azionarie – anche alla luce del fatto che, come vedremo, è più che lecito dubitare dell'esistenza di un *diritto* dell'azionista, o di una categoria di azionisti, a ricevere comunicazioni selettive[296] e che in ogni caso tale diritto non sarebbe comunque proprio dell'azione ma, al più, del titolare[297] – bensì rispetto ai riflessi dell'operazione sulle «economie individuali»

---

coloro che fanno parte dell'organizzazione societaria in un dato momento. Tale aspetto rappresenta un carattere fondamentale di ogni problema di eguaglianza (cfr. MUCCIARELLI F.M., *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 181). Nello specifico, l'art. 92 TUF si riferisce a tutti i proprietari di *strumenti finanziari* (e non soltanto agli azionisti), i quali possono essere discriminati soltanto in base a differenze afferenti all'aspetto "proprietario": la differenza tipologica tra strumenti, cioè, rileva solo nella misura in cui determini differenti caratteristiche di mercato; in assenza di ciò, strumenti formalmente diversi (quali ad esempio azioni e obbligazioni) devono essere trattati in maniera uguale (cfr. ID., *op. ult. cit.*, p. 199; dello stesso avviso anche VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 17-18).

[293] La distinzione tra i due concetti, almeno in chiave tassonomica, può ritenersi ormai acquisita in dottrina (cfr., per tutti, D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 15-16 e 74-78), sebbene non manchino opinioni che, in mancanza di una formulazione normativa del primo principio (eguaglianza tra azionisti), tendono a farlo discendere dal secondo (eguaglianza tra azioni), e in particolare dalla norma di cui all'art. 2348, comma 1, c.c.: in questo senso, in particolare, PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi*, op. cit., p. 36 e ss., mentre, per una critica, si veda invece D'ALESSANDRO, *La Seconda*, op. cit., p. 3 e ss.; in termini ancora più puntuali, ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, p. 2-3, 10-11, il quale sottolinea come i due concetti debbano tenersi marcatamente distinti a livello ontologico («il tema della parità di trattamento può svolgere un ruolo autonomo solo nel presupposto che resti impregiudicato il *diverso* problema dell'uguaglianza dei diritti azionari; mentre altrimenti, se così non fosse, sarebbe il secondo profilo a risultare assorbente» (corsivo dell'autore)), sebbene sia ragionevole ricercare l'(eventuale) esistenza di un principio di uguaglianza *sostanziale* proprio a partire dal dato positivo offerto dall'art. 2348 c.c., riconoscendo, appunto, la continuità e contiguità dei due temi.

[294] Cfr. ANGELICI, *Parità di trattamento*, op. cit., p. 5-6.

[295] Cfr. ID., *op. ult. cit.*, p. 5.

[296] La questione sarà approfondita nel successivo capitolo terzo.

[297] Cfr. ANGELICI, *Parità di trattamento*, op. cit., p. 14, 16-18, che precisa come nelle fattispecie di dialoghi selettivi la società interagisce con gli azionisti in qualità di soggetto autonomo, pur esprimendo una *causa societatis*, il

degli azionisti, tanto di quelli beneficiati quanto (in negativo) degli esclusi. Pertanto, ciò su cui si può, e si deve, concentrare l'attenzione è se esista un principio generale di parità di trattamento tra gli azionisti, avente effettivamente portata prescrittiva, che ostacoli gli amministratori nel comunicare selettivamente con gli azionisti.

In terzo luogo, le problematicità che il principio di parità di trattamento solleva rispetto al tema in esame possono assumere rilievo soltanto laddove lo si consideri, almeno quale ipotesi di lavoro, nell'accezione c.d. "forte" suggerita da alcuni autori. Ovverosia quella secondo cui, almeno a livello tendenziale, le qualità soggettive degli azionisti – soprattutto, l'entità della partecipazione – non sono sufficienti *di per sé* a giustificare un trattamento diseguale (o, detto altrimenti, a far venire meno l'identità di condizioni)[298]. Senza entrare nel merito della correttezza di tale opinione, è facile constatare che, opinando diversamente, la questione perderebbe totalmente di rilievo, almeno ai nostri fini: probabilmente, basterebbe il semplice possesso di una partecipazione qualificata o il solo fatto di qualificarsi come investitore istituzionale per rimuovere ogni profilo di disparità di trattamento. Per queste evidenti ragioni, ai fini dell'analisi si presuppone l'adesione alla teoria più rigorosa. È comunque significativo notare che una delle pochissime pronunce giurisprudenziali che si sono finora espresse sull'interpretazione della parità di trattamento in Europa, per giunta proprio in materia di comunicazioni selettive, cioè quella riguardante il caso *Vase* deciso dalla Corte Suprema Danese, si sia pronunciata nel senso di ritenere che i dialoghi selettivi tra la società e il socio di controllo non violino la parità di trattamento in considerazione, tra l'altro, proprio del "peso" di tale azionista[299].

Così impostati i termini della questione, si può anzitutto osservare che il profilo della parità di trattamento nell'ipotesi di comunicazioni selettive non è oggetto di disciplina specifica da parte delle norme positive, né nazionali né comunitarie[300], e nemmeno di particolare attenzione da parte delle corti[301]. Pertanto, la compatibilità della condotta dell'emittente rispetto all'ordinamento deve essere valutata, sotto questo profilo, assumendo come parametro una nozione generale di parità di trattamento. Il che comporta una serie di significative questioni interpretative.

A tale proposito, è bene ricordare che, sebbene non si dubiti in dottrina dell'esistenza di

---

che può giustificare l'applicabilità, almeno in astratto, del principio di parità di trattamento.

[298] Cfr., per tutti, VENTORUZZO, *Art. 92*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, vol. 1, Milano, 1999, p. 16-18, che critica l'opposta tesi di FABRIZIO, *Art. 92*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 545 e ss.

[299] Cfr. Danish Weekly Law Report, U.f.R. 2006.3359 (2006) (Ugeskrift for Retsvaesen), riportato da STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., nota 151: «*[a]s a shareholder's "weight" within the company depends on the number of shares it holds, not all shareholders are the same*».

[300] Anche secondo quanto affermato dalla Corte di Giustizia nel caso *Spector Photo*, la parità di trattamento derivante dalla disciplina *market abuse* riguarderebbe infatti solo le informazioni privilegiate (cfr. Caso C-45/08, *Spector Photo Group*, op. cit., par. 48, ove si afferma che «[i]l divieto degli abusi di informazioni privilegiate di cui all'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6 [nella formulazione precedente al MAR] è volto pertanto a garantire la parità dei partecipanti ad una transazione di borsa evitando che uno di loro, che detiene un'informazione privilegiata e si trova, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito dell'altro, che tale informazione ignora»).

[301] Così STRAMPELLI, *op. ult. cit.*, p. 221.

una regola di parità tra soci[302], nel nostro diritto societario comune non si riscontra una formulazione espressa di tale principio, nemmeno in termini generali[303]. Per contro, una simile formulazione ricorre, in forme tra loro pressoché equivalenti, in numerosi corpi legislativi comunitari. In particolare, è significativo ricordare gli artt. 21(1) e 46 della Direttiva 2012/30/UE (c.d. Seconda Direttiva societaria, in materia di acquisto di azioni di proprie e riduzione volontaria del capitale), l'art. 65 della Direttiva 2001/34/CE (in materia di ammissione a quotazione di valori mobiliari e obblighi informativi), l'art. 4 della Direttiva 2007/36/CE (c.d. Direttiva Azionisti), l'art. 3(1) della Direttiva 2004/25/CE (in materia di offerte pubbliche di acquisto) e, infine, l'art. 17 della Direttiva 2004/109/CE (in materia di obblighi di trasparenza, la quale ha modificato la Direttiva 2001/34/CE). Inoltre, un'esplicita formulazione del principio di parità di trattamento è presente anche nel nostro ordinamento, con riferimento alle sole società quotate: ci si riferisce all'art. 92 TUF (e, precedentemente, all'art. 4-*bis* L. 216/1974, dal primo sostituito), il quale, al primo comma, di fatto recepisce e replica il dettato della Seconda Direttiva societaria, affermando che «[g]li emittenti quotati […] assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni».

La ripetizione in più corpi normativi eterogenei può essere foriera di confusione. In via di prima approssimazione, si potrebbe essere indotti a pensare, infatti, che essa sia la diretta conseguenza dell'esistenza di un generale principio che pervade l'intero diritto comunitario (o per lo meno l'ambito identificato come *European Company Law*). In realtà così non è. Come affermato infatti dalla Corte di Giustizia Europea nel caso *Audiolux*, l'esistenza di tale principio non può essere inferita dalla generalizzazione di disposizioni di diritto derivato volte alla disciplina di profili specifici al di fuori dello stretto ambito da esse regolato[304]. Coerentemente, le norme su cui è opportuno concentrarsi qui sono soltanto quelle che direttamente disciplinano la materia dell'informazione societaria e delle comunicazioni selettive, ovverosia l'art. 17 della Direttiva 2004/109/CE,

---

[302] La questione è stata affrontata in passato da numerosi contributi dottrinali e la conclusione deve ritenersi pressoché indiscussa (cfr. VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 10, ove ampi riferimenti bibliografici in nota; per una rassegna critica delle diverse teorie, cfr. D'ATTORRE, *Il principio*, op. cit., p. 14 e ss.), sebbene essa sia criticabile per l'eccessiva apoditticità (così *Idem*, p. 22).

[303] La mancata adozione (invero, facoltativa) del principio formulato nell'allora art. 42 della Seconda Direttiva CEE n. 77/91 (poi rifusa nella Direttiva 2012/30/UE) nel nostro ordinamento si deve a una precisa scelta operata in sede di discussione del disegno di legge di attuazione. In particolare, la commissione ritenne superflua la formulazione esplicita di una regola già riconosciuta all'interno dell'ordinamento e potenzialmente foriera di incertezze interpretative, temendo soprattutto il rischio di un'applicazione eccessivamente ampia del principio da parte delle corti (per un breve resoconto storico, cfr. D'ALESSANDRO, *La Seconda*, op. cit., p. 1-2, per altro critico nei confronti della scelta operata dalla commissione). Una scelta di fatto analoga (di non adozione a livello di diritto interno) è stata operata anche dal Regno Unito (cfr. DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: Fairness v. Precise Equality*, in 34 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2009, p. 873).

[304] Cfr. Caso C-101/08, *Audiolux SA et al. V. Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) et al. And Bertelsmann AG et al.*, [2009] ECR I-09823, par. 62, come commentata da F.M. MUCCIARELLI, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law*, in 7 *ECFR*, 2010, p. 162, che evidenzia come «*[t]he ECJ points out that, even assuming that a general principle of "equal treatment" exists under EU law, one needs to establish the legal means aimed at enforcing such principle and to protect minority shareholders*».

ritenuto da alcuni autori «*a substantial constraint on board-shareholder engagement*»[305], e l'art. 92 TUF, il quale, tra l'altro, ne ricalca in maniera pressoché identica il contenuto dei primi due paragrafi[306]. Con riferimento a quest'ultima disposizione, si può osservare altresì come la presenza di tale norma di fatto risolva, seppure limitatamente alle società quotate, gli interrogativi teorici legati all'esistenza e alla valenza normativa di un generale principio di parità di trattamento, in passato affrontati dalla dottrina italiana[307]. Poiché le finalità e l'ambito di tale norma sono tendenzialmente più ampie di quelle attribuibili ad un eventuale principio di parità di trattamento tra soci, ove formulato genericamente con riferimento a tutte le società di capitali[308], e poiché la trattazione che ci impegna è limitata anch'essa alle sole società quotate, è possibile prendere la prima norma quale esclusivo riferimento dell'analisi.

In sintesi, l'interrogativo cui si cercherà di dare risposta è il seguente: se e, nel caso, a che condizioni le comunicazioni selettive possono considerarsi compatibili con il principio di parità di trattamento, nella formulazione positiva offerta dal Testo Unico della Finanza. Stante l'assoluta genericità e vaghezza nella formulazione di tale principio[309], ciò impone preliminarmente di fare

---

[305] HIRT ET AL., *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Uberlegungen Zur Investorenkommunikation in Deutschland,* in 20 Die Aktiengesellscahft (AG), 2016, p. 724, 737 (riportato da STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., p. 221).

[306] Segnatamente, il primo paragrafo dell'art. 17 della Direttiva, dispone che «[l]'emittente di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato garantisce parità di trattamento per tutti i possessori di azioni che si trovano in condizioni identiche»; parimenti al secondo paragrafo si afferma che «[l]'emittente garantisce che tutti gli strumenti e informa- zioni necessari per consentire ai possessori di azioni di esercitare i loro diritti siano disponibili nello Stato membro d'origine». Da un confronto sinottico con, rispettivamente, i primi due commi dell'art. 92 TUF è agevole individuare la sostanziale identità tra le due formulazioni.

[307] Vi è chi ha correttamente sostenuto che la norma in questione nulla abbia a che fare con i profili societari, nel senso che «lungi dal disciplinare i rapporti interni tra soci ed organi sociali, è proiettata sul lato esterno della disciplina del mercato e dei soggetti che investono in esso» (così BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 574; nello stesso senso militano le considerazioni di altri autori, che parimenti argomentano sulla base del fatto che la disposizione in questione è rivolta a tutti «i portatori di strumenti finanziari»: si veda *infra*, nota 314). Anche nel caso delle comunicazioni selettive, sebbene esse si manifestino mediante canali tipicamente endo-societari ed abbiano, come visto, ripercussioni significative anche sulla *corporate governance*, e quindi sull'organizzazione, dell'emittente, quest'ultimo si pone in rapporto con i soci in maniera autonoma (cioè *uti tertii*) e non, invece, in virtù di atti di organizzazione (in questo senso ANGELICI, *Parità*, op. cit., p. 16, che qualifica lo scambio privilegiato di informazioni con i soci alla stregua di un rapporto contrattuale). In tal senso depone altresì la circostanza che tali comunicazioni, come vedremo (si veda *infra*, capitolo terzo, paragrafo 2.2), sono effettuate su base volontaria da parte del consiglio di amministrazione, dovendosi escludere, fuori da un limitatissimo novero di ipotesi eccezionali, un *diritto* del socio a ricevere informazioni selettive. Diversamente, nelle strette ipotesi in cui si configura un simile diritto, tale riconoscimento presuppone quale suo stesso fondamento una posizione di sovra ordinazione dell'azionista di controllo rispetto agli altri azionisti e, conseguentemente, una sospensione della parità di trattamento *ab origine*, per espressa volontà del legislatore.

[308] Così VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 11-12, 21, il quale sottolinea che «siccome […] le finalità di tutela dell'art. 92 appaiono più ampie rispetto a quelle perseguite dal principio di parità tra i soci, parrebbe doversi concludere che anche il concreto ambito di applicazione del primo principio sia più esteso del secondo», precisando in particolare come la norma in questione sia volta a favorire e proteggere il c.d. *market egalitarianism* (ID., *op. ult. cit.*, p. 18).

[309] Cfr., in maniera emblematica, DE LUCA, *Unequal Treatment*, op. cit., p. 857 e 871-873: «*the EU rule requires*

luce sull'interpretazione dello stesso e, in particolare, di attribuire un significato, teleologicamente e sistematicamente coerente, al concetto di «identiche condizioni».

6.1 La *ratio* della parità di trattamento nel diritto dei mercati

L'applicazione del principio di parità di trattamento impone di stabilire rispetto a che cosa i soggetti ad esso sottoposti devono essere trattati in maniera uguale. Nella prima parte di questo capitolo si è avuto modo di sottolineare che, in generale, ma soprattutto rispetto al tema dell'informazione societaria, le diverse categorie di azionisti sono contraddistinte da caratteri e interessi marcatamente diversi. Ciò impone, dunque, di selezionare un criterio in funzione del quale stabilire quando essi si trovino, o meno, in «identiche condizioni», ai fini dell'art. 92 TUF[310]. Secondo l'opinione di alcuni, ciò equivale, di fatto, a individuare quali tra gli interessi facenti capo alle diverse categorie di azionisti possano essere considerati "sociali", nell'accezione di protetti ai fini della parità di trattamento[311]. Il che evidenzia, nuovamente, la connessione tra la presente questione e quella affrontata nel precedente paragrafo 5. La selezione che l'interprete è chiamato così ad effettuare sconta un inevitabile grado di convenzionalità e reca con sé il rischio di una scelta eccessivamente arbitraria. Proprio per questa ragione, è opportuno che essa sia orientata al perseguimento della *ratio* della norma in questione (l'art. 92 TUF) e, più in generale, della disciplina in cui essa è collocata. In questo senso, mi pare condivisibile l'opinione di chi favorisce un approccio pluralistico al tema della parità di trattamento, che valorizzi le diversità di significato e di ruolo che tale principio può svolgere in relazione alle diverse vicende societarie[312], così consentendo di pervenire – almeno, a me pare – ad interpretazioni anche divergenti a seconda dei diversi contesti in cui si declina il problema (e, soprattutto, della diversità di contenuto delle norme positive). La validità di tale approccio mi sembra che trovi ulteriore conforto, nel caso di specie, nella circostanza che il legislatore ha sentito l'esigenza di inserire, solo con riferimento alla legislazione finanziaria, una regola espressa di parità di trattamento.

Venendo all'analisi del principio di parità di trattamento nei mercati finanziari, possono

---

equal treatment of shareholders who are in the same position. *This rule, however, is unclear and vague. Not surprisingly, the implementation of the equal treatment norm among the various European member States is highly heterogeneous*» (enfasi dell'autore), con riferimento alla formulazione di cui alla Seconda Direttiva, ma la conclusione si può egualmente estendere alla norma del TUF, che ne riproduce (al comma 1) pedissequamente i contenuti.

[310] Così, ad esempio, D'ALESSANDRO, *La Seconda*, op. cit., p. 5; D'ATTORRE, *Il principio*, op. cit., 14 (citato, in senso adesivo, anche da BUONOCORE, *Principio*, op. cit., p. 553); F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 181.

[311] Cfr. ANGELICI, *Parità di trattamento*, op. cit., p. 7.

[312] Cfr. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, op. cit., p. 97; dello stesso avviso, BUONOCORE, *Principio*, op. cit., p. 553, che suggerisce di «accantonare ogni tentativo di trattazione unitaria del tema», dal momento che le locuzioni "uguaglianza tra" e "parità di" «nient'altro rappresentano che espressioni riassuntive di una pluralità di discipline a seconda della situazione cui si riferiscono»; ancor prima, PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970, p. 23, 26, 39, riportato, in senso adesivo, da OPPO, *Eguaglianza e contratto*, op. cit., p. 642. Tale approccio interpretativo consente di fatto di realizzare quella flessibilità e adattabilità del principio auspicata anche da altri autori (tra cui, ad esempio, D'ALESSANDRO, *La Seconda*, op. cit., p. 2-3, che sottolinea la capacità di espansione di tale principio, proprio con riferimento al settore dei mercati finanziari; e VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 18, 22).

essere individuate due *ratio* fondamentali, tra loro connesse. La prima, più generica, è quella di proteggere le minoranze rispetto a comportamenti abusivi, non altrimenti sanzionati da altre norme positive, da parte del *management* o del gruppo di controllo. In questa accezione – che è quella tipicamente assegnata dalla dottrina al principio di parità di trattamento tra gli azionisti in generale (cioè anche al di fuori dell'ambito specialistico delle società quotate)[313] – la parità di trattamento riveste una funzione di chiusura del sistema. La seconda, specifica rispetto alla disposizione in esame, è quella di proteggere l'efficienza del mercato, evitando che comportamenti opportunistici determinino *chance* di investimento asimmetriche in capo agli investitori, e dunque di minare la fiducia nei mercati[314]. La possibilità di subire trattamenti non proporzionali comporta, infatti, una maggiore incertezza *ex ante* in capo agli investitori di minoranza e, conseguentemente, un incremento del costo del capitale[315].

D'altro canto, autorevoli studi economici evidenziano l'opportunità, in un'ottica di efficienza di sistema, di consentire a chi produce un *surplus* per la società di poterne profittare legittimamente, senza imporne la condivisione con tutti gli altri azionisti, a condizione che ciò non sia ottenuto in danno agli altri azionisti, ovverosia che la posizione di questi ultimi rimanga invariata[316].

---

[313] Cfr. ANGELICI, *Parità*, op. cit., p. 12-13 (in senso però apertamente critico; di avviso analogo F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 186-187, là dove ritiene che un diritto individuale alla parità non trovi cittadinanza nel nostro ordinamento, in quanto deve farsi rientrare nell'area dell'abuso); D'ATTORRE, *Il principio*, op. cit., p. 26, 31; BUONOCORE, *Principio*, op. cit., p. 562 (in termini molto generali); DE LUCA, *Unequal Treatment*, op. cit., 857 (il quale evidenzia, tuttavia, come la sostituzione della *equal treament rule*, tipica degli ordinamenti continentali europei, con una regola di *fairness*, come quella generalmente applicata dalla giurisprudenza delle corti americane del Delaware, consentirebbe di pervenire a risultati più efficienti).

In questo senso anche alcune pronunce giurisprudenziali: cfr. App. Milano, 21 novembre 1961, in *Giur. it.*, 1962, I, 2, p. 222; Cass., 7 aprile 1972, n. 1032, in *Foro it.*, 1972, I, p. 1566; Cass., 23 marzo 2004, n. 5724 e Cass. 2 aprile 2004, n. 6510, entrambe in *Società*, 2004, p. 1239 e ss., con nota di GENCO, come confermato anche dal commento generale di D'ATTORRE, *Il principio*, op. cit., p. 30-31.

[314] Cfr. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, p. 901-902: «[l]a disposizione [l'art. 4-*bis* L. 216/1974, precursore dell'attuale art. 92 TUF], che si muove evidentemente in una prospettiva di accrescimento del mercato mobiliare […] sembra concepita in modo da non toccare direttamente i rapporti corporativi endosocietari, tutelando piuttosto le potenzialità di guadagno, l'aspettativa del conseguimento di un plusvalore che sempre accompagna l'investimento in borsa»). Tale argomentazione discenderebbe, in particolare, dalla circostanza che la parità di trattamento nelle società quotate è predicata non dei soli azionisti ma di tutti i portatori di strumenti finanziari dell'emittente (in questo senso, anche F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 199 e ss., e VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 19, prevenendo però a conclusioni ancora più restrittive).

[315] DE LUCA, *Unequal Treatment*, op. cit., p. 890, che cita come esempio l'ipotesi di una distribuzione di dividendi su base non proporzionale, ma il discorso è trasponibile anche alla materia in esame. Negli Stati Uniti, l'effetto di aumento del costo del capitale è stato tradizionalmente sottolineato dalla Scuola di Harvard quale motivazione chiave per favorire l'adozione di una regola di *equal opportunity* (cfr., ad esempio, BRUDNEY, CLARK, *A New Look at Corporate Opportunities*, in 94 *Harvard Law Review*, 1981, p. 998 e ss.; BRUDNEY, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, in 71 *California Law Review*, 1982, p. 1072 e ss.; BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, in 98 *Harvard Law Review*, 1985, p. 1695 e ss.).

[316] Cfr. EASTERBROOK, FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in 91 *Yale Law Journal*, 1982, p. 698, 703-705, 708-711 (in materia di condivisione del premio per il controllo in ipotesi di vendita, ma estendibile *a fortiori* ai rapporti tra emittente e azionisti): «*[w]e argue, in contrast, that those who produce a gain should be allowed to keep it,*

Nonostante le critiche che possono essere avanzate nei confronti di questa teoria, essa evidenzia, in maniera sostanzialmente incontrovertibile, uno degli incentivi fondamentali all'investimento nel contesto organizzato delle società di capitali. Il concetto fondamentale è che qualsiasi attività generatrice di *surplus* (incluso, come si è visto, proprio l'attivismo degli azionisti) comporta dei costi: una regola di condivisione del solo guadagno con gli altri azionisti riduce e, in molti casi, azzera gli incentivi ad intraprendere un'azione efficiente (nell'accezione di Pareto) e quindi desiderabile in un'ottica complessiva. Poiché i costi sostenuti, in particolare quelli aventi forma di c.d. *opportunity cost*, non sono facilmente stimabili *ex ante*, di fatto impedendo un preciso bilanciamento tra costi e benefici, una regola di parità può avere l'effetto di scoraggiare *a priori* l'intrapresa di tali attività, anche in un numero di casi maggiore rispetto a quelli in cui non vi sarebbe effettiva convenienza (se misurata *ex post*)[317]. Sussiste dunque un interesse generale, anch'esso direzionato in ultima istanza all'efficienza del mercato, ma di segno opposto a quello sopra illustrato, a un'applicazione restrittiva del principio di parità di trattamento. La contrapposizione tra questi due argomenti esprime, ancora una volta, la tensione "classica" tra le istanze di *corporate governance* e quelle del diritto dei mercati finanziari, che particolarmente ricorre nell'ambito delle comunicazioni selettive[318].

Gli effetti positivi che l'attivismo (di qualsiasi matrice) può produrre a livello sistemico sono già stati illustrati in precedenza. Parimenti, si è fatta luce su alcuni meccanismi attraverso i quali l'attivismo si serve, e in una certa misura necessita, di canali di dialogo selettivo con gli emittenti per svolgere la propria funzione "disciplinante" sugli emittenti. Un eccesso di trasparenza, apparentemente auspicabile in un'ottica di asettico *favor* per gli investitori, rischierebbe di avere effetti controproducenti. Da un lato, infatti, ridurrebbe la convenienza per il socio di maggioranza a portare avanti il proprio progetto imprenditoriale, fino al limite di disincentivare un investimento ingente e poco diversificato. Dall'altro, come nel caso del mercato del controllo societario analizzato da Easterbrook e Fischel[319], l'attivismo degli azionisti di minoranza (quale moderno epigono[320]) richiede per funzionare che i soggetti attori possano trarne un beneficio individuale, cioè non condiviso con gli altri azionisti passivi e non soggetto a *free riding*[321]. Al tempo stesso, tale beneficio non deve comportare un danno per il *welfare* complessivo dell'emittente, che anzi dovrebbe idealmente risultarne, almeno in minima parte, aumentato al netto del beneficio privato.

Alla luce di tutto ciò, sembra coerente ritenere che l'interpretazione teleologicamente più corretta del principio di parità di trattamento sia quella che legittima le comunicazioni selettive a favore delle categorie di azionisti strutturalmente più inclini all'attivismo (incluso quello *sui generis*

---

subject to the constraint that other parties to the transaction be at least as well off as before the transaction. Any attempt to require sharing simply reduces the likelihood that there will be gains to share».

[317] Cfr. EASTERBROOK, FISCHEL, *Corporate Control*, op. cit., p. 708.

[318] Così STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 240.

[319] EASTERBROOK, FISCHEL, *Corporate Control*, op. cit., p. 708 e ss.

[320] Cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 241 e ss., che spiega come l'attivismo, in particolare degli *hedge fund*, abbia almeno in parte sostituito i *takeover* ostili quale strumento di disciplina delle società quotate americane, in particolare per l'eccessiva tolleranza del legislatore (in particolare nel *Williams Act*) nei confronti degli *anti-takeover devices*.

[321] Si veda *supra*, paragrafo 3.3, in particolare nota 182 e nel testo.

del socio di controllo[322]), nella stretta misura in cui esse siano marginalmente decisive per fornire gli incentivi necessari a non rimanere passivi (o a non investire nel controllo), senza danno nei confronti delle categorie escluse. Tale obiettivo è tutt'altro che teorico, se si considera, tra le altre cose, che le categorie che godono di minori incentivi all'attivismo sono anche quelle per le quali il beneficio marginale dell'informazione aggiuntiva avrebbe minor valore (*in primis*, gli azionisti-risparmiatori individuali). Nel complesso, le comunicazioni selettive potrebbero comportare una legittima disparità di trattamento a condizione che siano sorrette da una giustificazione economica, cioè laddove siano in grado di realizzare un effetto positivo in termini paretiani, come sopra illustrato. A questa condizione, tale disparità di trattamento non avrebbe conseguenze negative sull'efficienza del mercato e sulla fiducia degli investitori. Tutti gli investitori sarebbero infatti trattati equamente *ex ante*, salvo poi riconoscere un trattamento diversificato *ex post* in considerazione delle diversità risultati dalle dinamiche di mercato. Tale diseguaglianza di trattamento *ex post* non sarebbe percepibile come "ingiusta", non diversamente da quanto accade in una lotteria in cui tutti i partecipanti abbiano le stesse opportunità di vittoria al momento dell'acquisto del biglietto, ma che inevitabilmente si risolve con la vincita del premio da parte di uno solo[323].

Le considerazioni svolte sin qui suggeriscono la direzione verso cui l'interpretazione del principio di parità di trattamento *dovrebbe tendere*, almeno con riferimento alla specifica fattispecie qui in esame, in coerenza con gli obiettivi della disciplina e del sistema del diritto dei mercati nel suo complesso. Si tratta ora di comprendere in che modo esse possano essere recepite *rebus sic stantibus* nel contesto delle norme vigenti.

6.2 Le diverse interpretazioni dell'art. 92 TUF

Occorre ora domandarsi in che modo le considerazioni sviluppate sopra possano trovare accoglimento nel contesto normativo attuale, segnatamente in sede di interpretazione dell'art. 92 TUF. Ciò implica di affrontare due nodi fondamentali: (*a*) la formula «identiche condizioni» di cui al comma 1; e (*b*) la disposizione dei cui al comma 2, nella parte in cui prevede espressamente che gli emittenti «garantiscono a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli strumenti e le *informazioni* necessari *per l'esercizio dei loro diritti*» (corsivo aggiunto).

---

[322] Si veda *supra*, paragrafo 3.1. A ben vedere, l'azionista di controllo rappresenta il prototipo dell'investitore attivista "per eccellenza", nonostante a livello tassonomico tale definizione sia volta a individuare altre tipologie di investitori di minoranza. Sebbene esso goda di incentivi più forti a mantenere la propria posizione e ad esercitarne i diritti connessi, ciò non toglie che, a determinate condizioni (direi, estreme), essa possa cessare di essere funzionale al perseguimento del progetto imprenditoriale, e cioè nei casi in cui sia di fatto precluso all'azionista di controllo di imprimere in maniera pressoché assoluta la propria visione tramite l'esercizio dei diritti sociali.

[323] L'esempio è citato da EASTERBROOK, FISCHEL, *Corporate Control*, p. 704, al fine di dimostrare che la distribuzione ineguale dei profitti, ove paretianamente efficiente, è giustificabile anche sotto un profilo di "*fairness*", a condizione che le *chance* iniziali siano egualmente distribuite. Di fatto, tale idea esprime, in termini economici, l'opinione di chi ritiene che la parità di trattamento debba limitarsi a proteggere la conservazione delle opportunità *iniziali* di investimento nella fase di esecuzione del contratto (su tutti, OPPO, *Eguaglianza e contratto*, op. cit., p. 643, 645-646; dello stesso avviso, D'ALESSANDRO, *La Seconda*, op. cit., p. 10).

(a) Le «identiche condizioni» nell'art. 92 TUF

Come già accennato, l'individuazione del criterio con cui selezionare le condizioni che giustificano una disparità di trattamento rappresenta la questione cardine di ogni discorso sulla parità di trattamento. Nel caso di specie, la norma dell'art. 92 TUF modifica in un qualche modo i confini della questione rispetto al dibattito tradizionale, in quanto esprime una regola di parità che travalica i confini dell'organizzazione societaria[324]. A tale proposito, le principali proposte interpretative avanzate sono fondamentalmente tre.

Secondo una prima opinione, il principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF è «volto unicamente a tutelare le potenzialità di guadagno dell'investitore»[325], cioè all'aspettativa di *capital gain*. Conseguentemente, la parità di trattamento deve essere garantita agli azionisti «non tanto quando concorrono, come parti del contratto sociale, a formarne la volontà ed a gestirne l'impresa, ma quando, portatori di strumenti finanziari da essa emessi, perseguono la remunerazione sul mercato finanziario del loro investimento»[326]. Tale opinione riflette, in sostanza, l'idea della parità di trattamento quale espressione della regola paretiana di massimizzazione del *surplus* complessivo, sopra illustrata[327]. Essa consente, di fatto, qualsiasi disparità di trattamento che sia giustificata da un effetto positivo complessivo, purché non vi sia danno per i soggetti discriminati (o tale danno sia compensato attraverso un pagamento indennitario)[328].

La teoria in esame è stata criticata, in quanto non terrebbe in adeguata considerazione l'importanza che il riconoscimento di diritti di natura diversa (e, forse, lo stesso diritto ad un trattamento paritario) ha, di riflesso, anche sul valore degli strumenti finanziari[329]. È bene notare, tuttavia, che nel caso specifico che ci occupa le norme in materia di *insider trading* rendono già di per sé vietato monetizzare, sotto forma di *capital gain*, il beneficio derivante dalla violazione (astratta) della parità di trattamento (cioè la comunicazione selettiva di informazioni). È altresì vero che tali norme non prevengono la possibilità che le informazioni ricevute possano essere utilizzate a fini di *trading* in combinazione ad informazioni già in possesso del ricevente (c.d. *mosaic theory*). E ciò può accadere anche nel caso, invero più raro, in cui le informazioni comunicate selettivamente non abbiano natura privilegiata – e in tal caso non siano soggette, a prescindere, alla disciplina dell'*insider trading* – ma possano acquistare valore in combinazione con altre. Pertanto, l'utilità di una regola "aggiuntiva" di parità di trattamento sarebbe limitata soltanto queste ipotesi, invero tutt'altro che teoriche. A tal specifico riguardo, tuttavia, né la teoria in esame né l'opinione critica

[324] Si veda *supra*, nota 314 e nel testo.

[325] Così MONTANARI, *Il principio*, op. cit., p. 901-902.

[326] *Idem*, p. 903.

[327] Si veda *supra*, nota 316 e nel testo.

[328] Così secondo l'esegesi compiuta da VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 19, in senso critico, tuttavia.

[329] *Idem*, p. 20: «in una società quotata la posizione «amministrativa» di un socio […] veng[o]no valutate dal mercato esprimendo un prezzo per gli strumenti finanziari in esame che tiene conto anche di tale posizione. Non sembra quindi convincente la distinzione […] tra violazioni del principio di parità di trattamento che, non incidendo sulle «concrete e attuali *chance* di guadagno» sono lecite, e violazioni che, pregiudicando le aspettative di investimento dei risparmiatori, sono illecite».

menzionata sembrano, però, offrire un ausilio interpretativo decisivo. È innegabile, infatti, che le informazioni di cui il suddetto azionista sia, in ipotesi, già in possesso, possano rappresentare – almeno in termini oggettivi – un elemento scriminante rispetto al novero degli altri azionisti (perché ottenute, generalmente, proprio in virtù delle diverse caratteristiche strutturali dell'azionista e dell'attività che svolge); tuttavia, le opinioni citate non offrono indicazioni utili circa l'effettiva rilevanza scriminante (o meno) delle stesse.

Una seconda opinione, più restrittiva, individua nelle differenze tipologiche degli strumenti finanziari il criterio per distinguere tra eguali e diseguali[330]. Sul presupposto che la parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF non sia volta a proteggere i soci ma gli investitori, la differenza tipologica tra strumenti rileva ai fini della parità di trattamento solo se, e nella misura in cui, essa determini differenti caratteristiche di mercato e dia contenuto a diversi strumenti di investimento[331]. Ciò non implica, tuttavia, di dare rilevanza a una mera differenza nominalistica tra i vari strumenti, quanto, invece, alla natura economica dell'operazione di investimento sottostante: laddove essa sia sostanzialmente analoga, ecco che allora la parità di trattamento si dovrà applicare – secondo l'opinione in analisi – anche con riferimento a strumenti formalmente diversi (come, ad esempio, nell'ipotesi di azioni appartenenti a categorie differenti). In particolare, secondo la versione più rigorosa di tale teoria «[appare] più coerente […] ritenere che il principio di parità di trattamento operi con riferimento ad *ogni alterazione discriminatoria* (di fatto o di diritto, che incida sulle aspettative di guadagno o su altri aspetti della *complessiva posizione dell'investitore* rispetto all'emittente) di alcuni portatori di strumenti finanziari rispetto ad altri che si trovino in identiche condizioni»[332] (corsivo aggiunto). Tale opinione, se da un lato ha il merito di offrire un'interpretazione alternativa, di impronta più restrittiva, in merito a ciò che *non* costituisca elemento sufficiente a legittimare una disparità di trattamento, per contro, essa non sembra offrire uno spunto di soluzione al problema centrale, dal momento che non suggerisce alcun criterio alternativo[333]. A maggior ragione se si considera che l'autore stesso finisce comunque per ammettere la possibilità di giustificare la disparità di trattamento «dalla *diversità* della posizione dei soggetti nei confronti dell'emittente»[334], senza però offrire delucidazioni ulteriori al riguardo.

Infine, secondo una terza opinione, la parità di trattamento non assume dignità di limite autonomo all'autonomia statutaria, ma rappresenta soltanto uno degli *indici sintomatici* utilizzati al fine di selezionare le ipotesi in cui sia necessario reprimere, con gli strumenti appositamente predisposti dall'ordinamento, gli abusi realizzati nell'esercizio della prima[335]. Sempre secondo tale opinione, «il tema della parità di trattamento […] non consente di per sé l'individuazione di soluzioni, bensì soltanto eventualmente (a seconda della posizione generale che si preferisca adottare)

---

[330] Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 199 e ss., e VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, p. 19 e ss.

[331] Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 199.

[332] Così VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, p. 21.

[333] *Idem*, p. 22. Tale ragionamento, in assenza di una *pars construens* rischia di risolversi in un'evidente tautologia, come riconosciuto dall'autore stesso.

[334] *Ibidem*.

[335] Cfr. ANGELICI, *Parità*, op. cit., p. 12-13. In senso sostanzialmente analogo, F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, p. 186, seppure con limitato riferimento alle società per azioni in generale, e con esclusione dello specifico caso disciplinato dalla norma del TUF.

l'elaborazione di una tipologia delle ipotesi meritevoli di una risposta da parte dell'ordinamento giuridico»[336]. Da un punto di vista strettamente formale, l'affermazione secondo la quale, di fatto, il principio di parità di trattamento non trova cittadinanza nel nostro diritto societario si scontra, per lo meno nell'ambito delle società quotate, con l'esistenza della norma di cui all'art. 92 TUF. Tale apparente contrasto può tuttavia riconciliarsi osservando che tale affermazione si riferisce tendenzialmente ad una nozione *endosocietaria* di parità tra azionisti in quanto tali[337].

Sulle conclusioni di tale teoria convergono, a mio parere, pur con un certo grado di approssimazione, anche le opinioni apparentemente eterogenee di coloro che, da un lato, ritengono che la ricorrenza dell'interesse sociale sia sempre sufficiente a giustificare una disparità di trattamento[338], e, dall'altro, prendendo spunto dall'ordinamento americano, sostengono la possibilità di ridurre la regola di parità di trattamento a una mera regola di *fairness*[339]. Quest'ultima teoria, a sua volta, perviene a conclusioni non dissimili da quelle degli autori – menzionati con riferimento alla prima opinione qui illustrata – che giustificano le disparità di trattamento in base a una mera regola di efficienza paretiana[340].

Tale ultima opinione è, nei suoi tratti fondamentali, più convincente, per tre fondamentali ragioni: in primo luogo, perché fornisce un criterio interpretativo chiaro, per quanto estremamente riduttivo, suscettibile di applicazione concreta; in secondo luogo, perché introduce, al posto di un vincolo astratto e preventivo (di rispetto generalizzato della parità di trattamento) all'agire degli organi sociali, un criterio di valutazione *in concreto* ed *ex post* focalizzato all'individuazione delle sole condotte abusive, che garantisce maggiore flessibilità; in terzo luogo, perché appare maggiormente allineata con le finalità della norma e, più in generale, con i principi del sistema di disciplina degli emittenti. Per contro, è lecito nutrire alcune perplessità in merito al pressoché totale svuotamento del principio di parità di trattamento che essa comporta e, conseguentemente, della stessa norma di cui all'art. 92 TUF.

(b) La garanzia dell'emittente a fornire «tutte le informazioni necessarie»

Il secondo comma dell'art. 92 TUF detta una regola puntuale, attuativa e strumentale

---

[336] Così ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 13.

[337] Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 186.

[338] Cfr. ANGELICI, *Parità*, op. cit., p. 12; BUONOCORE, *Principio di uguaglianza*, op. cit., p. 562-563; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 80; ma *contra*, apparentemente PREITE, *Abuso di maggioranza*, op. cit., p. 42, secondo il quale il principio di parità di trattamento non troverebbe applicazione rispetto alle situazioni lesive di situazioni soggettive degli azionisti riconducibili a loro interessi sociali ma non a diritti.

[339] Cfr. DE LUCA, *Unequal Treatment*, op. cit., spec. p. 907 e ss.

[340] Si veda *supra*, paragrafo 6.1. Di fatti, il concetto di *fairness* implica la *necessità* di prendere in considerazione, in buona fede, gli interessi della minoranza (*rectius*, dei soggetti che subiscono la disparità di trattamento) quando ciò non comporti costi aggiuntivi, non, invece, necessariamente di doverli soddisfare a scapito di quelli di chi decide (*rectius* del gruppo beneficiato dalla disparità di trattamento). Ne consegue che, applicando tale regola, una deliberazione adottata in presenza di un *razionale* economico, che consenta la massimizzazione complessiva del *surplus*, sarebbe legittima anche in presenza di una disparità di trattamento, a condizione che non rechi danno ai soggetti esclusi, o che tale danno sia compensato (cfr. DE LUCA, *op. ult. cit.*, p. 896 e ss.).

rispetto al generale principio di parità di trattamento declinato in termini generali nel primo comma. Essa dispone, ricalcando sostanzialmente quanto previsto dall'art. 17, par. 2, della Direttiva 109/2004/CE, che gli emittenti sono obbligati a garantire a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli *strumenti* e le *informazioni* necessari per l'esercizio dei loro diritti. Da un punto di vista strettamente letterale, la disposizione sembrerebbe rappresentare un serio ostacolo avverso la legittimità di comunicazioni selettive, nella misura in cui dispone un generale obbligo di fornire informazioni a *tutti* i portatori di strumenti finanziari (azionisti e non).

A ben vedere, tuttavia, la portata di tale norma non deve essere sovra stimata, per una serie di ragioni. Una prima considerazione attiene al tipo di informazioni considerate. Rispetto alle informazioni privilegiate, è evidente che essa rappresenta nient'altro che una petizione di principio, la cui attuazione è demandata alla ben più dettagliata disciplina della *disclosure*, rispetto alla quale ben poco può aggiungere. Si può, invece, considerare che l'effettivo significato di tale norma sia da riscontrarsi con riferimento a quelle informazioni che vengano in rilievo, non per la loro natura, bensì in virtù del nesso di strumentalità che le lega all'esercizio dei diritti sociali dei titolari degli strumenti (nel caso da noi considerato, gli azionisti). In questa accezione, la norma svolge principalmente una funzione di chiusura rispetto alle disposizioni che, in maniera più puntuale, disciplinano l'obbligo di fornire preventivamente informazioni agli azionisti in vista dell'intervento alle assemblee e all'esercizio dei propri diritti connessi, oppure gli obblighi di informazione periodica sui dati finanziari[341]. Tale lettura mi pare trovi evidente supporto nella lettera della seconda parte della disposizione in esame.

Se così è, occorre verificare se, e nel caso in che misura, tale funzione possa essere effettivamente ostacolata o pregiudicata *in concreto* dalle comunicazioni selettive. Al riguardo, si possono svolgere due considerazioni fondamentali. In primo luogo, le comunicazioni selettive non hanno ad oggetto, per loro natura, informazioni "minime", nell'accezione di strettamente funzionali all'esercizio dei diritti degli azionisti. Tanto nell'ipotesi in cui siano indirizzate al socio di controllo quanto in quella in cui siano particolari categorie di azionisti di minoranza a beneficiarne, l'utilità pratica di tali comunicazioni è, come ampiamente discusso in precedenza, quella di fornire indicazioni specifiche, riguardanti la *governance*, le *performance* finanziarie o la strategia dell'emittente, a soggetti che, in virtù di particolari caratteristiche possono offrire un contributo positivo allo sviluppo delle stesse. Conseguentemente, la mancata diffusione (o la mancata *tempestiva* diffusione) a tutti gli azionisti, non pregiudica di per sé la possibilità, per i soggetti che ne restino esclusi, di esercitare i diritti legalmente loro attribuiti in forza del possesso azionario. Non a caso, questo profilo di illegittimità non è mai stato sollevato, a quanto consta, da chi si è occupato del tema in precedenza.

In secondo luogo, il nesso di strumentalità contenuto nella disposizione in esame rende inverosimile pensare che la stessa possa avere quale effetto quello di imporre la diffusione di informazioni anche a soggetti (*i.e.* coloro che sarebbero altrimenti esclusi dalle comunicazioni selettive) che, per struttura e caratteristiche, come si è visto, non sono inclini a farne uso. Analogamente, essa

[341] Come, ad esempio, la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (art. 123-*bis* TUF), la relazione sulla remunerazione (art. 123-*ter* TUF), le relazioni degli amministratori sulle materie all'ordine del giorno (art. 125-*ter* TUF), nonché le relazioni specifiche richieste dalla legge con riferimento a particolari operazioni sul capitale.

non può neppure avere l'effetto di imporre – replicando l'effetto delle regole di *mandatory disclosure* ma con riferimento ad ogni tipo di informazione, non solo privilegiata – la diffusione a tutti gli azionisti di informazioni comunicate selettivamente solo ad alcuni, in virtù di tali diverse caratteristiche.

6.3 Una proposta di interpretazione della parità di trattamento nelle società quotate

Nel complesso, le considerazioni svolte nel precedente paragrafo sembrano suggerire come le comunicazioni selettive – e, conseguentemente, i dialoghi selettivi – tra amministratori e azionisti non incorrano nella violazione di un principio di parità di trattamento, o comunque che ciò non accada *tout court* per le comunicazioni selettive in quanto tali. Al tempo stesso, ragioni di opportunità, evidenziate anche in precedenza, portano a ritenere desiderabile che l'azione degli amministratori che scelgono di comunicare selettivamente con gli azionisti, sia soggetta a un qualche filtro che tenga in considerazione anche istanze di parità di trattamento di questi ultimi. Ciò soprattutto al fine di limitare il rischio di un comportamento eccessivamente arbitrario da parte degli amministratori[342].

Si tratta dunque di capire quale filtro sia sistematicamente più coerente. Più specificamente, è opportuno chiedersi quale sia il criterio in base al quale stabilire quando le diverse categorie di azionisti si trovino in condizioni non identiche, tali da giustificare un trattamento diverso sotto il profilo delle comunicazioni. Alla luce delle considerazioni svolte lungo tutto il presente capitolo, sembra che la risposta debba rintracciarsi nella sussistenza di un qualche interesse dell'emittente. A ben vedere, infatti, ciò è coerente non solo con le conclusioni raggiunte in precedenza in materia di disciplina *market abuse*, ma anche con l'idea che le comunicazioni selettive, in quanto atto degli amministratori, risultano soggette, a tacere del resto, al generale obbligo in capo a questi ultimi di perseguire l'interesse sociale. Per varie ragioni, inclusa quest'ultima, numerosi autori ritengono che la ricorrenza dell'interesse sociale possa sempre giustificare una disparità di trattamento tra azionisti[343]. Secondo quanto sottolineato di recente da un autore, in particolare, la compressione della parità di trattamento sarebbe consentita, anche con riferimento alle società quotate, «solo quando la strada dei dialoghi selettivi permetta di soddisfare un preciso interesse della società, riconoscendo, da questo punto di vista, la necessità che il principio di parità di trattamento coesista e consenta il normale dispiegarsi della gestione imprenditoriale nella sua piena dimensione organizzativa»[344]. Tuttavia, mi pare che tale affermazione – di per sé condivisibile – non sia conclusiva, con riferimento allo specifico problema in esame. Precisamente nello spiegare in che modo le comunicazioni selettive possano avere un riflesso sull'interesse sociale.

---

[342] LOMBARDO, F.M. MUCCIARELLI, *Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy*, ECGI Law Working Paper No. 363/2017, agosto 2017, https://ssrn.com/abstract=3012183, p. 35.

[343] Si veda *supra*, nota 338.

[344] Così MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 79 (rifacendosi anche a MONTANARI, *Il principio*, op. cit., p. 905).

La teoria della prevalenza dell'interesse sociale, nei termini sopra illustrati, può offrire senza dubbio una spiegazione convincente in una serie limitata di casi, nei quali le ragioni organizzative dell'emittente rendono evidente l'emersione di tale interesse rispetto alle comunicazioni selettive (e, almeno apparentemente, "oscurano" quelli extra-sociali degli azionisti beneficiati). È il caso, ad esempio, delle fattispecie ora disciplinate dalle norme sui sondaggi di mercato, dove chiare ragioni di efficienza (in termini organizzativi, economici, e reputazionali) giustificano la possibilità per gli amministratori di dialogare preventivamente con gli azionisti principali in vista di operazioni straordinarie che richiedono il loro appoggio[345]. Non a caso, l'introduzione di tale disciplina più liberale è stata motivata proprio in questi termini[346].

Ciò non deve trarre in inganno, tuttavia, in merito all'adeguatezza dell'interesse sociale a fungere da criterio discretivo. Il risvolto della medaglia è che, applicando rigorosamente la teoria sopra divisata, si finirebbe per impedire pressoché ogni altra forma di comunicazione selettiva, le quali soddisfino, almeno in via immediata, soltanto l'interesse di alcuni azionisti. È infatti opportuno ricordare che le comunicazioni selettive non costituiscono propriamente «atti corporativi», cioè attraverso i quali si esplica l'organizzazione societaria, quanto invece comportamenti della società, nei quali essa, per tramite degli amministratori, viene in contatto con uno o più soci quale soggetto autonomo, secondo le regole dei rapporti con i terzi. E che tali condotte assumono soltanto indirettamente un rilievo nell'organizzazione sociale, e soprattutto ai fini dell'applicazione del principio di parità di trattamento tra soci, così esprimendo una *causa societatis*[347]. Tale ragionamento conduce, tuttavia, a risultati poco coerenti, sia con la *ratio* del principio di parità con riferimento alle società quotate, come precedentemente ricostruita, sia con gli obiettivi della disciplina degli emittenti e dei mercati finanziari più in generale. Si finirebbe, in altre parole, per precludere – per giunta attraverso l'interpretazione di un principio della cui portata prescrittiva è più che lecito

[345] La giustificazione fondamentale sta proprio nel fatto che l'effettiva realizzazione delle operazioni oggetto di sondaggi di mercato non è scontata ma dipende, tra le altre cose, dal positivo riscontro degli azionisti sondati: in quest'ottica, l'efficienza dei sondaggi di mercato si può riscontrare nel risparmio dei costi di transazione delle operazioni in questione (cfr. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, p. 160-161). Le inefficienze che tale procedura consente di evitare, e che giustificano una parziale deroga al generale divieto di comunicazione a terzi di informazioni privilegiate, sono illustrati più nel dettaglio da STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., p. 223: «*[d]ialogue with relevant shareholders certainly benefits the company as a whole when transactions are initiated that require shareholder approval, as is typically the case for a capital increase. Were the company to announce its intention to raise new capital without previously gauging the interest of its major shareholders and obtaining their informal approval, there would be a risk that the issuer might suffer financial losses in addition to reputational losses. The failure to execute an announced capital increase can negatively impact market prices of the company's shares, which would result in a loss for its shareholders*».

[346] Cfr. Considerando 32 del MAR: «[i] sondaggi di mercato […] costituiscono uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori, rafforzare il dialogo con gli azionisti, assicurare che le negoziazioni si svolgano senza complicazioni e che le posizioni degli emittenti, degli azionisti esistenti e dei nuovi investitori potenziali siano compatibili. Essi possono essere particolarmente utili quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (*benchmarks*) pertinenti o sono volatili. Pertanto, la capacità di svolgere sondaggi di mercato è importante per il corretto funzionamento dei mercati di capitale e tali sondaggi non dovrebbero essere considerati abusi di mercato».

[347] Cfr. ANGELICI, *Parità*, op. cit., p. 18.

dubitare – ipotesi di comunicazioni selettive che esercitano, in ultima istanza, un effetto positivo sull'emittente sotto il profilo dell'efficienza e che, in molti casi, sono oltretutto auspicate dallo stesso legislatore *aliunde*. Emblematica, ma senz'altro non esaustiva, è, in questo senso, l'ipotesi delle comunicazioni selettive nei confronti dei fondi attivisti.

Pertanto, fermo restando il fatto che la ricorrenza di un chiaro interesse sociale è *di per sé sola* sufficiente a giustificare un trattamento diseguale, tale circostanza non deve esaurire, a mio parere, le ipotesi in cui le comunicazioni selettive siano da considerarsi tollerate, in quanto effettuate sulla base di una diversità di condizioni. Al contrario, le stesse dovrebbero essere consentite in tutte le ipotesi in cui ricorra un interesse legittimo dell'emittente, nell'accezione ricostruita nel precedente paragrafo 5, dal momento che tale soluzione consente di conseguire il risultato maggiormente in linea con la *ratio* del sistema e della parità di trattamento tra azionisti stessa. È bene notare che le situazioni e le circostanze nelle quali comunicazioni selettive possono recare un effetto positivo all'emittente sono molteplici e ampiamente eterogenee. Il che rende difficile qualificarle *ex ante*, anche per tipologie. A queste condizioni, dunque, l'approccio più efficiente sembra essere quello di stabilire una regola generale di contenuto permissivo e, al tempo stesso, identificare le condizioni alle quali le comunicazioni selettive *non* siano consentite, in quanto non trovano giustificazione in una diversità di condizioni *rilevante*.

Mi pare che tale obiettivo sia conseguibile già mediante l'osservanza di quei doveri degli amministratori che sono complessivamente riferibili, a meri fini descrittivi, all'obbligo di condotta secondo lo standard della "*fairness*" (o, detto altrimenti, al c.d. *duty of loyalty*). In particolare, si possono evidenziare tre limiti fondamentali alle comunicazioni selettive che, indirettamente, soddisfano anche una delle esigenze sottostanti al principio di parità di trattamento, cioè quella della prevenzione di abusi.

In primo luogo, la decisione degli amministratori – quand'anche non formalizzata, come il più delle volte accade – di intraprendere dialoghi selettivi deve essere supportata da una giustificazione specifica, nei termini di un interesse dell'emittente[348]. Tale concetto ha, come visto, confini più ristretti di quello di interesse sociale (comune) e può rintracciarsi in tutte le ipotesi in cui tali comunicazioni siano *funzionali* allo svolgimento, da parte dell'azionista che le riceve, di un comportamento o di una funzione aventi un effetto anche indirettamente positivo per l'emittente. In una certa misura, questo sposta il problema senza apparentemente risolverlo, in quanto implica di determinare, caso per caso, quali siano gli effetti delle condotte. In realtà, come in parte già evidenziato nella prima parte di questo capitolo e come avremo modo di approfondire nel prossimo, gli effetti delle comunicazioni selettive possono essere tipizzati con un buon grado di approssimazione con riferimento a ciascuna categoria di azionisti considerata.

In secondo luogo, la condotta degli amministratori non deve essere viziata dalla presenza di un conflitto di interesse alla base della scelta di comunicare. Tale requisito esula al di fuori degli

[348] Cfr. STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., p. 223; GERMAN INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION, *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, https://www.bvi.de/uploads/tx_news/2016_07_11_Guiding_Principles_for_Shareholder_Communicatons_with_Supervisory_Board.pdf, 2016, p. 2: «*the equal treatment principle of the company law does not preclude a dialogue between supervisory boards and investors. Yet, there must be objective reasons for the selection of investors that are granted or offered meetings*».

stretti limiti previsti dalla disciplina di cui all'art. 2391 c.c. (che rimane senz'altro applicabile, ove ne ricorrano le condizioni). Se non altro per il fatto che nella gran parte dei casi le comunicazioni selettive non sono sorrette da una decisione collegiale, il che, ragionando altrimenti, fornirebbe un facile strumento di elusione. In particolare, lo standard di *fairness* cui si fa riferimento implica che le comunicazioni selettive non devono essere animate da un conflitto di interessi dell'amministratore fondato sull'essere quest'ultimo portatore di un interesse individuale (ed extra-sociale) dell'azionista beneficiario delle stesse. Nell'ultimo capitolo si affronterà in dettaglio la questione se gli amministratori designati dal socio di controllo (o dagli investitori istituzionali) si trovino in una situazione di conflitto di interessi *ipso facto* nell'ipotesi in cui intrattengano dialoghi selettivi con chi li ha nominati, la quale rappresenta senza dubbio l'ipotesi concretamente più rilevante in proposito.

Infine, è necessario che le comunicazioni selettive non rivestano i tratti della condotta abusiva nei confronti degli azionisti esclusi (siano essi di maggioranza o di minoranza), nell'accezione per cui la condotta non deve essere motivata *esclusivamente* dalla volontà di recare danno a questi ultimi e di avvantaggiare i beneficiari, in assenza di un interesse dell'emittente. La particolarità è che, diversamente dalle ipotesi tradizionalmente considerate nella teorica dell'abuso di maggioranza, la condotta oggetto di scrutinio non è quella del socio, bensì degli amministratori. Tale differenza non rappresenta, tuttavia, un reale ostacolo: il dovere di astenersi da condotte abusive nei confronti degli azionisti può certamente ricondursi, se non al generale dovere di osservanza della legge, al principio di parità di trattamento che, pur nell'interpretazione restrittiva qui divisata, deve ritenersi vincolante, in forza dell'art. 92 TUF.

7. Considerazioni di sintesi

L'analisi condotta nella prima parte di questo capitolo ha evidenziato come la partecipazione azionaria nella società quotata sottenda interessi diversi a seconda delle tipologie di azionisti considerate e come tali interessi siano influenzati da una molteplicità di fattori, tra i quali, in particolare, le politiche di investimento, la struttura di *governance*, la disciplina regolamentare e – nel caso degli investitori professionali – gli interessi dei loro investitori e clienti. A tale diversità di interessi consegue, inoltre, una diversa attitudine verso l'*engagement* nella *governance* delle società partecipate e, in misura sostanzialmente correlata, verso la partecipazione a dialoghi selettivi con le medesime.

Tali osservazioni suggeriscono, anzitutto, che l'utilizzo di una nozione unitaria o univoca di interesse sociale nella disciplina *de quo*, quale elemento di discrimine delle condotte legittime, può rivelarsi non ugualmente adeguato in tutti i casi. In particolare, nelle ipotesi in cui la comunicazione selettiva di informazioni può apportare un beneficio all'emittente soltanto in una prospettiva *ampia* e in maniera *indiretta* – come, ad esempio, nel caso in cui le informazioni siano comunicate ai fondi attivisti ed utilizzate per la formulazione di proposte assembleari – l'utilizzo di una nozione restrittiva di interesse sociale quale criterio scriminante può portare a risultati controproducenti rispetto alle logiche che la stessa disciplina della *disclosure* mira invece a favorire. In considerazione di tali

aporie, si è cercato di ricostruire in via interpretativa una diversa teoria dell'interesse dell'emittente, in un'ottica strettamente funzionale alla disciplina delle comunicazioni selettive, in linea con gli obiettivi e i principi del sistema. Tale teoria offre inoltre spunti ermeneutici innovativi anche con riferimento all'altra grande questione giuridica inerente il tema delle comunicazioni selettive, ovverosia il rispetto della parità di trattamento tra azionisti.

Nel complesso, si può osservare quanto segue. In un'ampia varietà di casi concreti e osservabili nella prassi, sussiste effettivamente un profilo di conflitto tra l'interesse del mercato a una tempestiva *disclosure* e l'interesse (dell'emittente, ma in realtà riconducibile ai suoi azionisti, *in toto* o ad alcune categorie) a un certo grado di riservatezza, per lo meno in una prospettiva temporanea. Tali ipotesi di conflitto possono essere ricondotte a tre fondamentali ordini di situazioni.

In un primo caso, le comunicazioni selettive – a prescindere da chi ne sia il destinatario – trovano giustificazione diretta in norme societarie dell'ordinamento nazionale o comunque nella circostanza che, ragionando altrimenti, si determinerebbe una contraddizione insolvibile con i diritti, i doveri e i poteri attribuiti o riconosciuti da altre norme dell'ordinamento. È il caso, ad esempio, delle norme in materia di direzione e coordinamento, che pur non essendo oggetto della presente trattazione rappresentano senz'altro il caso più eloquente. In queste ipotesi, le norme poste dalla legislazione finanziaria a tutela dell'interesse generale degli investitori devono trovare, anche in assenza di disponibilità di cause di giustificazione fornite dalle stesse (o dall'interpretazione giurisprudenziale delle stesse), un limite *esterno* nell'interesse sociale dell'emittente, quale elemento di raccordo sistematico tra la disciplina in questione e i principi del diritto societario. Con la cautela, in ogni caso, che l'interpretazione delle norme nazionali dovrà comunque svolgersi nel rispetto dei principi di interpretazione conforme e di effettività, che impongono di privilegiare l'interpretazione più favorevole all'armonizzazione della disciplina e all'applicazione delle norme comunitarie.

Nel secondo caso rientra una serie di ipotesi, tendenzialmente abbastanza ricorrenti nella prassi di mercato e conseguentemente individuate in maniera precisa dalla dottrina, in cui le comunicazioni selettive non trovano diretta giustificazione in alcuna norma, ma *in concreto* sono funzionali al conseguimento di un'efficienza o un risparmio di costi, o comunque, più in generale, alla soddisfazione di un interesse imprenditoriale, in capo all'emittente. Non ci si riferisce soltanto ai casi in cui vi sia un interesse strategico della società a conservare la riservatezza di determinate informazioni ma, al tempo stesso, a condividerle con l'azionista-imprenditore cui in un ultima istanza deve attribuirsi l'ideazione del progetto imprenditoriale; bensì anche, più in generale, al fatto che, affinché esista un mercato del risparmio, l'azionista di controllo o di riferimento portatore del progetto imprenditoriale deve poter conservare un margine per poterlo vedere attuato dagli amministratori e poterne monitorare gli sviluppi (quindi sul versante della riduzione dei c.d. *managerial agency cost*), anche in una prospettiva in cui manchi l'elemento della direzione e coordinamento. Sul punto si tornerà diffusamente nel capitolo successivo.

In questi casi, però, si impone grande cautela nell'identificazione del criterio giustificativo delle condotte. Il criterio dell'interesse sociale, nell'accezione tradizionale, rischia infatti di portare in concreto a un'applicazione eccessivamente favorevole nei confronti del socio di controllo, che la disciplina nel complesso dovrebbe invece tendere proprio a limitare.

Il terzo caso, infine, riguarda le ipotesi in cui le comunicazioni selettive sono effettuate a

favore di azionisti diversi da quello di controllo e possono essere giustificabili soltanto in considerazione degli effetti positivi che l'attività di monitoraggio eventualmente svolta da questi produce *indirettamente* sia per la *governance* dell'emittente sia, di riflesso, per l'efficienza del mercato in generale. In questa ipotesi, la giustificazione non trova origine nella valorizzazione di un concetto antitetico di interesse sociale, quanto invece nell'idea stessa, sintetizzata nel concetto di «interesse *legittimo*», che la *selective disclosure* possa, in determinare circostanze, rappresentare anche un strumento di promozione del mercato. Anche in tale caso, tuttavia, è opportuna una certa cautela. In particolare, tale logica argomentativa impone di considerare, per ciascuna categoria di azionisti, l'effettiva capacità e propensione all'*engagement* e, soltanto sulla base di questa, accordare un diverso trattamento di disciplina.

Infine, è stato affrontato un ulteriore aspetto critico legato alle comunicazioni selettive, sotto il profilo dell'ordinamento societario, ovverosia quello della parità di trattamento. In proposito, si è cercato di evidenziare le ragioni che militano nel senso di un'interpretazione *restrittiva* di tale principio, la quale trova conforto non soltanto nella *ratio* delle norme positive rilevanti, in particolare l'art. 92 TUF, ma sopratutto della disciplina dei mercati, con riferimento al tema dell'informazione e della *governance* degli emittenti più in generale. In particolare, si conviene con quella dottrina che ritiene che la parità di trattamento rappresenti un ostacolo soltanto apparente per le comunicazioni selettive, almeno nell'accezione per la quale si deve ritenere che esse non ne comportino *di per sé* una violazione. È tuttavia possibile che, *in concreto*, si verifichino situazioni in cui le comunicazioni selettive configurino un trattamento diseguale non tollerabile dall'ordinamento. Tuttavia, tali casi ricorrono, secondo la linea interpretativa qui proposta, soltanto nell'ipotesi di comportamenti abusivi da parte degli amministratori (generalmente per conto o comunque a vantaggio degli azionisti cui sono "fedeli"). Pertanto, al fine di limitare un eccessivo arbitrio da parte degli amministratori, si ritiene che il riferimento alla parità di trattamento debba interpretarsi nel senso di imporre all'agire di questi ultimi una serie di condizioni minime che ne garantiscano la "*fairness*". Tale interpretazione consente, inoltre, di massimizzare le potenzialità di efficienza (in un'ottica di sistema) delle comunicazioni selettive.

In conclusione, le considerazioni svolte nel presente capitolo portano a ritenere che un trattamento differenziato, quanto alla disciplina delle comunicazioni selettive, tra le diverse categorie di azionisti non soltanto sia giustificabile alla luce dell'interpretazione delle norme positive e, soprattutto, degli obiettivi del sistema, ma sia altresì auspicabile. Ciò vale, seppure a condizioni più limitate, anche nell'ipotesi in cui le informazioni oggetto di comunicazione rivestano natura privilegiata, sotto la condizione fondamentale che le norme che vietano le pratiche *insider trading* siano sufficientemente stringenti (e che l'*enforcement* delle stesse sia efficiente). Nel prossimo capitolo verranno approfondite le conseguenze applicative di tale approccio, cercando di ricostruire in dettaglio una disciplina coerente con riferimento alle principali categorie di azionisti.

* * *

CAPITOLO TERZO

COMUNICAZIONI SELETTIVE E AZIONISTI DI RIFERIMENTO

SOMMARIO: 1. La posizione dell'azionista di riferimento rispetto alle comunicazioni selettive: inquadramento della fattispecie. – 2. Casi nei quali sussiste un *diritto* dell'azionista a ricevere informazioni selettivamente. – 2.1. L'ipotesi peculiare di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento: brevi cenni. – 2.2. Sull'(in)esistenza di un diritto generale dell'azionista di controllo a ricevere informazioni selettive. – 3. Ulteriori casi nei quali sussiste una mera *facoltà* dell'azionista di richiedere informazioni: un tentativo di classificazione delle principali fattispecie. – 4. Legittimità delle comunicazioni selettive all'azionista di controllo, anche alla luce delle tipologie di informazione. – 4.1. I casi "facili". – 4.2. Comunicazioni selettive nel contesto di operazioni di trasferimento del controllo o di partecipazioni "rilevanti". – 4.3. Comunicazioni selettive a servizio dell'esercizio di un generale potere di monitoraggio da parte dell'azionista di controllo. – 5. Il rapporto tra disciplina del ritardo e *selective disclosure*. – 6. Le modalità di comunicazione delle informazioni. Gli obblighi di riservatezza. – 7. Le comunicazioni selettive quale potenziale indice di direzione e coordinamento. – 8. Considerazioni di sintesi.

* * *

1. La posizione dell'azionista di controllo rispetto alle comunicazioni selettive: inquadramento della fattispecie

La figura dell'azionista di controllo rappresenta l'interlocutore per eccellenza delle comunicazioni selettive degli emittenti quotati italiani. Non è un caso che si tratti della fattispecie che più ha attratto sinora l'interesse degli autori, invero ancora non numerosissimi, che si sono occupati del tema della *selective disclosure*[349]. Ci si riferisce qui a tutte le ipotesi di controllo definite sia dall'art. 2359, comma 1, c.c. sia, per la parte non coincidente, dall'art. 93 TUF[350]: tali ipotesi,

[349] Cfr. ZOPPINI, *Informazione societaria*, op. cit., p. 85 e ss. (in particolare: «[i]l dialogo e lo scambio di informazione fra l'organo di gestione e il socio di controllo ha acquistato, nei tempi recenti, una centralità e un'attenzione in precedenza ignoti, almeno nella letteratura italiana»).

[350] Al contrario, non sarà utilizzata, salvo eventualmente dove specificamente pertinente (cioè in materia di bilancio consolidato), la più ampia definizione di controllo ora prevista dall'IFRS 10, che deve identificarsi con la situazione in cui «[u]n investitore […] è esposto a rendimenti variabili, o detiene diritti su tali rendimenti, derivanti dal proprio rapporto con la stessa e nel contempo ha la capacità di incidere su tali rendimenti esercitando il proprio potere su tale entità», e nella quale rientrano dunque anche ipotesi di controllo derivanti, ad esempio, da accordi parasociali, clausole contrattuali, *business covenant* e anche strumenti finanziari partecipativi (cfr. PASSADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario*, in *RDS*, 2016, p. 203), anche nella forma del

congiuntamente, descrivono l'ampia maggioranza delle società italiane quotate sul MTA[351]. Per contro, non rileva ai fini di tale definizione la ricorrenza in concreto delle circostanze tipiche dell'attività di direzione e coordinamento[352] (fattispecie che, come già precisato *supra*, sarà qui oggetto di trattazione soltanto in via incidentale[353]). A tal proposito, attesa la distinzione ormai acquisita tra la nozione (fattuale) di gruppo e quella (giuridica) di direzione e coordinamento[354], si è scelto di occuparsi qui specificamente delle ipotesi in cui le comunicazioni selettive siano indirizzate alla figura dell'azionista di controllo in quanto tale, a prescindere cioè dalle motivazioni ulteriori che possono supportare tali prassi in un contesto di direzione unitaria. Come vedremo, la posizione dell'azionista di controllo può legittimare di per sé, in alcune circostanze, forme di *selective disclosure* altrimenti non concesse al singolo azionista indistinto. In questa prospettiva, è possibile però che il concreto atteggiarsi dei flussi informativi tra società controllata e controllante possa reagire sulla disciplina della direzione e coordinamento, facendone scattare l'applicazione[355].

Inoltre, la trattazione che segue non trascurerà, là dove rilevanti, nemmeno le fattispecie in cui le comunicazioni selettive siano rivolte ad un azionista che, pur non qualificandosi come di controllo nelle accezioni di cui sopra, detenga una partecipazione rilevante (nel senso dell'art. 120 TUF) e significativamente superiore a quella di qualsiasi altro azionista, riferendosi allo stesso con la dizione convenzionale di "azionista di riferimento"[356].

Le ragioni per cui l'azionista di controllo rappresenta l'interlocutore più "classico" del consiglio di amministrazione sono svariate, ma possono essere ricondotte, in ultima istanza, al fatto che

---

controllo congiunto.

[351] Si veda *supra*, nota 79.

[352] È bene ricordare, infatti, che la presunzione stabilita dall'art. 2497-*sexies* c.c. è di natura relativa, come precisato dal testo della disposizione medesima. Tra l'altro, già nel 2014, P. MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale*, op. cit., p. 65, rilevava una progressiva riduzione della presenza dei c.d. gruppi piramidali sul mercato delle quotate italiane. A tale proposito, l'art. 37, comma 2, del Regolamento Mercati Consob 29 ottobre 2007, n. 16191, dispone la possibilità per le società quotate sottoposte a controllo di dare puntuale indicazione, nella relazione sulla gestione *ex* art. 2428 c.c., delle motivazioni per cui non ritengono di essere sottoposte all'attività di direzione e coordinamento della controllante. La previsione di tale facoltà ha determinato l'insorgere della prassi tra le società quotate di avvalersi di tale previsione, dichiarando formalmente di non essere sottoposte a direzione e coordinamento (cfr. CRISTIANO, *Direzione e coordinamento di società: presunzioni ex art. 2497-sexies c.c. ed adempimenti pubblicitari*, su dirittobancario.it, 14 dicembre 2012).

[353] Si veda *infra*, paragrafo 2.1.

[354] Cfr., per tutti, SCOGNAMIGLIO, *Prospettive della tutela dei soci esterni nei gruppi di società*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 452-54, che già prima della riforma evidenziava come il primo (gruppo) sia l'insieme costituito da un'impresa controllante e dalle società che questa direttamente o indirettamente controlla, mentre la seconda (direzione e coordinamento) richieda, in aggiunta, una manifestazione di autonomia privata, consistente nella scelta di un modello organizzativo dell'attività imprenditoriale basato sul coordinamento della gestione delle diverse società. Coerentemente, «l'esistenza di un gruppo […] è necessaria ma non sufficiente ai fini dell'applicazione di quella disciplina».

[355] Sul punto si veda *infra*, paragrafo 7.

[356] A tale fattispecie possono ricondursi, ma senza limitazione, anche le ipotesi di controllo di fatto delineate dall'IFRS 10 (cfr. Regolamento (UE) n. 1254/2012 dell'11 dicembre 2012), definite nella Guida Operativa (Appendice B), ai punti B-41, B-42 e B-43, secondo cui un investitore che detenga meno della maggioranza dei diritti di voto, detiene diritti sufficienti a conferirgli potere quando ha la capacità pratica di condurre le attività rilevanti unilateralmente alla luce dei fatti e delle circostanze concrete.

la volontà di tale soggetto, anche in considerazione dell'elevato grado di concentrazione della proprietà azionaria, non può non essere tenuta in particolare conto nella determinazione degli indirizzi gestionali della società, a prescindere dalle modalità più o meno invasive con cui viene manifestata. Come già osservato in precedenza, infatti, l'azionista di controllo ha per diverse ragioni un naturale – e, per molti versi, unico – interesse a monitorare l'andamento della gestione dell'emittente e, nei limiti di quanto consentito, a direzionarlo verso la realizzazione della propria visione imprenditoriale. Inoltre, si tratta in molti casi – specie nelle ipotesi di controllo di diritto – ancora di un socio "imprenditore", nel senso che, pur avendo adottato forme di organizzazione più complesse e aperto il capitale sociale al mercato, detiene un sapere imprenditoriale relativo alla conduzione dello specifico *business* dell'emittente difficilmente replicabile[357]. Al tempo stesso, però, in virtù della sua peculiare posizione egli è in grado (almeno astrattamente) di estrarre benefici privati dall'emittente, attraverso diversi canali[358].

Tanto nell'uno (monitoraggio) quanto nell'altro caso (estrazione di benefici privati), le comunicazioni selettive rappresentano uno strumento, in principio neutrale, mediante cui l'azionista di riferimento può perseguire i propri interessi[359], i quali possono essere, a seconda dei casi, allineati o meno rispetto all'interesse sociale. Da questo punto di vista, il contesto italiano appare, per alcune sue peculiarità, come un terreno particolarmente fertile per questo tipo di interazioni.

In primo luogo, gli assetti proprietari ancora fortemente concentrati comportano una scarsa separazione tra proprietà e controllo e storicamente hanno contribuito a conformare la composizione dei consigli di amministrazione delle società quotate nel senso di una netta prevalenza di uomini di stretta fiducia dell'azionista di riferimento, laddove non direttamente del socio-fondatore coadiuvato da altri membri della famiglia e/o da alcuni *manager* più anziani dell'impresa[360]. Nel corso del tempo, sotto le spinte di modernizzazione del diritto societario promosse dal legislatore comunitario e nazionale, tale modello è andato evolvendosi, per lo meno con riferimento alle società di maggiori dimensioni e/o con proprietà più dispersa, nelle quali la composizione del *board* si è avvicinata a quella della *public corporation* angloamericana[361].

---

[357] Questo vale, in particolare, nelle società che precedentemente alla quotazione erano soggette al controllo totalitario o comunque di diritto dal fondatore o dalla famiglia del medesimo. Diverso è il discorso, ad esempio, per le società derivanti dalla privatizzazione di enti pubblici economici o aziende pubbliche.

[358] Si veda *supra*, nota 86 e nel testo.

[359] Si veda *supra*, note 97, 98 e 99 e nel testo.

[360] Secondo CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 38, il 16,3% del numero complessivo degli amministratori delle società quotate (2.567) è rappresentato dall'azionista di controllo (da intendersi, ove si tratti di persona giuridica, come un suo rappresentante) o da membri della famiglia del medesimo, per un totale di 335 amministratori. Se si considera che, alla data di rilevazione (fine 2018), le società quotate sul MTA sono 231, ne risulta che, in media, vi è più di un amministratore "*family*" per ciascuna società (circa 1,5). I numeri confermano che tale carattere, sebbene in lenta riduzione (MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., p. 261), rimane ancora una delle cifre distintive del nostro capitalismo.

[361] Sebbene il modello del *monitoring board* indipendente mal si attagli, in teoria, agli ordinamenti a proprietà concentrata (cfr. PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *AGE*, 2003, p. 110 e ss.), numerosi fattori testimoniano in concreto una progressiva transizione verso tale modello, per lo meno con riferimento a una porzione significativa di società. In tal senso deve interpretarsi, ad esempio: la presenza, in media, di 5 amministratori indipendenti su 10 presenti in consiglio; la presenza di amministratori multi carica (un

In secondo luogo, sebbene negli ultimi anni si assista ad un lento avvicinamento verso l'adozione del modello del c.d. *monitoring board* di matrice anglo-americana, nel modello italiano il consiglio di amministrazione conserva, per ragioni sia fattuali sia giuridiche, una maggiore centralità nel processo di assunzione delle decisioni gestorie più importanti[362].Tra l'altro, tale centralità è più accentuata nelle società in cui la presenza dell'azionista di controllo è più incisiva.

Tutto ciò, da un lato, agevola il dialogo tra il consiglio e il socio di controllo (ove ce ne sia bisogno). Tra l'altro, la tendenza più recente, sopratutto in alcuni settori quale quello finanziario e delle società pubbliche, verso la riduzione dell'immedesimazione organica tra azionista di riferimento e società partecipata[363], che si traduce nel tentativo di evitare la presenza di soggetti apicali del primo nel consiglio della seconda, ha accentuato l'insorgere di pratiche di dialogo selettivo sempre più formalizzate[364]. Dall'altro lato, amplifica gli effetti di tale prassi, perché le interlocuzioni con il *board* sono senz'altro più incisive che nel caso delle *public company*.

La constatazione dell'ineliminabilità pratica, almeno in una certa misura, delle comunicazioni tra emittente e azionista di controllo e, al tempo stesso, l'ambivalenza degli effetti che la *leadership* dell'azionista di controllo – pure al di fuori delle ipotesi di direzione e coordinamento – può produrre sull'emittente[365] pone l'interprete (e prima ancora, il legislatore) di fronte a un difficile compito, cioè quello di determinare la giusta misura in cui le comunicazioni selettive debbano essere consentite. Per il momento, il legislatore si è limitato a riconoscere, in poche specifiche

---

quarto degli amministratori totali in 75 società su 231); nonché, la presenza di almeno un amministratore *interlocker* in più di due terzi delle società (cfr. MARCHETTI ET AL., *op. ult. cit.*, p. 260-61). Tali dati segnalano una significativa presenza di amministratori indipendenti (in crescita pressoché costante da almeno 10 anni: cfr. CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 38), anche oltre gli stretti requisiti di legge, nonché un crescente numero di amministratori "di professione", spesso titolari di incarichi multipli, tendenzialmente non legati (almeno direttamente) agli azionisti di riferimento.

[362] In linea di principio, il nostro diritto azionario riconosce la separazione concettuale dell'attività gestoria in diversi momenti – segnatamente, quelli della programmazione e indirizzo, dell'amministrazione in senso stretto o esecuzione e del controllo – e della corrispettiva distribuzione di competenze, secondo una geometria in parte variabile, nel contesto dell'organizzazione societaria (ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 378-87). Tuttavia, il grado di separazione, specie tra il primo e il secondo momento, varia in concreto in conseguenza di circostanze fattuali che dipendono in buona parte anche dagli assetti proprietari e da come questi si riflettono sulla composizione del consiglio. Non vi è dubbio, infatti, che minore il pluralismo e l'eterogeneità di interessi tra gli azionisti minore sarà, almeno tendenzialmente, la necessità di amministratori indipendenti in consiglio e maggiore, invece, l'accentramento delle funzioni anche esecutive in capo al consiglio o, comunque, ai soggetti delegati in seno ad esso, a scapito di un rilievo meno centrale delle figure *manageriali* apicali che non vi siedono (i c.d. *senior executive*). Specularmente, se si guarda all'opposta esperienza statunitense si può notare come l'avvento del *monitoring board* nella *public corporation* rappresenti la reazione al fenomeno del c.d. *managerialism*: l'uno e l'altro, poi, riflettono le opposte posizioni nel dibattito tra *Director* e *Shareholder Primacy* (cfr., per tutti, GORDON, *The Rise of Independent*, op. cit., p. 1465 e ss.).

[363] Tale tendenza si deve in parte a scelte di politica legislativa (cfr. ZOPPINI, *Informazione societaria*, op. cit., p. 90-91, il quale riporta, tra le concause di tale tendenza, la normativa in materia di *interlocking directors* (art. 36 d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, con riferimento agli specifici settori cui si applica), le scelte di *policy* in materia di operazioni con parti correlate, nonché la nuova disciplina in materia di società a partecipazione pubblica introdotta con il Decreto Madia) e, in parte, a un più generale processo di maggiore apertura del capitale di rischio al mercato e soprattutto agli investitori istituzionali esteri da parte di alcune società.

[364] *Ibidem*.

[365] Si veda l'analisi di cui al capitolo secondo, paragrafo 2.2.

circostanze, un vero e proprio *diritto* dell'azionista di controllo a ricevere selettivamente determinate informazioni dalle società controllate, là dove ciò sia necessario o comunque funzionale all'adempimento di doveri allo stesso imposti dalla legge in virtù del suo ruolo. Tale intervento, tuttavia, è di scarso se non alcun aiuto nel risolvere le questioni più problematiche. Pertanto, spetta all'interprete il compito di ricostruire in via ermeneutica, ove possibile, una disciplina delle comunicazioni selettive coerente con le poche indicazioni del sistema.

In particolare, vi sono almeno tre ordini di questioni da affrontare. In primo luogo, occorre domandarsi se, e nel caso secondo quali criteri e in che misura, sia possibile estendere l'ambito del diritto di cui sopra oltre gli stretti confini testuali delle fattispecie normative in questione. In secondo luogo, al di fuori di tali ipotesi, occorre definire le ipotesi nelle quali sia giustificata la *facoltà* dell'azionista di riferimento di ricevere comunicazioni selettive. A tale proposito, occorre tenere in conto che, se è vero che in molti casi può apparire *prima facie* agevole ricondurre gli interessi facenti capo all'azionista di riferimento – identificabile con il buon andamento dell'impresa[366] – a una dimensione "sociale" (e dunque, come si è detto in precedenza, a una causa di giustificazione delle comunicazioni selettive), ciò può non rappresentare un interesse "legittimo" nella prospettiva del mercato[367]. In terzo luogo, occorre identificare, nell'attuale contesto normativo e regolamentare, le modalità con le quali le comunicazioni selettive in principio consentite possano svolgersi correttamente.

Come vedremo, non è detto che le risposte alle questioni di cui sopra possano essere univoche, e spesso non lo saranno. In particolare, diverse variabili dovranno essere tenute adeguatamente in considerazione; tra queste, ad esempio: la natura del rapporto partecipativo (controllo di diritto, di fatto, solitario o congiunto, collegamento); le caratteristiche soggettive dell'azionista di riferimento (socio-fondatore, famiglia, Stato o ente pubblico etc.); l'esistenza di norme settoriali rilevanti, con riferimento ad alcune *industry*. Inoltre, un aspetto decisivo è rappresentato dalla tipologia di informazione, che sia oggetto di comunicazione.

Nel complesso, nell'affrontare i quesiti sopra posti, l'interprete muove alla ricerca di un equilibrio che si presenta come inevitabilmente instabile, ma comunque necessario: cioè quello tra la conservazione di incentivi sufficienti al corretto funzionamento del mercato del controllo e, dall'altra parte, l'eliminazione nella misura massima consentita di condotte appropriative di benefici privati "inefficienti".

---

[366] Sembrerebbe fisiologico pensare, infatti, che chi si trova ad avere più "*skin in the game*" sia inevitabilmente il primo interessato alla buona riuscita dell'iniziativa imprenditoriale nel suo complesso.

[367] Il conflitto tra le due istanze (al segreto, da un lato, e alla *disclosure*, dall'altro lato) è tutt'altro che astratto. In particolare, esso si manifesta in maniera più problematica per quelle tipologie di informazioni sulle quali in concreto convergono gli interessi dell'emittente e degli investitori (cfr. GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, p. 51-58: ad esempio, è il caso delle informazioni riguardanti i risultati di un progetto di ricerca e sviluppo nel quale sono parallelamente impegnati anche alcuni concorrenti dell'impresa (c.d. *R&D race*)).

2. Casi nei quali sussiste un *diritto* dell'azionista a ricevere informazioni selettivamente

Cominceremo analizzando le disposizioni positive che contemplano un *diritto* dell'azionista di controllo, per quanto limitato e funzionalizzato, a ricevere comunicazioni anche selettive dall'emittente. Tali disposizioni, per quanto eterogenee tra loro, possono essere ricondotte in sostanza a tre ambiti fondamentali: (a) informazioni di natura contabile; (b) informazioni oggetto di obblighi di *disclosure* "continua", a carico dell'azionista in quanto società quotata; (c) informazioni di altra natura, comunque destinate all'assolvimento di obblighi legali posti in capo all'azionista di controllo. Successivamente, prenderemo in considerazione, seppure soltanto per brevi cenni, l'ipotesi specifica in cui diritti di informazione più generali sono riconoscibili alla controllante in funzione dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento.

(a) L'informazione di natura contabile

La prima disposizione che viene in rilievo in questa analisi è quella prevista dall'art. 43 del D.Lgs. 127/1991 in materia di bilancio consolidato – applicabile anche alle società che redigono i propri bilanci secondo i principi contabili internazionali IFRS, trattandosi di disposizione di diritto societario comune, suscettibile di applicazione generalizzata – la quale prevede che «[l]e imprese controllate sono obbligate a trasmettere tempestivamente all'impresa controllante le informazioni da questa richieste ai fini della redazione del bilancio consolidato». Tale disposizione trova applicazione necessariamente in presenza di un rapporto di controllo tra due o più società (definito in termini ampi)[368] e afferma chiaramente l'obbligo della società controllata di fornire – e correlativamente, il diritto della società controllante di ottenere – quelle informazioni che si qualifichino come necessarie per la redazione del bilancio consolidato. Appare evidente che l'individuazione in concreto delle informazioni che possono essere comunicate in via preliminare e selettiva[369] alla società controllante viene demandata all'applicazione di un criterio funzionale, che si esprime nella suddetta relazione di necessità[370].

---

[368] E' bene notare che la nozione di controllo funzionalmente rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina del bilancio consolidato (art. 26 del citato decreto legislativo) è più ampia di quella prevista dal codice civile e include, oltre ai casi di cui all'art. 2359 c.c., anche la fattispecie del controllo contrattuale («in virtù di un contratto o di una clausola statutaria»: comma 2, lett. a)) e quella del controllo (purché comunque solitario) tramite accordi parasociali (cioè i casi in cui la maggioranza dei voti è esercitata da un soggetto, ma in base ad accordi con altri soci: comma 2, lett. b)).

[369] Appare evidente che la (doverosa) comunicazione dalla società controllata alla società controllante di informazioni necessarie per la redazione del bilancio consolidato non può che precedere, necessariamente, il momento di formazione conclusiva del fascicolo di bilancio e la sua messa a disposizione del pubblico nei tempi previsti dal TUF rispetto alla data di convocazione dell'assemblea chiamata ad approvarlo. Conseguentemente, la norma in esame implicitamente ammette che le informazioni a tale scopo necessarie siano comunicate all'azionista prima della messa a disposizione del pubblico e non vengano dischiuse al pubblico per il lasso di tempo (a volte anche significativo) necessario per la predisposizione del bilancio consolidato da parte dell'organo amministrativo della controllante. In questo senso, si veda BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 681-682, 686.

[370] Si segnala, tra l'altro, che, ai sensi dell'art. 28, comma 2, lett. c) del d.lgs. n. 127/1991, le società controllate possono essere escluse dal perimetro del consolidamento a causa dell'impossibilità per la controllante di ottenere

A tacere delle implicazioni pratiche che possono nascere dalla difficile definizione del perimetro di ciò che sia «necessario» per redigere il bilancio consolidato in maniera «chiara veritiera e corretta», dubbi sono sorti in relazione alla portata applicativa della disposizione in esame. Alcuni autori, infatti, si sono interrogati in merito a quale debba essere l'esatta individuazione del potere-dovere della controllante di chiedere informazioni. In particolare, se, in considerazione del contenuto fisiologicamente ampio del bilancio consolidato, quale documento che abbraccia tutta la gestione di gruppo entro il perimetro di consolidamento, dalla (inevitabilmente) generica formulazione della norma possa trarsi il fondamento di un più generale potere della società controllante di richiedere informazioni funzionali all'esercizio della direzione unitaria, della quale il bilancio consolidato costituisce il documento di rappresentazione *a posteriori*. La risposta della dottrina sul punto è tendenzialmente negativa. È stato infatti negato che il diritto all'informazione scaturente da tale norma possa avere carattere generale, al punto da ricomprendere tutte le notizie necessarie e utili all'esercizio della direzione unitaria[371]. A sostegno di tale conclusione si adduce, tra l'altro, la chiarezza della legge nel delimitare l'ambito di applicazione di tale diritto, che pertanto deve interpretarsi in senso restrittivo. A riprova di ciò, la disciplina dei gruppi bancari, all'art. 61, comma 4, TUB, laddove chiamata a consentire alla capogruppo di espletare il diritto-dovere di direzione unitaria normativamente previsto, ha previsto espressamente che «gli amministratori delle società del gruppo sono tenuti a fornire ogni dato e informazione per l'emanazione delle disposizioni» necessarie per l'esecuzione delle istruzioni impartite da Banca d'Italia, con ciò implicitamente ritenendo non sufficiente a tale fine l'interpretazione scaturente dall'art. 43 in esame[372].

Più in generale, sembra doversi escludere ogni tentativo di estensione della portata della norma al di fuori degli stretti casi in cui la società controllante sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato[373]. In questo senso, il nesso funzionale posto dalla norma quale criterio discretivo della sua stessa applicazione deve essere interpretato quale indice della natura eccezionale di tale norma, così precludendo qualsiasi tentativo di applicazione analogica. Se ne deduce quindi, da un lato, che il diritto di ottenere informazioni previsto dalla suddetta norma viene meno non soltanto in assenza di un rapporto di controllo ma anche tutte le volte in cui, pur in presenza di tale elemento, ricorrano le esenzioni dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato (vuoi per l'espressa esenzione di tale obbligo in capo alla controllante ai sensi dall'art. 27 vuoi, con riferimento a una specifica società

---

tempestivamente le informazioni richieste.

[371] Cfr. L.A. BIANCHI, *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1992, p. 476; COLOMBO, OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 7, t. I, Torino, 1993, p. 618-619; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 767; ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, op. cit., p. 571 e ss.; BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 682.

[372] Cfr. *ex multis* COSTI, *I profili societari della «legge Amato»*, in *Società*, 1990, p. 1307; JAEGER, MARCHETTI, *Profili di disciplina del gruppo creditizio*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1991, p. 7; L.A. BIANCHI, *loc. ult. cit.*; ABBADESSA, *op. ult. cit.*, p. 571 e 575 in nota 20.

[373] Secondo L.A. BIANCHI, *loc. ult. cit.*, in favore di tale interpretazione militano argomenti di natura letterale, teleologica e sistematica. In senso conforme, anche F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 767 («deve essere escluso che tale diritto ad ottenere informazioni sussista in capo all'azionista (eventualmente anche di riferimento quando tale soggetto non sia chiamato a redigere il bilancio consolidato») e BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 682.

controllata, per esclusione dal consolidamento ai sensi dell'art. 28 del decreto)[374]. Dall'altro lato, l'oggetto del diritto-obbligo di comunicazione deve intendersi limitato alle sole informazioni e dati di natura "storica", in quanto funzionali alla redazione del bilancio consolidato dell'esercizio già chiuso.

Considerazioni di segno parzialmente diverso possono trarsi invece dalla seconda disposizione oggetto di esame, cioè quella prevista all'art. 2428, comma 1, c.c. in materia di relazione sulla gestione, la quale deve contenere «un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione […] anche attraverso le società controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali *rischi ed incertezze* cui la società è esposta» (corsivo aggiunto). Anche in questo caso, la formulazione è sufficientemente chiara nel prevedere una situazione di diritto-obbligo, al ricorrere di un rapporto di controllo[375]. Rapporto di controllo che, diversamente da quanto accade nella disciplina del bilancio consolidato, deve essere individuato nella sola accezione di cui all'art. 2359 c.c., stante la collocazione sistematica della norma e l'indubbia applicabilità generale a tutte le società per azioni. Prima della riforma del diritto societario, era sorto anche rispetto a tale disposizione un dibattito circa la possibilità di trarre dalla suddetta disposizione, di portata certamente più ampia di quella sopra esaminata, un argomento per affermare la sussistenza in via generale di un diritto ad ottenere informazioni, del quale sarebbero titolari gli amministratori della controllante, ma anche in questo caso prevaleva la tesi negativa[376]. In aggiunta, all'indomani dell'introduzione del TUF, e quindi anche in un'ottica di coordinamento con la nuova disciplina dell'informazione societaria introdotta dall'art. 114, si ribadiva che «a tacere delle critiche mosse a questa impostazione [cioè la tesi affermativa], […] l'oggetto di questo pur discusso diritto di ottenere informazioni concerne notizie per così dire "postume", attinenti cioè a fatti già accaduti»[377]. Tale conclusione, al tempo certamente condivisibile[378], risulta meno conclusiva in seguito alla modifica dell'art. 2428, comma

---

[374] Nel caso delle società che applicano i principi contabili internazionali IFRS, discorso analogo dovrà farsi con riferimento alla definizione di controllo di cui ai punti 5, 6 e 7 del IFRS 10 o al ricorrere delle esenzioni di cui al punto 4.

[375] Se ne trova conferma, oltre che nel tenore letterale della disposizione stessa, laddove prevede espressamente un *dovere* in capo alla società controllante, in F. MUCCIARELLI, *loc. ult. cit.*, e BONELLI, *loc. ult. cit.*, nonché, sebbene più di sfuggita, in ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, op. cit., p. 569.

[376] A favore della tesi negativa DE FERRA, *Le informazioni sulle società controllate nella relazione degli amministratori di cui all'art. 2429-bis*, in *L'informazione societaria. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di Alvisi, Balzarini e Carcano, Milano, 1982, *passim* ma spec. p. 751-52; L.A. BIANCHI, *Informazione societaria e bilancio*, op. cit., p. 297; ID., *Gli effetti giuridici*, op. cit., p. 476 e ss.; COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 7, t. I, Torino, 1993, p. 150 e ss.; ABBADESSA, *op. ult. cit.*, p. 570, 573. In senso almeno parzialmente favorevole alla tesi positiva, invece, CAPRIGLIONE, *Poteri della controllante e organizzazione*, op. cit., p. 42; FERRO-LUZZI, MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, p. 470; PENNISI, *Attività di direzione e poteri della capogruppo nei gruppi bancari*, Torino, 1997, p. 155 e ss.; TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, p. 166, 232.

[377] Così F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 768.

[378] L'art. 2429-*bis* c.c., concernente la relazione degli amministratori sulla gestione (oggi 2428 c.c.), prevedeva infatti, al comma 1, che la società controllante illustrasse «l'andamento della gestione […] anche attraverso altre società controllate» (cfr., per un'esegesi, DE FERRA, *Le informazioni sulle società controllate*, op. cit., p. 745 e ss.).

1, c.c. che ha introdotto l'obbligo di descrivere, con riferimento tanto alla controllante quanto, si ritiene, anche alla controllata[379] la descrizione «dei principali rischi ed incertezze cui la società è esposta». È evidente infatti che la nozione di "rischio ed incertezza" involga anche una valutazione prognostica di eventi di possibile realizzazione futura e, quindi, un'attività di proiezione in avanti nel tempo dei dati storici a disposizione. Pertanto, tale novella potrebbe offrire un valido argomento per affermare che il diritto di richiesta di informazioni posto a servizio della redazione della relazione sulla gestione dall'art. 2428 c.c. non sia limitato solamente a informazioni "postume" ma possa estendersi anche a quelle informazioni, di natura non strettamente contabile, ritenute funzionali – seppure in base a un vincolo di stretta necessità, da interpretarsi comunque in senso restrittivo – all'identificazione dei rischi e delle incertezze che interessano la società controllata. Il momento della redazione dei documenti contabili diviene dunque un momento potenzialmente idoneo per l'acquisizione da parte della controllante, seppure nei limiti dettati da un'interpretazione funzionale dell'art. 2428 c.c., di informazioni "prospettiche" sulla situazione delle società controllate. Con il rischio, tutt'altro che teorico, che tali informazioni possano eventualmente assumere la qualità di informazioni privilegiate.

Inoltre, con riferimento alla redazione del bilancio individuale, l'eventuale applicazione dei principi contabili internazionali implica il diritto della società a ricevere dalla controllata le informazioni necessarie per lo svolgimento del c.d. *impairment test* con riferimento alle partecipazioni di controllo o collegamento detenute, il che richiede l'utilizzo di specifiche informazioni riguardanti le società partecipate[380]. In particolare, dall'applicazione di tali principi discende la necessità per la società controllante di disporre anche di dati e informazioni di natura previsionale e, più precisamente, dei flussi finanziari futuri delle c.d. *business unit* delle società partecipate[381]. Tra le informazioni che possono essere a tal fine richieste possono rientrare, ad esempio: i piani economico-finanziari e/o industriali e *budget* (inclusi eventuali *revised budget*); i dati sensibili sulla posizione finanziaria netta dell'impresa; i dati relativi all'andamento gestionale, in quanto suscettibili di influenzare la valutazione in bilancio delle partecipazioni (ad esempio, significative perdite sopravvenute su crediti o commesse pluriennali, stanziamento di *provision* di bilancio, rilevanti *claim* legali, ecc.) in coerenza con le disposizioni dello IAS 36, come eventualmente declinate in regolamenti e *policy* interne. Tale ipotesi riguarda, tipicamente, i rapporti tra le società che redigono i bilanci secondo i principi internazionali (*in primis*, gli emittenti quotati) e le rispettive controllate, ma si applica anche in tutte le ipotesi in cui anche l'azionista di controllo dell'emittente sia a sua volta una società quotata o comunque soggetta all'applicazione dei principi contabili internazionali ai sensi dell'art. 2 del D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38.

(b) L'informazione destinata al mercato su base "continua"

---

[379] In questo senso MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 308, secondo il quale «poiché la relazione sulla gestione si riferisce non solo alla società ma anche al gruppo, non potrà non contemplare anche rischi e incertezze che derivino dall'attività di gruppo, cioè dall'attività svolta attraverso imprese controllate».

[380] Cfr. IAS 36 "*Impairment of Assets*".

[381] Cfr. BIANCHI, PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, p. 231-34.

In secondo luogo, le disposizioni nazionali in materia di comunicazioni al pubblico prevedono un obbligo[382] in capo agli emittenti quotati di far sì che le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per l'adempimento degli obblighi di comunicazione al pubblico previsti dalla legge (art. 114, comma 2, TUF)[383]. Tale disposizione integra l'impianto del MAR, disponendo un obbligo in capo alla società controllante di esercitare il proprio potere di controllo al fine di adempiere alle prescrizioni in materia di *disclosure* "continua" dal medesimo imposte. In tale fattispecie deve ritenersi inclusa anche quella, attualmente prevista dal comma 5 dell'art. 114 richiamato, che prevede la possibilità per la Consob di richiedere specificamente notizie e documenti «necessari per l'informazione al pubblico», ciò ampliando significativamente l'ambito applicativo[384].

A ben vedere, tale norma assume minore rilevanza ai fini che qui interessano, rispetto alle ipotesi precedenti. Infatti, il diritto-obbligo di impartire disposizioni ivi previsto interessa soltanto i flussi informativi "in entrata" (cioè dalle controllate verso l'emittente), escludendo invece qualsiasi informazione "in uscita" dall'emittente verso i propri azionisti, per altro coerentemente con l'obiettivo dichiarato della disciplina[385]. Resta comunque sempre salva l'ipotesi che anche il soggetto controllante sia a sua volta una società quotata: ipotesi frequente in passato con riferimento ai c.d. gruppi piramidali, ma oggi piuttosto desueta. In questo senso, la constatazione che, all'indomani dell'entrata in vigore del Testo Unico, risultavano quotate sulla borsa italiana anche le *holding* capogruppo di tutti i gruppi più importanti[386] assume una connotazione per lo più storica. Infatti, il panorama si presenta oggi significativamente diverso[387], all'esito di un tendenziale tramonto dello

---

[382] Così espressamente qualificato da F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 768; BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 682-683.

[383] Il nucleo centrale degli obblighi cui la norma si riferisce è costituito dai doveri "nominati" (artt. 120 e 122) e "innominati" (art. 114, commi 1 e 3) del TUF (cfr. SFAMENI, *Art. 114*, op. cit., p. 621 e ss.).

[384] Come evidenziato da MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, p. 793, la formulazione generale della disposizione in questione solleva dubbi circa i confini della fattispecie, i quali tuttavia, a parere dell'autore, dovrebbero essere risolti in senso tendenzialmente restrittivo (o così sembrerebbe interpretarsi l'auspicio che il perimetro della fattispecie sia «attentamente definito assegnando il dovuto valore tipizzante al vincolo funzionale di «necessarietà»»). Ai fini che ci occupano qui, ci si limita a sottolineare che la genericità della disposizione potrebbe portare, di riflesso, a un ampiamento, in via di fatto, dell'ambito delle informazioni cui l'azionista di controllo avrebbe diritto di accesso.

[385] Cfr. SFAMENI, *La disciplina delle società quotate*, op. cit., p. 624: «deve considerarsi che [il] nucleo centrale degli obblighi di trasparenza è sicuramente costituito, oggi più che mai, da informazioni riguardanti l'attività dell'emittente quotato e delle sue controllate».

[386] SFAMENI, *loc. ult. cit.*

[387] A scopo meramente esemplificativo, può essere interessante segnalare un aspetto, facilmente desumibile dall'osservazione degli assetti proprietari delle principali società quotate italiane: delle prime quaranta società quotate italiane per capitalizzazione di mercato facenti parte dell'indice FTSE-MIB, meno del 25% ha a sua volta quale primo azionista una società quotata italiana (si tratta di Banca Generali, BPER Banca, Cnh Industrial, Ferrari, Fiat Chrysler Automobiles, Finecobank, Assicurazioni Generali, Mediobanca, UnipolSai – analisi condotta sui dati pubblicamente disponibili al 30 marzo 2018). Tale dato diminuisce ulteriormente se si escludono le società la cui quotazione è derivata da un recente *spin-off* di alcuni rami di attività, che potrebbero essere finalizzate a una vera e propria dismissione in un secondo momento: è il caso ad esempio di Cnh Industrial e Ferrari, entrambe derivanti da operazioni di *spin-off* di FCA e di Finecobank, con riferimento a UniCredit. Nella gran parte dei casi esaminati, quindi, l'emittente rappresenta

schema del gruppo piramidale[388] che pare destinato ad accelerare ulteriormente in futuro.

Se questo è vero, si deve tuttavia considerare che la norma in esame, da un lato, si fonda sul presupposto della necessaria esistenza di flussi decisionali e informativi (sia ascendenti sia discendenti) lungo la scala gerarchica del gruppo quotato e, dall'altro lato, assumendo quale finalità propria l'adempimento degli obblighi di comunicazione di legge, genericamente intesi, riconosce alla società controllante un potere molto ampio di direzione dei flussi informativi (sebbene soltanto in entrata). È ragionevole pensare infatti che quest'ultima avrà diritto di conoscere sia le notizie che già rivestono la qualità di informazione privilegiata presso la società controllata, con l'obbligo, una volta ricevute, di comunicarle immediatamente al mercato, sia quelle che potrebbero non assumere rilevanza con riferimento alla società controllata singolarmente intesa ma che invece ne hanno nel contesto del gruppo controllato dall'emittente quotato[389].

Inoltre, pur permanendo un criterio funzionale (*i.e.* l'adempimento degli obblighi di comunicazione *ex lege*) cui è subordinata l'ammissibilità dei flussi di informazioni tra controllante e controllata, va osservato che, a differenza delle precedenti disposizioni esaminate, la presente disciplina non distingue in base alla natura dell'informazione e, pertanto, «deve ritenersi compreso in tale ambito ogni genere di informazione necessaria allo scopo»[390]. Infine, si deve rilevare come l'ambito di tali flussi informativi si sia ampliato anche quale conseguenza dell'intervento di riforma operato dal legislatore italiano sulle norme del TUF e del Regolamento Emittenti, con riferimento alla materia dei *rumor*, alla diffusione di dati previsionali, ai rapporti tra emittente e analisti finanziari[391], che in parte è sopravvissuto anche all'entrata in vigore del MAR.

(c) Altre informazioni destinate allo svolgimento di funzioni previste per legge

Oltre alle informazioni previste dalle richiamate disposizioni, è possibile ricavare da ulteriori specifiche disposizioni dell'ordinamento societario la fonte legale di un diritto in capo all'azionista di controllo di ricevere dalle controllate informazioni in ambiti più ampi di quello contabile. Si tratta delle disposizioni che, nel prevedere specifici obblighi di informazione a carico di amministratori e/o componenti del collegio sindacale, presuppongono la preventiva trasmissione di

---

il vertice del gruppo operativo: questo, in un certo senso, accresce l'importanza al tema dei flussi informativi "ascendenti", dal momento che, una volta nella sfera dell'azionista di riferimento (non quotato) le informazioni ricevute si sottrarrebbero in buona misura alla disciplina sulle comunicazioni di mercato (che, come desumibile dall'art. 114, comma 1, TUF, non interessa le informazioni riguardanti il soggetto controllante l'emittente). Di conseguenza, il flusso informativo ascendente dall'emittente ai suoi azionisti si caratterizza in molti casi, per via delle scelte organizzativa degli attori sul mercato, quale punto nevralgico di applicazione della disciplina in esame rispetto al quale vengono a concentrarsi tutte le maggiori problematiche.

[388] Cfr. MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale*, op. cit., spec. p. 68-70, che delinea le cause principali che hanno determinato il declino del fenomeno, molto diffuso fino agli anni novanta, della «quotazione di più società che si collocano in una linea verticale di controllo».

[389] Ad esempio, perché l'effetto più incisivo sull'economia della controllante sia dovuto alla ricorrenza di quella medesima situazione (che non assume rilievo decisivo con riferimento a una singola controllata) presso un numero molto significativo di società controllate.

[390] SFAMENI, *La disciplina delle società quotate*, op. cit., p. 629.

[391] Per un'analisi approfondita si veda BIANCHI, PICCIAU, *Appunti*, op. cit., p. 223 e ss.

informazioni tra gli organi della controllante e quelli delle controllate. In particolare, l'art. 2381, comma 5, c.c. impone agli amministratori delegati l'obbligo di riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, su base almeno semestrale, «sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate».

Un ulteriore riconoscimento dell'astratta ammissibilità di flussi informativi selettivi si ritrova nella disciplina dell'informativa al collegio sindacale, *ex* artt. 150 TUF e 2403-*bis* c.c. Ai sensi della prima disposizione, è fatto obbligo all'organo amministrativo della società controllante di riferire tempestivamente al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo (con particolare attenzione alle operazioni con parti correlate) effettuate dalle società controllate. La seconda prevede, in maniera per certi versi "speculare", che il collegio sindacale abbia il diritto di richiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari, anche con riferimento alle società controllate. Anche in questo caso l'ambito oggettivo di applicazione della disciplina è di incerta definizione. Parte della dottrina ha ritenuto di dover interpretare in maniera particolarmente restrittiva il dettato normativo, nel senso che le informazioni in oggetto sarebbero limitate a quelle strumentali alla formazione del bilancio consolidato e/o all'assolvimento degli obblighi informativi imposti nei gruppi dall'art. 114, comma 2, TUF, paventando altrimenti un concreto rischio di *information overload*[392].

Tale impostazione rischia tuttavia, da un lato, di creare una sovrapposizione quasi perfetta con le disposizioni richiamate in tema di bilancio consolidato e obblighi di comunicazione al pubblico, a dispetto di una sostanziale distanza, in termini di *ratio legis*, tra tali discipline e quella dell'informativa al collegio sindacale, che senz'altro merita autonomo riconoscimento. Dall'altro lato, essa non si concilia perfettamente con il ruolo svolto dal collegio sindacale nell'organizzazione societaria, la cui competenza, infatti, esula quasi completamente dall'attività di redazione, affidata al consiglio di amministrazione, e (almeno nel modello legale della società per azioni quotata) di revisione del bilancio[393], affidata al revisore legale o alla società di revisione. D'altra parte, quanto sopra affermato non può certo interpretarsi nel senso di ridurre la funzione di vigilanza e di controllo di legalità sull'operato degli amministratori – quand'anche nel solo caso della società con azioni quotate – all'assolvimento degli obblighi di comunicazione al mercato o all'autorità di vigilanza.

Quid iuris dunque delle informazioni che, pur non essendo funzionali alla redazione del bilancio consolidato né rivestendo la natura di informazioni rilevanti ai sensi dell'art. 114 TUF, assumono rilievo ai fini dello svolgimento dell'attività di vigilanza del collegio sindacale? La risposta più semplice è forse quella di ritenere che il combinato disposto degli artt. 150 TUF e 2403-*bis*

[392] Cfr. MONTALENTI, Corporate governance, op. cit., p. 336, secondo il quale, ragionando altrimenti «si rischia di annegare informazioni rilevanti in un *mare magnum* di informazioni marginali».

[393] Si potrebbe forse dire a sostegno dell'interpretazione restrittiva, che qui non si condivide del tutto, che la funzione del collegio sindacale rispetto alla formazione del bilancio sia quella di "collettore" di informazioni, che dovrà poi veicolare a sua volta al revisore legale, in base a quanto disposto dal comma 3 dell'art. 150 TUF («il collegio sindacale e il revisore legale o la società di revisione legale si scambiano tempestivamente i dati e le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti»). Tuttavia, l'argomentazione convince fino a un certo punto.

c.c. attribuisca al collegio sindacale un più generale diritto di richiedere alle società controllate tutte le informazioni che ritiene (strettamente) necessarie per l'espletamento dei propri compiti istituzionali[394]. L'individuazione dell'ambito oggettivo di applicazione rimane comunque ancora una volta affidata – si potrebbe dire, coerentemente con quanto visto sopra – alla sussistenza di un nesso funzionale tra contenuto dell'informazione e finalità individuata dalla legge, senza possibilità di spingersi oltre. Tra l'altro, il riconoscimento di un area di legittimità e doverosità nelle comunicazioni selettive al collegio sindacale della controllante rischia comunque di provare troppo, ai fini dell'argomentazione che consegue alle osservazioni contenute in tale paragrafo, atteso che, sopratutto sul piano del dover essere, le comunicazioni a tale organo si rendono strettamente funzionali all'adempimento di un compito generale di vigilanza che poco a che fare, diversamente dalle altre fattispecie richiamate in precedenza, con l'esercizio di prerogative di controllo o, tanto più, di indirizzo gestionale.

In conclusione, le fattispecie esaminate nel presente paragrafo esauriscono, nel complesso, le ipotesi in cui la legge prevede, in maniera più o meno diretta, ma comunque esplicita, un vero e proprio *diritto* dell'azionista di controllo a ricevere informazioni dalla controllata in via selettiva. Siffatte ipotesi rilevano in diversa misura rispetto alla fattispecie tipo, qui in esame, di comunicazioni ascendenti dall'emittente verso il proprio azionista, a seconda delle circostanze concrete. Inoltre, in tutte le fattispecie esaminate il diritto in questione risulta essere connesso alla ricorrenza della nozione giuridica di controllo (il più delle volte, ma non sempre, con riferimento a quella del codice civile). Nondimeno, va detto che in alcune ipotesi possono assumere rilievo anche rapporti partecipativi di natura più "debole".

Quanto alle ipotesi di controllo congiunto, tale nozione assume rilevanza nell'ordinamento societario essenzialmente a fini contabili e, in particolare, nell'ambito delle regole che disciplinano la formazione del bilancio consolidato[395]. Pare pertanto legittimo ritenere che le informazioni che gli azionisti di controllo abbiano diritto a ricevere, ciascuno individualmente, dalle società congiuntamente controllate non possa che riguardare essenzialmente l'ambito dell'informativa contabile, al fine di consentire agli stessi di adempiere ai rispettivi specifici obblighi valutativi e contabili. Non paiono potersi ravvisare, viceversa, ulteriori ambiti di informazione che, in presenza di un controllo solitario, come visto poc'anzi, devono ritenersi ricompresi nell'obbligo di trasmissione tra controllata e controllante.

Analogamente, l'estensione dei flussi informativi tra l'emittente e gli azionisti legati da una relazione partecipativa inquadrabile nella fattispecie del "collegamento", ai sensi dell'art. 2359, comma 3, c.c., deve ritenersi, in linea di principio, meno ampio rispetto ai casi in cui vi sia un rapporto di controllo. Più precisamente, si ritiene che i flussi informativi anche in questo caso riguardino essenzialmente le informazioni di natura contabile. In particolare, essi si giustificano in

---

[394] Permane attuale il rischio, forse immanente rispetto a siffatta interpretazione, di «coinvolgere […] in responsabilità dirette soggetti, come gli amministratori non delegati e i sindaci, tenuti esclusivamente a compiti di sorveglianza» paventato da MONTALENTI, Corporate governance, op. cit., p. 336.

[395] Cfr. IFRS 11 "*Joint Arrangements*" e art. 37 del D.Lgs. 9 aprile 1991 n. 127. A meri fini di completezza, va ricordato che la nozione di controllo congiunto assume rilevanza anche nell'individuazione delle c.d. parti correlate (cfr. Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e IAS 24).

ragione dell'adempimento di specifici obblighi valutativi e contabili in capo alla partecipante con riguardo alla rappresentazione nel suo bilancio della partecipazione nelle collegate, nonché degli eventuali obblighi in materia di *impairment test* delle partecipazioni[396].

Infine, in tutte le ipotesi analizzate, in cui un emittente quotato si trovi in concreto sottoposto a tali obblighi, sembra corretto ritenere che la necessità di adempiere a precise prescrizioni di legge debba prevalere sugli eventuali divieti di *selective disclosure*, se non altro in ossequio al principio di specialità. È bene precisare che in questi casi, a ben vedere, non si profila propriamente quel conflitto tra interesse sociale e interesse del mercato di cui si è parlato in precedenza, quanto invece, più semplicemente, un conflitto tra norme, la cui soluzione è demandata ai principi generali dell'interpretazione. In termini pratici, ne risulta che il suddetto divieto non impedisce la trasmissione di tali informazioni nemmeno nei casi, verosimilmente frequenti, in cui abbiano natura privilegiata. Al tempo stesso, non va dimenticato che in ogni caso la trasmissione delle informazioni dovrà essere subordinata al rispetto delle modalità previste dalle disposizioni della disciplina *market abuse* in materia di trattamento dell'informazione privilegiata, in particolare al fine di impedire fughe di notizie[397]. In questi casi, dunque, la tutela degli interessi del mercato si sposta da un piano di prevenzione, attuata tramite divieti predisposti dal legislatore e dal ricorso a pesanti sanzioni nel caso di violazione, e viene demandata di fatto alla capacità e alla diligenza (e, conseguentemente, alla responsabilità) dell'emittente di predisporre assetti organizzativi adeguati allo scopo.

2.1. L'ipotesi peculiare di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento: brevi cenni

Fermo il proposito enunciato all'inizio del capitolo di non trattare il tema dell'informazione nei gruppi, sia concesso qui accennare brevemente a uno specifico aspetto pertinente a tale tema, all'esclusivo fine di sollevare un ulteriore spunto di riflessione per l'analisi che qui ci occupa. Segnatamente, mi riferisco al fatto che, ove una società quotata sia sottoposta in concreto all'attività di direzione e coordinamento dell'azionista di controllo, ciò potrebbe (il condizionale è d'obbligo, come vedremo a breve) condurre all'ampliamento del novero di informazioni selettive che quest'ultimo avrebbe il *diritto* di ricevere.

Una prima ragione a sostegno di tale conclusione potrebbe far leva sulla nozione di interesse di gruppo, quale elemento sufficiente a sottrarre le comunicazioni interne al gruppo alla disciplina in materia di *disclosure*, sul presupposto che le stesse non si svolgano tra soggetti distinti operanti sul mercato, bensì all'interno di un'entità unica, resa tale dalla direzione imprenditoriale unitaria

[396] Si veda *supra*, nota 380 e nel testo.

[397] In particolare, occorre osservare che in seguito all'avvenuta abrogazione dell'art. 68 del Regolamento Emittenti da parte della Delibera Consob n. 19925 del 22 marzo 2017, anche alla comunicazione di dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo si applicano le regole generali in materia di *selective disclosure* dell'informazione previlegiata (si veda CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sulle attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori* del 6 aprile 2017, par. 2.1.4). Segnatamente, la comunicazione selettiva degli stessi è condizionata al rispetto delle prescrizioni del MAR.

impressa dalla capogruppo alle società controllate. In altre parole, secondo tale argomento la nozione di interesse di gruppo sottrarrebbe le comunicazioni tra controllante e controllate dall'ambito di applicazione della disciplina di mercato in maniera sostanzialmente analoga a quanto accade nel caso delle comunicazioni inter-organiche all'interno dell'emittente[398].

Il tema dell'interesse di gruppo, nonché del suo rapporto con la nozione più generale di interesse sociale, è da tempo oggetto di analisi da parte della letteratura, che perviene ad esiti diversi circa la sua definizione e le conseguenze in chiave di disciplina[399]. Un elemento unificante delle diverse opinioni sul punto mi pare possa essere rintracciato nella constatazione che là dove l'impresa è organizzata in forma di gruppo, l'interesse di gruppo costituisca, per lo meno, «uno degli altri interessi» che sorgono in relazione alla società[400]. Diverse e divergenti sono invece le ricostruzioni di tale nozione e della relazione con quella di interesse sociale della società eterodiretta. Mi sembra tuttavia che, ai fini che qui interessano, esse possano essere ricondotte – con un certo grado di necessaria approssimazione – a due impostazioni fondamentali.

---

[398] Un'interpretazione di questo tipo, volta a qualificare la capogruppo non come soggetto «terzo» rispetto all'emittente controllato, e quindi non rientrante negli obblighi di *disclosure* di cui all'art. 114 TUF connessi alla comunicazione non riservata a terzi di informazioni privilegiate, avrebbe potuto trovare riconoscimento anche a livello normativo se la proposta di Consob di modificare l'art. 68 del Regolamento Emittenti (ora abrogato), specificando che la diffusione delle informazioni previsionali comportava un obbligo di diffusione al pubblico se rivolta a soggetti «esterni», fosse confluita nel testo di riforma definitivo (cfr. BIANCHI, PICCIAU, *Appunti*, op. cit., p. 232-33 spec. in nota 22 e CONSOB, Documento di consultazione del 25 luglio 2011, par. 7 e 8, ivi citato). La circostanza che, sulla base dell'attuale quadro disciplinare, il soggetto controllante l'emittente sia escluso dal novero dei soggetti sui quali gravano gli obblighi informativi di cui all'art. 114 TUF sembra confermare, al contrario, l'idea che il soggetto controllante debba considerarsi quale terzo rispetto all'emittente medesimo.

[399] Senza pretesa di esaustività, è utile qui ricordare che, tra le diverse posizioni interpretative, si può riscontrare chi, da un lato, sostiene che l'interesse di gruppo rappresenti «uno degli interessi» che emergono laddove l'impresa sia organizzata in forma di gruppo e, in quanto tale, sia distinto e complementare all'interesse sociale *strictu sensu* (si veda, ad esempio, JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, op. cit., p. 811; ancora più specificamente SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 116 e ss., secondo la quale tale interesse «si radica nel collegamento fra società giuridicamente indipendenti [e] tende allo sviluppo e alla valorizzazione di tale collegamento, sì da ricavarne un risultato ulteriore a quello autonomamente conseguibile dalla società» e, come tale, «tipicamente si imputa […] ai soci riferimento o di comando di una determinata società»; in giurisprudenza si veda Cass. sez. I, 14 settembre 1976, n. 3150 in *Riv. dir. comm.*, 1978, p. 220 e ss., che tuttavia propende per la ricostruzione del rapporto tra interesse di gruppo e interesse sociale della società eterodiretta in chiave gerarchica; nel senso così indicato dalla Cassazione anche MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società*, op. cit., p. 738; è riconducibile alla tesi dell'"integrazione" tra interessi, in senso ampio, anche la posizione di MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci*, op. cit., p. 89, il quale identifica l'interesse del gruppo «con l'interesse *imprenditoriale* della [società che dirige] a governare e coordinare in modo strategicamente unitario le politiche finanziarie delle [società dirette]»). Dall'altro lato, non è mancato chi ha ritenuto che, in presenza di un'organizzazione di gruppo, l'interesse sociale stesso della società diretta muti la sua natura e in qualche modo "evolva" nell'interesse di gruppo (per tutti, D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno»*, op. cit., p. 54-55, che parla, non senza qualche perplessità, di una vera e propria «metamorfosi» della causa societaria «in qualcosa di diverso»). Resta il fatto che, a prescindere dall'adesione all'una o all'altra impostazione, la scelta di organizzare l'impresa in forma di gruppo, abbia un impatto sulla configurazione dell'interesse sociale e, di riflesso, sulla natura delle giustificazioni della comunicazione selettiva tra soggetti del medesimo gruppo (si veda in particolare MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 313, il quale ravvisa la causa di giustificazione della circolazione selettiva di informazioni all'interno del gruppo nella stessa «relazione di gruppo»).

[400] Cfr. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, op. cit., p. 811.

Una prima impostazione individua nell'interesse di gruppo l'elemento unificante (consistente nella strategia unitaria dettata dalla capogruppo) di tutte società del gruppo, interesse distinto sia da quello della capogruppo sia da quello delle singole società dirette[401]. Tale concezione dell'interesse di gruppo può ben compendiarsi nella definizione data da un autore, secondo il quale «[l]'interesse di gruppo è interesse che si radica nel collegamento fra società giuridicamente indipendenti l'una dall'altra, tende allo sviluppo ed alla valorizzazione di tale collegamento, sì da ricavarne un risultato ulteriore rispetto a quello autonomamente conseguibile dalla singola società, e fa capo ai soggetti che sono in grado di attingere a (o di giovarsi di) tale risultato ulteriore»[402]. Interesse di gruppo, quindi, quale interesse comune e unificante di società che a loro volta conservano ciascuna anche un proprio interesse sociale autonomo.

Per una seconda opinione, invece, in presenza di una situazione di soggezione di una o più imprese ad attività di direzione e coordinamento da parte della capogruppo deve individuarsi una vera e propria "impresa di gruppo"[403]. Ed anzi, nel tentativo di pervenire all'identità di differenze armonizzando la molteplicità delle figure soggettive societarie con l'unità oggettiva dell'impresa tramite esse esercitata si rinviene un vero e proprio «paradosso logico»[404]. L'interesse del gruppo deve quindi individuarsi, secondo tale argomentazione, con l'interesse imprenditoriale della società che dirige a governare e coordinare in modo strategicamente unitario le politiche (finanziarie, industriali o di altra natura) delle società dirette e coordinate. Al punto che, in presenza di una situazione di gruppo, l'interesse sociale coinciderebbe con l'interesse di gruppo così individuato (o comunque ne sarebbe in qualche modo rimpiazzato) e, secondo alcuni, questo potrebbe comportare addirittura una metamorfosi causale della società in virtù dell'appartenenza al gruppo[405].

Senza prendere posizione in merito a tale dibattito, si può concordare con entrambe le opinioni nella parte in cui rinvengono – quale minimo comune denominatore – che l'appartenenza al gruppo comporti l'insorgere di un'esigenza della capogruppo di orientare l'attività delle società controllate secondo una politica unitaria e che a tale esigenza corrisponda un interesse alla valorizzazione dei risultati di tale politica di gruppo, qualsiasi sia la natura di tali risultati e a prescindere dall'individuazione di quale sia l'entità alla quale tale interesse debba fare capo[406].

Parimenti, con riferimento al tema dell'informazione societaria, si può concordare sul fatto

---

[401] In questo senso, tra i molti, VELLA, *Le società* holding, Milano, 1993, p. 125 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento*, op. cit., p. 1 e ss.; ID., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 117 e ss., TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, p. 17 e ss.; MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo*, op. cit., p. 171-182; ID. *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 111.

[402] SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 119.

[403] In questo senso sembrerebbero orientati GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 2005, p. 13 e ss.; MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci*, op. cit., p. 66 e ss.; GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, p. 105 e ss.

[404] Cfr. MAUGERI, *loc. ult. cit.*

[405] D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno»*, op. cit., p. 54.

[406] Da un punto di vista metodologico, è corretto ritenere che la determinazione dell'esistenza di un soggetto o ente autonomo «gruppo» sia del tutto irrilevante ai fini dell'individuazione della nozione di interesse di gruppo, che deve al contrario ricavarsi dall'analisi della disciplina positiva (cfr. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 118-119).

che l'inquadramento in un gruppo comporti il sorgere di interessi – certamente ulteriori rispetto al caso dell'emittente "monade" – anche antitetici rispetto a quelli del mercato[407]. Giova quindi chiedersi se la nozione di interesse di gruppo ricostruita dalla dottrina possa effettivamente fungere da causa di giustificazione delle comunicazioni selettive che vanno dall'emittente eterodiretto alla società controllante, al di fuori delle strette ipotesi in cui sussista un diritto a ciò viste in precedenza. La domanda, se posta in questi termini, deve probabilmente trovare risposta negativa. Dalla sintetica ricostruzione del dibattito di cui sopra si evince, infatti, una marcata incertezza in merito all'esistenza e alla definizione del concetto di interesse di gruppo e di conseguenza – è lecito ritenere – anche sulla sua rilevanza applicativa. In altri termini, assegnare alla nozione di interesse di gruppo il ruolo di fungere da criterio discretivo nella legittimazione o meno delle comunicazioni selettive risulta quantomeno temerario, dal momento che la definizione del criterio stesso risulta quanto meno incerta.

La risposta, più che nella nozione (astratta) di interesse di gruppo elaborata dalla dottrina, può forse essere rintracciata, più proficuamente, nell'analisi del dato positivo[408]. In questo senso, l'esistenza di un corpo di regole di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento (*ex* artt. 2497 e ss. c.c.) sembrerebbe suggerire che debba sussistere uno spazio giuridico nel quale, per lo meno, tale potere possa manifestarsi legittimamente[409]. Di conseguenza, il riconoscimento di uno spazio di legittimità più ampio per le comunicazioni selettive nei rapporti tra controllata eterodiretta e controllante dovrebbe riconoscersi in considerazione della necessità di evitare un conflitto tra «giudizi espressi dallo stesso ordinamento», piuttosto che tra interessi contrapposti. Questo perché l'esercizio del potere di direzione unitaria presuppone in capo a chi dirige il possesso di, o comunque la possibilità di acquisire, informazioni necessarie a pianificare tale attività: informazioni che non si esauriscono certamente con quelle di cui l'azionista "generico" è fisiologicamente destinatario per concessione di legge. Il suddetto conflitto ha natura logica e prescinde, in un certo senso, da un contemperamento nel merito degli interessi contrapposti (del gruppo da un lato e del mercato dall'altro): cosicché è corretto ritenere che la soluzione debba essere demandata al legislatore (ed eventualmente all'interprete), più che alla discrezionalità pura degli amministratori chiamati a dare attuazione all'interesse sociale (e/o del gruppo).

Ne consegue che l'appartenenza al gruppo può configurare una causa di giustificazione sufficiente per violare la simmetria informativa perfetta altrimenti richiesta dalle norme di mercato e, al tempo stesso, un motivo di legittima attenuazione del principio di parità di trattamento[410] (o, se

---

[407] Così espressamente, MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, op. cit., p. 916.

[408] Non a caso vi è chi ha sostenuto che il dibattito sull'esistenza dell'interesse di gruppo abbia i connotati di un problema «metafisico», suggerendo piuttosto di concentrarsi sulle conseguenze pratiche delle decisioni prese in concreto nel perseguimento di tale interesse (vedi DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, op. cit., p. 32.

[409] Considerazioni ulteriori in tale direzione rischiano di cadere in quella serie logicamente viziata di sillogismi (dalla quale mette seriamente in guardia ANGELICI, *Noterelle (quasi metodologiche)*, op. cit., p. 380) in base alla quale dal riconoscimento della *legittimità* dell'attività di direzione e coordinamento (che si può e si deve oggi inferire implicitamente dall'esistenza della disciplina di cui agli artt. 2497 e ss. c.c.) si deduce che ad essa corrisponde un *diritto* e, con un passaggio successivo, che a tale diritto corrisponde un *obbligo* delle società che vi sono soggette.

[410] Cfr. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, op. cit., p. 931.

si vuole, una circostanza sufficiente a far venire meno il presupposto dell'"identità di situazioni" che ne è alla base). Opinando diversamente si finirebbe probabilmente per configurare in capo alla società controllante che eserciti direzione e coordinamento sull'emittente una situazione di "responsabilità senza potere". Naturalmente, l'estensione di tale causa di giustificazione – in quanto funzionale al riconoscimento di un potere vincolato che l'ordinamento riconosce – non è illimitata, ma al contrario deve muoversi all'interno dei limiti tracciati dal legislatore, *in primis* quelli contenuti nel MAR. Da questo punto di vista, le considerazioni appena svolte lasciano irrisolto il problema della definizione del *quantum* di informazione che la controllante possa legittimamente ricevere in virtù del suo ruolo di direzione.

Tuttavia, questo breve *excursus* sui gruppi può servire a mettere in luce che, seppure con riferimento a una fattispecie specificamente regolata dal legislatore, l'esercizio di facoltà, prerogative e poteri *riconosciuti* dall'ordinamento può giustificare, per quanto in termini da intendersi restrittivamente, il riconoscimento di una *facoltà* di ricevere informazioni selettive anche al di fuori dei casi testualmente disciplinati dalla legge: facoltà che, tuttavia, assume i contorni della *necessità*.

Occorre ora comprendere se e in che termini tale discorso possa essere applicato con riferimento alla figura dell'azionista di controllo più in generale (cioè in assenza dell'elemento della direzione unitaria) e – compito ben più complesso – quali siano in tale ipotesi le prerogative che l'ordinamento riconosce a tale figura, se alcune.

2.2. Sull'(in)esistenza di un diritto generale dell'azionista di controllo a ricevere informazioni selettive

Si è visto in precedenza che in una serie limitata di casi la legge riconosce all'azionista di controllo il diritto di ricevere determinate informazioni e il corrispondente obbligo dell'organo amministrativo di fornirle. Da ciò sorge spontaneo domandarsi se dal complesso delle disposizioni di legge precedentemente analizzate[411] si possa dedurre in via interpretativa un *diritto* di informazione di carattere *generale* in capo all'azionista di controllo nei confronti delle società controllate, e nel caso quale ne sia la fonte di giustificazione[412].

Al riguardo, ci sono pochi dubbi sul fatto che la risposta debba essere negativa[413]. Le ragioni

---

[411] Si veda *supra*, paragrafo 2.

[412] Il quesito è stato posto in questi termini già da prima della riforma del diritto societario: si veda, per tutti, ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, op. cit., p. 571.

[413] Su tale conclusione concorda, seppure all'esito di percorsi argomentativi diversi, la vasta maggioranza della dottrina: COSTI, *I profili societari*, op. cit., p. 1307; L.A BIANCHI, *Gli effetti giuridici*, op. cit., p. 475 e ss.; COLOMBO, OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, op. cit., p. 618; ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni*, op. cit., p. 571; ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni*, op. cit., p. 398 e ss.; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti*, op. cit., p. 767; SFAMENI, *Art. 114*, op. cit., p. 627-628; BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 685, seppure in termini meno netti; PISCITELLO, *Sub. art. 114 TUF*, op. cit., p. 952. Di diverso avviso, invece, GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, p. 852, il quale, con particolare riferimento alle norme sul bilancio consolidato, constatato l'approccio del legislatore nell'aver preferito non indicare analiticamente le informazioni contabili da trasmettere alla capogruppo, ritiene che il dovere di collaborazione e

si appuntano prevalentemente sulla natura eccezionale delle norme in oggetto e sullo stretto rapporto tra le medesime e le finalità cui esse sono asservite. È facile osservare infatti come tutte le disposizioni sopra considerate abbiano carattere speciale, vuoi in considerazione della collocazione sistematica nella legislazione speciale di settore (bilancio consolidato, intermediazione finanziaria) vuoi del carattere settoriale della materia trattata (così nel caso dell'art. 2428 c.c. che comunque afferisce alla materia del bilancio consolidato), che pertanto scoraggia la possibilità di un'interpretazione estensiva di portata così ampia[414]. Un altro carattere comune è rappresentato, inoltre, dalla natura delle finalità cui è asservita la facoltà di scambio di informazioni, che pressoché in tutti i casi è rivolta all'adempimento di obblighi di legge di natura informativa. In altri termini, in quasi i tutti i casi esaminati il flusso informativo ascendente verso l'azionista di controllo, sebbene avvenga in un primo momento su base "selettiva", è finalizzato alla successiva comunicazione al pubblico da parte della controllante, in certi casi pressoché immediatamente (così nel caso dell'art. 114, comma 2, TUF), in altri casi a seguito di un'attività di rielaborazione e sintesi di tali informazioni (così nel caso del bilancio consolidato o della relazione di gestione).

Alla luce di tali considerazioni sembra ragionevole ritenere che non si possa attribuire a tale *corpus* eterogeneo di norme, neppure se interpretato in chiave sistematica, la funzione di generalizzare un diritto di informazione funzionale all'esercizio dell'attività di direzione unitaria, né che tale funzione possa essere dedotta in via interpretativa e neppure analogica (stante l'evidente assenza, come già visto sopra, di una identità di *ratio*). Anche perché, a tacere di altro, ragionando in adesione alla tesi contraria si finirebbe per operare un'inevitabile commistione – sotto il profilo definitorio, dei presupposti e degli effetti – tra direzione e coordinamento da un lato e controllo dall'altro[415]. Va da sé, infine, che *a fortiori* nessun diritto di informazione possa essere riconosciuto agli azionisti diversi da quello di controllo, inteso nell'accezione generale del codice civile[416], in assenza

informazione delle controllate verso la capogruppo «[abbia] un'ampiezza indeterminata per tutti i gruppi societari, ribaltando l'obbligo di riservatezza nel dovere di collaborazione e informazione extra-assembleare al fine di consentire il perseguimento di una politica strategica di gruppo». Così anche di recente, in termini quasi apodittici, ZOPPINI, *Il cda può «parlare con i soci di controllo»*, in *Quotidiano del Diritto, Il Sole 24 Ore*, 4 aprile 2017, che parla in alcuni casi di «un vero e proprio obbligo giuridico di consultare il socio di controllo o comunque i principali soci stabili» (problema riaffrontato successivamente, in termini più dubitativi, in ID., *Informazione societaria*, op. cit., p. 91).

[414] ABBADESSA, *loc. ult. cit.*

[415] Sull'impossibilità di confondere tali nozioni, si vedano, tra i molti, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 210 e ss.; MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento*, op. cit., p. 111 e ss.; NOTARI, BERTONE, *Sub. art. 2359*, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p. 724 e ss.; GALGANO, SBISÀ, *Direzione e coordinamento*, op. cit., p. 101-103 (ove ulteriore bibliografia e riferimenti giurisprudenziali, in nota); MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, op. cit., p. 908.

[416] Va da sé che l'individuazione dei soggetti titolari dei diversi diritti di informazione analizzati nel precedente paragrafo 2 avviene in base alla nozione di «controllo» prevista dalla relativa disciplina speciale (ove diversa da quella generale del codice civile). Tuttavia, si rileva come la definizione di controllo di cui all'art. 2359 c.c. rappresenti di fatto il minimo comune denominatore delle definizioni contenute nelle leggi speciali, che spesso arricchiscono tale nozione di ulteriori fattispecie. Pertanto, laddove sia necessario dare in negativo una definizione generale e universale di socio diverso dal socio di controllo è agevole (e tutto sommato corretto) fare riferimento alla nozione del codice civile.

di una specifica attribuzione da parte della disciplina positiva[417].

Tale conclusione mi pare altresì coerente con la più generale constatazione che non esiste nel diritto azionario attuale il diritto del singolo azionista di sollecitare (e ottenere) la diffusione o comunicazione di informazioni, al di fuori del procedimento deliberativo e della fase preassembleare. E che, parimenti, i poteri di ispezione allo stesso attribuiti rimangono circoscritti al libro dei soci e al libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea (art. 2422, comma 1, c.c.) ed hanno una portata meramente autoreferenziale e retrospettiva[418]. Pertanto, è corretto concludere che, anche con riferimento alla partecipazione di controllo, tale diritto sia esteso soltanto nelle ipotesi tassativamente previste.

Nulla di quanto detto osta, invece, al fatto che la controllante abbia la *facoltà* di chiedere lecitamente alle controllate e ai rispettivi organi amministrativi informazioni e notizie che siano utili alla gestione del gruppo ed anzi tale facoltà è pacificamente riconosciuta, almeno con riferimento all'emittente che operi in un contesto di gruppo[419]. Tale facoltà, della quale oggi non è più lecito dubitare, almeno in astratto, trova fondamento in molteplici ragioni, alcune di queste già affrontate in precedenza, ma che meritano qui di essere sistematizzate. E ciò sia che si guardi al diritto societario in una prospettiva "reattiva", nella quale esso segue e si adatta agli sviluppi "naturali" del mercato e della prassi, sia in una prospettiva di tipo "proattivo", in cui il legislatore si proponga di guidare la realtà effettuale verso obiettivi predeterminati e in particolare verso un funzionamento più efficace ed efficiente.

Con riferimento alla prima prospettiva richiamata, la ragione del riconoscimento ed accettazione della prassi in parola può rintracciarsi nelle conseguenze dell'evoluzione naturale che ha portato al progressivo depotenziamento del ruolo dell'assemblea nella società per azioni quotata: da luogo di espressione del potere "sovrano" a luogo di dialettica sempre più sterile tra azionisti e amministratori[420], fino a diventare sede di informazione "postuma" agli investitori e al mercato[421].

---

[417] Per alcune considerazioni merito alla fattispecie del controllo congiunto e del collegamento, si veda *supra*, note 395 e ss. e nel testo.

[418] DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, p. 9-10.

[419] Cfr. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 685-686, ove più ampia argomentazione (in nota 8); PEDRAZZI, *Riflessioni sull'*insider trading, op. cit., p. 1669.

[420] LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, op. cit., p. 108 e in nota 66; G. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 17 (il quale sottolinea in particolare l'effetto di impoverimento del ruolo del consiglio di amministrazione determinato dalla presenza di patti parasociali tra gli azionisti di controllo, ma un effetto analogo può essere desunto *a fortiori* con riferimento anche al ruolo dell'assemblea); GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, p. 2 e ss. (che ritiene che la "rivitalizzazione" dell'assemblea quale luogo «centrale nella dialettica interna all'impresa societaria» rappreseti un obiettivo vano, anche a valle del recepimento in Italia della (prima) direttiva azionisti; tale conclusione sembra trovare supporto anche nelle risultanze dell'indagine empirica condotta più di recente da NOTARI, *Diritti di* voice *degli azionisti*, op. cit., p. 247 e ss.).

[421] Cfr., ad esempio, P. MARCHETTI, *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 985 e ss.; tale aspetto è rinvenibile anche nella prescrizione del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana (nella versione ancora in vigore attualmente), criterio applicativo 9.C.2., nella parte in cui prevede che «le assemblee sono occasione anche per la comunicazioni agli azionisti di informazioni sull'emittente […] In particolare, il consiglio di amministrazione riferisce sull'attività *svolta* e *programmata*» (corsivo aggiunto), riportato anche da SACCHI, *L'informazione nella e per la*

Senza entrare nel dibattito sul ruolo che l'assemblea *dovrebbe avere* nel contesto del diritto societario, rispetto al quale si riscontrano numerose opinioni critiche[422], ci si limita qui a constatare che un fenomeno di tal sorta è attualmente in corso. A prescindere da quale intensità si voglia attribuire al processo di erosione del ruolo dell'assemblea, è un fatto che l'esercizio delle prerogative dell'azionista di controllo avvenga ormai da tempo al di fuori di tale sede, così come di quella che suole identificarsi come "pre-assembleare"[423], di pari passo con la perdita di rilievo dell'azione nella sua individualità, e dei diritti in essa oggettivamente incorporati, nel consentire una partecipazione effettiva all'attività di gestione dell'impresa[424]. Rispetto a tale fenomeno, lo sviluppo di dialoghi tra gli amministratori e l'azionista di controllo ne rappresenta in parte la concausa e in parte la conseguenza, in una sorta di dinamica circolare.

Per converso, tali prerogative sono ormai appannaggio esclusivo di chi acquista un pacchetto di controllo[425], o comunque sufficientemente rilevante da consentire di esercitare un'influenza per lo meno significativa, il quale le esercita tramite una relazione dialettica, più o meno continua, con l'organo amministrativo, nella quale i diritti azionari (*in primis*, quello di nomina e sostituzione degli amministratori nonché di approvazione del bilancio) rappresentano una sorta di "leva negoziale"[426]. Ne consegue che il reperimento delle informazioni concretamente necessarie

---

assemblea delle società quotate, in *AGE*, 1/2013, p. 102: nonostante il riferimento anche all'attività "programmata" (e non solo a quella già svolta), tale raccomandazione deve intendersi nel senso che si tratti di attività le cui decisioni sono già state assunte dall'organo competente e vengono ora riportate, a scopo informativo, in assemblea.

[422] Tra cui, ad esempio, D'ALESSANDRO, *Nuovo ruolo dell'assemblea*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 99 e ss.; SACCHI, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa*, op. cit., p. 183 e ss.; ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 e ss.

[423] Sul punto si rinvia, tra i molti, alle opinioni di GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea*, op. cit., p. 11-12; SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea*, op. cit., spec. p. 102 (là dove afferma che «ormai, nelle quotate l'informazione, ivi compresa quella pre-assembleare e assembleare, ha per destinatari gli investitori»); DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, op. cit., *passim*, spec. p. 13-15 (il quale evidenzia che nel modello dell'informativa pre-assembleare non sussiste il diritto *individuale* dell'azionista alla comunicazione di dati e notizie concernenti la società, basandosi su «uno strumento di interlocuzione non recettizio e impersonale»; al contrario, l'informazione dell'azionista dipende dall'adempimento da parte degli amministratori dei propri doveri pre-assembleari di istruzione documentale); in senso parzialmente contrario, pur in termini più dubitativi, anche PASQUARIELLO, *L'informazione preassembleare nelle società per azioni quotate in borsa*, Napoli, 2018, *passim*, spec. p. 53-55, 89-93 (la quale ritiene che l'informazione pre-assembleare diventi «l'occasione privilegiata per programmare la diffusione e l'acquisizione di informazioni nel – potenziale – svolgimento di una fase di confronto tra soci, fase che agevola e si compenetra nella funzione deliberativa della stessa assemblea», ma comunque riconduce l'utilità dell'informazione pre-assembleare esclusivamente a una funzione di *monitoraggio*, implicitamente palesando l'inadeguatezza a supportare l'assunzione di decisioni gestorie).

[424] Cfr. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, op. cit., p. 87-88, il quale sottolinea l'«ormai largamente accettato riconoscimento delle azioni come strumenti di investimento in un'impresa piuttosto che come strumenti di partecipazione alla gestione di un'impresa» (in senso conforme anche ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 214, ivi richiamato).

[425] *Ibidem*.

[426] Cfr. ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze*, op. cit., p. 269, secondo i quali il mantenimento del ruolo di «decisore di ultima istanza», con particolare riferimento alla nomina e revoca degli amministratori (nonché alle modifiche statutarie) «consente ai soci, almeno nella generalità dei casi, in cui le società sono caratterizzate da salde maggioranze di riferimento, di condizionare di fatto in modo decisivo la gestione».

per l'esercizio delle prerogative di controllo e di indirizzo "persuasivo" nei confronti degli amministratori non può certo avvenire in sede assembleare, la cui funzione è di ratifica o, tutt'al più di discussione, di quanto comunque già accaduto. Al contrario, tali informazioni dovranno poter essere acquisite idealmente con precedenza ma tutt'al più parallelamente alla fase di pianificazione ed assunzione delle decisioni amministrative.

Nella seconda prospettiva menzionata, il riconoscimento di uno spazio legittimo di dialogo tra l'azionista di controllo e il consiglio dell'emittente, "al riparo" del mercato si giustifica, complessivamente con l'obiettivo di garantire l'efficienza, a fianco della trasparenza, del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Obiettivo che, tra le altre cose, il legislatore ha espressamente posto quale riferimento dell'azione della Consob in materia di disciplina degli emittenti (cfr. art. 91 TUF). In questa misura, la facoltà di dialogo dell'azionista di controllo si giustifica nella misura in cui sia funzionale al conseguimento di tre fondamentali condizioni, tra loro inter-connesse, in cui si può declinare l'efficienza del mercato: (*a*) il mantenimento di incentivi sufficienti all'*esistenza* e *permanenza* di un mercato del controllo (in altri termini, la sussistenza di ragioni per le quali il socio di controllo possa ritenere ancora conveniente la quotazione sul mercato) e all'acquisto del controllo, così indirettamente garantendo il permanere delle condizioni (astratte) per la contendibilità del mercato; (*b*) la possibilità per l'azionista-imprenditore di realizzare la propria visione idiosincratica dell'impresa, pur nel contemperamento delle esigenze degli azionisti-investitori, che però non devono risultare del tutto prevaricanti; (*c*) lo stimolo verso investimenti di lungo-termine, di natura industriale, a fianco di quelli di più breve termine di natura finanziaria[427].

Tali condizioni, se da un lato legittimano la facoltà dell'azionista di controllo, anche fuori dal contesto di gruppo, di dialogare selettivamente con l'emittente, al tempo stesso, come vedremo più avanti, limitano la portata di tale facoltà e, specularmente, della libertà degli amministratori dell'emittente nel soddisfare le richieste.

3. Ulteriori casi nei quali sussiste una mera *facoltà* dell'azionista di richiedere informazioni: un tentativo di classificazione delle principali fattispecie

Al di fuori delle assai limitate ipotesi in cui la legge riconosce un *diritto* dell'azionista di controllo a ricevere alcune comunicazioni selettive, si colloca la maggior parte delle situazioni in cui concretamente l'emittente – e più precisamente i membri del consiglio di amministrazione ed eventualmente i *manager* di prima linea – si trova a ricevere richieste di informazioni selettive. In tutte queste ipotesi, come detto, l'azionista ha la *facoltà* di richiedere tali informazioni, alla quale non corrisponde però un obbligo giuridico di soddisfare tale richiesta. Il che non esclude, tuttavia, che ragioni particolari possano rendere opportuna tale comunicazione, a seconda del caso concreto. Emerge dunque la necessità di definire i criteri e i limiti cui deve conformarsi l'agire degli esponenti aziendali. Le circostanze in cui ciò si verifica concretamente possono essere ricondotte, con un accettabile grado di semplificazione, ad alcune fondamentali tipologie generali, sulla base

[427] Si veda per tutte *supra*, capitolo secondo, paragrafo 3.1.

della *funzione* che le informazioni richieste servono, nella prospettiva dell'azionista di controllo. Per il momento ci si limiterà a delineare tali tipologie a fini meramente classificatori, lasciando ai prossimi paragrafi lo spazio per svolgere considerazioni in punto di diritto.

In via preliminare, va detto che alla base di tale tentativo tassonomico sconta inevitabilmente la circostanza che nel panorama delle società italiane attualmente convivono diversi modelli strutturali, per quanto riguarda sia gli assetti proprietari sia, di riflesso, la composizione del consiglio di amministrazione e il tipo di influenza esercitata in esso dall'azionista di controllo. Conseguentemente, non tutte le tipologie di cui si dirà a breve *infra* possono riscontrarsi in ciascuna società e talune possono anche in concreto escluderne altre.

Una prima ipotesi riguarda le situazioni in cui il consiglio di amministrazione comunichi all'azionista di controllo informazioni con l'obiettivo di sondare preventivamente l'intenzione di partecipare a una potenziale operazione di investimento (*Ipotesi 1*). In questo caso, può accadere certamente che le informazioni in questione siano richieste dall'azionista, ma è più frequente – per ragioni che mi paiono evidenti – che sia l'emittente a prendere l'iniziativa[428]. Generalmente, le informazioni funzionali alla conduzione di un sondaggio di mercato sono comunicate a tutti gli investitori potenziali ma, almeno in alcuni casi, anche agli azionisti attuali[429], i quali possono essere ugualmente interessati ad un ulteriore incremento dell'investimento. È questo il caso, ad esempio, delle operazioni di aumento di capitale[430], dove tra l'altro sussiste un concreto interesse dell'azionista ad evitare o ridurre gli effetti della sua diluizione.

Tale fattispecie è oggi regolata espressamente dall'art. 11 MAR, che formalmente non opera alcuna distinzione tra investitori potenziali e azionisti attuali né, con riferimento a questi ultimi alla rilevanza della partecipazione detenuta. Senza soffermarci ora sui profili di dettaglio della disciplina, giova constatare che in concreto tale pratica tende ad orientarsi naturalmente verso gli investitori di maggior rilievo, in considerazione del fatto che l'acquisizione preventiva del loro consenso possa garantire verosimilmente la buona riuscita dell'operazione, sul presupposto che il mercato tenderà a seguire tali soggetti. Da questo punto di vista, il primo interlocutore di riferimento per il consiglio è, inevitabilmente, l'azionista di controllo: sia perché intrattiene con esso una relazione più solida che con gli altri azionisti sia perché la mancata adesione di tale soggetto darebbe un segnale molto forte, di segno negativo, circa la bontà dell'operazione (a tacere del fatto, naturalmente, dei casi in cui è richiesta per legge, o per statuto, l'approvazione assembleare). Anche per tale ragione, sebbene non gli sia impedito farlo, il dialogo con gli azionisti per finalità di sondaggio non si estende in genere oltre i primi azionisti (per rilevanza della partecipazione), al fine di evitare inutili costi di transazione aggiuntivi, alla cui riduzione i sondaggi sono precisamente finalizzati[431].

---

[428] Le iniziative oggetto di sondaggi di mercato il più delle volte coinvolgono operazioni straordinarie la cui iniziativa è, in fase propositiva, di competenza dell'organo amministrativo e che soltanto in una fase successiva possono richiedere, e tendenzialmente richiedono, l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti.

[429] Il punto è, direi, pacifico: per tutti, cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., Torino, 2018, p. 38.

[430] Cfr. considerando n. 33 del MAR.

[431] Il testo stesso del MAR fa riferimento, seppure in chiave esemplificativa, alle ipotesi in cui la società contatta i «principali investitori» per metterli al corrente delle caratteristiche dell'operazione prospettata (cfr. *ibidem*). Le stesse linee guida ESMA, *Final Report. Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, 28 settembre 2015,

Diversa ipotesi, solo in piccola parte sovrapponibile alla precedente, si ha quando le informazioni richieste dall'azionista siano in qualche modo connesse all'intenzione di vendita, totale o parziale, della partecipazione dell'azionista di controllo o di riferimento (*Ipotesi 2*). Al riguardo, occorre distinguere due principali sotto-tipologie: la prima riguarda essenzialmente le ipotesi in cui sondaggi di mercato siano condotti in relazione a operazioni di vendita in blocco tramite *c.d. accelerated transaction*[432] da parte dell'azionista oppure anche dell'emittente (con riferimento a pacchetti di azioni proprie); la seconda, invece, fa riferimento a un novero più eterogeneo di ipotesi in cui la richiesta di informazioni da parte dell'azionista di controllo o di riferimento è funzionale, più in generale, alla vendita, totale o parziale, della partecipazione di controllo.

Per quanto riguarda la prima, mi pare che la fattispecie possa essere ricondotta nell'ambito dell'Ipotesi 1 di cui sopra, in considerazione della sostanziale analogia dal punto di vista teleologico. Infatti, anche in questo caso la condivisione di informazioni è funzionale a "sondare" preventivamente l'interesse del mercato, nel caso di specie di parti terze, rispetto alla vendita di un blocco di partecipazione (c.d. *blockholding*), con un duplice vantaggio: risparmiare i costi transattivi, che si genererebbero nell'ipotesi di un'eventuale mancato buon fine dell'operazione all'esito dell'intero processo di trattativa, e ridurre l'effetto di diminuzione del prezzo che si avrebbe nel caso di vendita diretta sul mercato[433]. Coerentemente, la dottrina tende a includere tale ipotesi, pur non espressamente menzionata dal MAR, nell'ambito di applicazione della nuova disciplina sui sondaggi di mercato[434]. A tal proposito, se è vero che nell'ipotesi di *accelerated bookbuilding* la *disclosure* rilevante avviene tra l'offerente sul mercato secondario (che generalmente non coincide con l'emittente, salva l'ipotesi particolare di operazioni su azioni proprie) – quindi, nell'ipotesi che qui interessa, l'azionista – e il potenziale terzo compratore[435], non si può non rilevare come si debba presupporre che il primo sia venuto in qualche modo a conoscenza dall'emittente della *corporate information*, che successivamente trasmetterà alla controparte. Conseguentemente, a prescindere qui da una valutazione in termini di legittimità, in questi casi è ragionevole ipotizzare l'esistenza di un

---

Esma/2015/1455, par. 4.3.3, non predeterminano i soggetti destinatari (tipologia e numero) dei sondaggi di mercato, precisando che ciò dipende, tra le altre cose, dalle caratteristiche del sondaggio.

[432] Tali tipologie di operazioni possono o meno comportare un'attività di *bookbuilding*: in generale però, soltanto quest'ultima implica la comunicazione di informazioni (ai potenziali investitori), mentre le altre modalità esecutive, quali *block trade* e *bought deal* (che prevedono la vendita diretta a banche di investimento, le quali saranno poi esclusivamente responsabili di rivendere le azioni agli investitori) tendenzialmente avviene soltanto sulla base delle informazioni già pubblicamente disponibili: cfr. BORTOLOTTI, MEGGINSON, SMART, *The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwritings*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008, spec. p. 36.

[433] *Idem*, p. 37, 48-54, dove si identificano tre principali componenti negative di costo per il venditore, connesse alla vendita sul mercato; segnatamente: (*i*) un *announcement-period market impact* (cioè la significativa flessione del prezzo di mercato subito dopo l'annuncio dell'operazione); (*ii*) un *underwriting spread* (cioè un effetto sconto, misurabile tra il prezzo di mercato il giorno di esecuzione dell'offerta e il valore di negoziazione del giorno precedente); e (*iii*) un *offering-day underpricing* (corrispondente alla differenza positiva tra il valore di negoziazione di chiusura del giorno di esecuzione dell'operazione e il prezzo a cui è stata eseguita l'operazione).

[434] Cfr., ad esempio, LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 160 (in termini dubitativi ma orientati in senso positivo); BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato nella disciplina MAR*, www.dirittobancario.it, marzo 2017, p. 8-9; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 62.

[435] BASILE, BOCCHINO, *op. ult. cit.*, p. 8.

duplice flusso di informazioni: un primo flusso verticale, in senso ascendente, di informazioni (dall'emittente all'azionista) e, successivamente, un flusso orizzontale di informazioni (dall'azionista al potenziale investitore). Salva l'ipotesi di un flusso diretto dall'emittente al terzo, che in ogni caso realizzerebbe, in via mediata, l'interesse dell'azionista venditore.

Con riferimento alla seconda sotto-tipologia, occorre fare alcune precisazioni. Le operazioni di acquisizione aventi ad oggetto società quotate (c.d. *public M&A*) possono anche non prevedere una fase preliminare di *due diligence* che presupponga l'acquisizione da parte del potenziale acquirente di informazioni riservate sull'emittente. E' ciò che accade di norma nelle ipotesi in cui l'acquisizione si realizzi in forma di offerta pubblica di acquisto in circostanze ostili, e che dunque deve fondarsi quasi esclusivamente su informazioni pubblicamente disponibili. Se è vero che l'ordinamento prevede oggi un ruolo sostanzialmente attivo degli amministratori dell'emittente in pendenza di opa, specie sotto il profilo informativo, va detto che tale funzione è orientata alla protezione degli azionisti di minoranza e all'esercizio consapevole da parte di questi delle loro facoltà rispetto all'offerta[436]. Il che non implica, invece, un dovere di facilitare il compito dell'offerente nella fase di predisposizione dell'offerta.

Tuttavia, vi sono ipotesi in cui l'offerente e l'emittente *target* (*rectius*, il consiglio di amministrazione dello stesso) negoziano le condizioni dell'acquisizione in forma analoga a ciò che accade nelle operazioni di *private M&A*. Tale prassi è tutt'altro che infrequente, ad esempio, negli Stati Uniti in casi di negoziazioni "amichevoli". In queste ipotesi, le parti negoziano preliminarmente un accordo di riservatezza che sovente include anche un obbligo di *standstill* (cioè di non iniziare per un dato periodo un'offerta ostile) in capo all'offerente. D'altra parte, l'accordo è funzionale a concedere all'offerente accesso ad alcune informazioni riservate riguardanti l'emittente, e quindi alla conduzione di un vero e proprio processo di *due diligence*[437]. Prassi di tal genere sono ricorrenti anche nel contesto italiano, come riportato da alcuni autori[438], dove oltretutto le acquisizioni ostili sono particolarmente rare. Tra l'altro, la comunicazione di informazioni nel contesto di attività di *due diligence* finalizzate alla progettazione ed esecuzione di specifiche operazioni di M&A sono, a livello generale, espressamente contemplate dall'art. 9, par. 4, del MAR[439].

La terza ipotesi riguarda un novero indefinito di fattispecie e assorbe potenzialmente la porzione prevalente (sotto il profilo della quantità e della frequenza) delle informazioni comunicabili all'azionista di controllo. Si tratta di quell'insieme eterogeneo di informazioni, sotto il profilo

---

[436] Cfr., per tutti, REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 794-96.

[437] Le informazioni oggetto di *due diligence* vanno a integrare quelle già a disposizione del pubblico per effetto degli obblighi di comunicazione, periodica e continua, al mercato imposti agli emittenti quotati (cfr., ad esempio, FRANKLE, LANDSMAN, GREENE, *The mergers & acquisitions handbook: a practical guide to negotiated transactions*, New York, 2007, p. 26, dove si precisa che «*if the provider is a public company, its SEC filings should be read before the [due diligence] request is submitted. This will enable the recipient to identify particular documents (or potential documents) it might not otherwise be in the position to ask for specifically*»).

[438] Cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 50-51; in tempi precedenti all'introduzione della nuova disciplina, PICONE, *Trattative,* due diligence, op. cit., *passim* e spec. p. 255, e CARRIÈRE, *I profili informativi*, op. cit., p. 338 e ss.

[439] Per un'analisi della disposizione si veda *infra*, paragrafo 4.2.

del contenuto, che l'azionista richiede all'emittente nel corso della conduzione ordinaria del *business*, al fine di esercitare un'attività di monitoraggio sull'operato del *management* e, in alcuni casi, anche del consiglio stesso[440] (*Ipotesi 3*). Come già accennato in precedenza, tale funzione di monitoraggio si distingue da quella generalmente condotta dagli azionisti di minoranza sotto il profilo dell'oggetto. Da un lato, essa guarda sì alla riduzione dei costi di agenzia, ma di quelli definiti come *managerial agency problem*, cioè quelli derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, che per quanto meno frequenti possono sussistere anche nelle società italiane[441]; dall'altro lato, l'obiettivo ulteriore è quello di verificare la corretta implementazione del progetto imprenditoriale, la quale giustifica, nella prospettiva dell'azionista di controllo (o di riferimento) un investimento così scarsamente diversificato.

Tale funzione di monitoraggio non può essere condotta in sede assembleare (posto che nemmeno quella degli investitori istituzionali è ormai riducibile soltanto a tale momento, come vedremo in seguito), per due ragioni fondamentali. La prima è che essa non si esaurisce in una mera funzione di controllo *ex post* ma, al contrario, proprio perché connessa al programma imprenditoriale, deve essere contestuale e costante rispetto all'attività di gestione della società. La seconda è che ragioni di riservatezza e di segreto rendono inopportuno, nella prospettiva dell'emittente e non solo dell'azionista, la divulgazione di tali informazioni, le quali hanno generalmente rilevanza strategica.

Infine, non può non essere menzionato che l'azionista di controllo può (astrattamente) richiedere *corporate information* all'emittente anche con l'obiettivo di utilizzarle con finalità di *trading* (*Ipotesi 4*). In particolare, lo sfruttamento delle informazioni in tal senso può avvenire con tre modalità principali. La prima è quella *diretta*, cioè attraverso operazioni di mercato compiute dall'azionista (o dai suoi *insider*: amministratori, dirigenti, etc.) sugli strumenti finanziari dell'emittente. Tali operazioni, oltre che espressamente vietate, sono generalmente sottoposte a un controllo stringente da parte delle autorità, anche in ragione del fatto che ogni operazione compiuta da un azionista che detenga più del 10% del capitale sono sottoposte all'obbligo di tempestiva comunicazione all'Autorità e sono quindi oggetto di particolare scrutinio[442]. Nondimeno, condotte di tal genere persistono nella prassi, quale conseguenza di un'imperfetta deterrenza della disciplina in materia di abusi di mercato e delle risorse limitate con cui le autorità di vigilanza possono perseguirle[443].

---

[440] È evidente che tale attività di monitoraggio avrà maggiore o minore rilievo (fino a poter diventare pressoché irrilevante) a seconda che maggiore o minore sia, in concreto, il grado di separazione tra proprietà e controllo riscontrabile in un dato emittente, nonché in dipendenza di altri fattori che esprimono il grado effettivo di influenza esercitato dall'azionista sull'emittente (tra cui, *in primis*, la presenza diretta di rappresentanti dell'azionista di controllo nel consiglio di amministrazione dell'emittente).

[441] Si veda *infra*, paragrafo 4.3.

[442] Cfr. art. 114, comma 7, TUF, che introduce tale obbligo a integrazione di quanto previsto dall'art. 19, paragrafo 2, MAR, alla luce della facoltà ivi espressamente concessa («fatto salvo il diritto degli Stati membri di prevedere obblighi di notifica diversi da quelli di cui al presente articolo»).

[443] Il problema è ormai di lunga data e veniva già evidenziato, ad esempio, da FRIED, R*educing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure*, in 71 *Southern California Law Review*, 1998, p. 329-37, con riferimento all'azione della SEC americana (di recente, la persistenza di tale problema è stata ribadita da ALLEE ET AL.,

La seconda è attraverso il c.d. *network trading*, cioè attraverso l'utilizzo delle informazioni riguardanti un dato emittente al fine di compiere operazioni su strumenti emessi da altre società, la cui attività sia in qualche modo correlata a quella dell'emittente in virtù di interconnessioni tra diversi emittenti, sotto forma di *input-output connection* (come nel caso dei rapporti con i propri fornitori o clienti) oppure di concorrenza diretta[444]. Tale comportamento è stato studiato con riferimento alla condotta delle figure più "classiche" di *insider* (cioè amministratori e dirigenti dell'emittente), ma non vi è ragione per escludere che un problema analogo si ponga con riferimento alla posizione dell'azionista di controllo, una volta che egli abbia acquisito dall'emittente informazioni privilegiate. Per altro, la posizione di vertice della piramide partecipativa che quest'ultimo spesso riveste potrebbe consentire una "visuale" più ampia – attraverso i flussi informativi che risalgono la catena – sull'andamento non solo delle società direttamente controllate ma anche su società nelle quali detiene una partecipazione soltanto indiretta (e non necessariamente significativa)[445].

Nel complesso, tali condotte sono difficilmente riconducibili alle attuali restrizioni in materia di *insider trading*, che tendono a coprire soltanto le operazioni riguardanti titoli dell'emittente cui le *corporate information* si riferiscono. Così, ad esempio, l'art. 8, par. 1, MAR rinviene abuso di informazioni privilegiate ove la persona che ne sia in possesso le utilizzi «acquistando o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari *cui le informazioni si riferiscono*» (corsivo aggiunto). Discorso pressoché analogo si può fare con riferimento alla normativa americana[446].

Infine, una terza modalità è quella in cui il vantaggio informativo viene sfruttato dall'azionista in via *indiretta*, attraverso lo "schermo" dell'emittente stesso, in particolare per mezzo di operazioni di riacquisto o di vendita di azioni proprie sul mercato[447]. Apparentemente, le operazioni

---

Did the Siebel Systems Case, op. cit., che anzi ne evidenziano l'aggravarsi). L'importanza della capacità di *enforcement* nell'efficacia della disciplina è sottolineata anche da ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 527 (specificamente con riferimento alla materia della *disclosure*). Inoltre, un recente studio empirico condotto da CHRISTENSEN, HAIL, LEUZ, *Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement*, in 29 *The Review of Financial Studies*, 2016, p. 2885 e ss., ha evidenziato che i benefici dell'implementazione delle direttive comunitarie in materia di abusi di mercati e di trasparenza sono maggiori negli ordinamenti degli Stati membri in cui la qualità della regolamentazione (sostanziale) e l'efficienza nel relativo *enforcement* sono superiori.

[444] Cfr. A. ROMANO, *Insider Trading and Macroeconomic Risk*, https://ssrn.com/abstract=3421908, 18 luglio 2019, spec. p. 4, 9-13, 27-28.

[445] Il problema è stato sollevato anche da *idem*, p. 56-58, là dove si interroga su quale debba essere il limite ultimo entro il quale deve estendersi il concetto di *network trade* («*one must define also how many steps can be accounted for. Should the customers of the customers matter? And their customers?*»), senza però pervenire a una soluzione definitiva.

[446] *Idem*, p. 25-26, il quale evidenzia in dettaglio i rischi sistemici derivanti dall'incapacità della normativa in materia di abusi di mercato di prevenire l'utilizzo delle informazioni privilegiate da parte degli *insider* in operazioni di mercato riguardanti società diverse da quella in cui l'informazione è stata generata, ma connesse a quest'ultima.

[447] Per un'ampia disamina dei meccanismi con cui ciò può avvenire, dei vantaggi che l'azionista di controllo (al pari dei soggetti *insider* che detengano azioni nell'emittente) può trarre, nonché degli effetti distorsivi sul mercato e sull'emittente medesimo, si veda FRIED, *Insider Trading via the Corporation*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2014, p. 801 e ss. A tal proposito è bene precisare che tale prassi può essere riferita, indirettamente, all'interesse dell'azionista di controllo soltanto nei casi in cui egli sia direttamente presente in consiglio o comunque sia in grado di

di mercato compiute dall'emittente sulle proprie azioni sfuggono, almeno sotto il profilo letterale, all'obbligo di comunicazione di cui all'art. 19 del MAR (che parla di «coloro che esercitano funzioni di amministrazione, direzione e controllo, nonché le persone a loro strettamente associate»), né, se non a patto di un'interpretazione eccessivamente sostanzialistica e a mio parere scorretta, alla nozione di cui all'art. 114, comma 7, TUF (là dove fa riferimento alle operazioni compiute dall'azionista rilevante).

4. Legittimità delle comunicazioni selettive all'azionista di controllo, anche alla luce delle tipologie di informazione.

Il problema della legittimità delle comunicazioni selettive all'azionista di controllo risulta particolarmente complesso in considerazione del fatto che l'eventuale causa di giustificazione va ricercata in questi casi nel rapporto partecipativo e nella sua rilevanza sotto il profilo quantitativo e qualitativo.

A tale proposito, mi pare corretto ritenere che la fattispecie in questione non debba beneficiare, a questi fini, di una contiguità, fattuale e in un certo senso normativa (stante la presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c.) tra il fenomeno del controllo e quello della direzione e coordinamento. In altre parole, le giustificazioni riconducibili all'esistenza di un interesse di gruppo, cui si è accennato, non possono essere estese *sic et simpliciter* al rapporto tra socio di controllo ed emittente, proprio in considerazione della diversità ontologica delle due fattispecie[448]. In particolare, è dirimente la considerazione che, mentre il dialogo selettivo tra l'azionista semplice (di controllo o meno) e società partecipata attiene al piano *assembleare*, il dialogo tra ente che dirige e società eterodiretta attiene invece al piano dei rispettivi organi amministrativi e delle scelte compiute ai fini

"manovrare" le decisioni relative all'esecuzione delle operazioni su azioni proprie. L'Autore sottolinea come, con riferimento al contesto statunitense, la pratica in esame sia agevolata sotto il profilo regolamentare, in virtù di requisiti meno stringenti in materia di *disclosure* delle operazioni condotte dall'emittente rispetto a quelle condotte direttamente dai suoi *insider*. Sebbene l'informativa al mercato richiesta dalla disciplina italiana sia più dettagliata di quella statunitense, sia in fase di annuncio dell'operazione (ad esempio dove è imposta la comunicazione in sede di autorizzazione della forchetta di prezzo entro la quale avverrà l'eventuale riacquisto o vendita) sia in fase di esecuzione (in particolare all'art. 5, par. 3, MAR, che prevede che l'emittente debba informare l'autorità competente di tutte le operazioni relative al programma di riacquisto di azioni proprie, tuttavia senza prevedere un preciso termine temporale per tali comunicazioni), ciò non è comunque sufficiente per prevenire del tutto il verificarsi di simili prassi. Già il solo fatto che gli amministratori abbiano una finestra temporale di 18 mesi per decidere se e quando eseguire le operazioni consente di scegliere il momento più propizio per l'esecuzione (*i.e.* quando il titolo è maggiormente sottovalutato o, in caso di vendita, sopravvalutato). Inoltre, la presenza di un termine per la comunicazione al mercato di ogni operazione eseguita, da intendersi verosimilmente più breve di quello (trimestrale) previsto negli Stati Uniti, riduce il tempo con il quale il mercato può reagire "aggiustando" il prezzo, ma comunque non elimina del tutto gli incentivi per la società (e, indirettamente, per l'azionista di controllo) ad attuare tali comportamenti.

[448] MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit., 907-909, il quale precisa come la contiguità attestata dalla regola presuntiva contenuta nell'art. 2497-*sexies* c.c., pur rilevando in altri ambiti di disciplina, non è dirimente nella questione di specie.

di una *gestione* unitaria dell'impresa di gruppo[449]. Da questo punto di vista, la posizione del socio di controllo è qualitativamente più simile a quella di tutti gli altri azionisti di quanto non lo sia a quella della società capogruppo che eterodirige: nel senso che non sussiste un interesse ipostatizzato in grado di giustificare le comunicazioni selettive in astratto tutte le volte in cui si versi in una determinata fattispecie (*i.e.* al ricorrere degli elementi che costituiscono la fattispecie giuridica della direzione e coordinamento). Ciò comporta, quale assunto desumibile dall'osservazione del sistema, che il mero rapporto partecipativo non rappresenta *di per sé* elemento idoneo a fondare un positivo giudizio di legittimità[450].

Il secondo fattore di complessità è dato dalla diversa tipologia di informazioni che possono essere comunicate. In particolare, la disciplina positiva impone di trattare in maniera differenziata, almeno in parte, informazioni *privilegiate* e *non privilegiate*. Si è visto in precedenza che, in linea generale e in estrema sintesi, le ragioni giustificative delle comunicazioni selettive ruotano intorno alla nozione *lato sensu* di interesse dell'emittente. Senza ripercorrere le considerazioni già effettuate, si può richiamare quanto segue: (*i*) nell'ipotesi di informazioni non privilegiate, la ricorrenza di un interesse qualificabile come sociale costituisce giustificazione sufficiente, a patto che tale interesse consenta anche di differenziare la posizione del richiedente dagli altri azionisti, nel rispetto (sostanziale) del principio di parità di trattamento; (*ii*) nell'ipotesi di informazioni privilegiate, la comunicazione selettiva legittima deve essere improntata, alla luce di circostanze specifiche quali la funzione della comunicazione e/o la tipologia di destinatario, alla realizzazione, pur incidentale, *anche* di un interesse generale che ne consenta il bilanciamento, e in alcuni casi anche la prevalenza, rispetto all'interesse (anch'esso generale) alla trasparenza e al corretto funzionamento del mercato. Fermo restando, in quest'ultimo caso, che la ricorrenza di siffatto interesse costituisce condizione necessaria ma non sufficiente per il riconoscimento di legittimità della comunicazione selettiva.

La linea di demarcazione tra informazioni privilegiate e non privilegiate è, tuttavia, meno marcata nella prassi di quanto possa sembrare in teoria e ciò comporta conseguenze anche ai fini della disciplina qui in esame. Più che distinguersi in una rigida dicotomia, le informazioni possono essere ordinate lungo uno spettro che va dall'uno all'altro tipo: durante il loro ciclo "naturale" di creazione, elaborazione, arricchimento e circolazione, esse possono ad un certo punto assumere carattere privilegiato, in considerazione di una serie di fattori anche esterni all'emittente, e legati all'interazione con il mercato. Sul piano della disciplina, è indubbio che la valutazione della condotta in termini di legittimità debba essere più severa nel primo che nel secondo caso. A ben vedere, però, trattandosi di due categorie in rapporto reciproco di genere e specie, non si tratta di un processo valutativo qualitativamente diverso. Al contrario, la natura privilegiata delle informazioni impone semplicemente all'interprete di considerare aspetti *ulteriori* rispetto a quelli che rilevano nell'ipotesi di comunicazione di informazioni non privilegiate e, in particolare, il riscontro di quelle ulteriori condizioni necessarie per eventualmente stabilirne la legittimità.

In concreto, non tutte le informazioni di cui l'emittente è in possesso e che l'azionista (in specie, quello di controllo) può essere interessato ad acquisire rivestono natura privilegiata. In

[449] *Idem*, p. 908, ove ulteriori riferimenti bibliografici sul punto.

[450] DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 36.

particolare, ai fini che qui interessano, è importante rimarcare la distinzione tra informazioni "sensibili" – rispetto alle quali sussiste, in virtù del loro contenuto *lato sensu* strategico, un interesse dell'emittente a non trasmetterle al pubblico indistinto ma, eventualmente, a trasmetterle a determinati interlocutori (in ipotesi, l'azionista di controllo) tramite *selective disclosure* – e informazioni privilegiate (nell'accezione normativa del MAR). Le due nozioni, pur essendo in larga parte sovrapponibili, non sono coincidenti. Al riguardo, possono ricorrere quattro diverse combinazioni fondamentali: (*a*) informazioni non sensibili né privilegiate; (*b*) informazioni non sensibili ma (potenzialmente) privilegiate; (*c*) informazioni sensibili ma non privilegiate; (*d*) informazioni sensibili e privilegiate.

(a) Informazioni non sensibili né privilegiate: il novero è potenzialmente molto ampio, considerato che in un'organizzazione complessa come una società quotata ogni giorno viene generata e circolata internamente una grande quantità di informazioni che, per il carattere disaggregato, l'elevata granularità e il contenuto altamente tecnico non hanno rilevanza per il mercato (in quanto non aventi effetti finanziari diretti) ma neanche per altri soggetti all'esterno dell'emittente. Come evidente, tali informazioni rivestono scarsa se non nessuna rilevanza per l'azionista, e quindi anche per il presente discorso.

(b) Informazioni non sensibili ma (potenzialmente) privilegiate: un esempio significativo che rientra in tale categoria è quello delle informazioni destinate ad essere inserite nei documenti di informazione periodica (bilancio, relazioni degli amministratori, relazioni semestrali ed eventualmente trimestrali, etc.), quando ci si trova nella fase di formazione di tali documenti. È indubbio che tali informazioni, fintanto che rimangono non pubbliche, acquistino natura privilegiata anche prima della loro formalizzazione nel documento finale[451] (si pensi ad esempio alle bozze di progetto di bilancio che vengono formate e circolate internamente prima dell'approvazione finale del consiglio di amministrazione). A tal riguardo, l'emittente non ha un reale interesse alla riservatezza, dal momento che tale informazione è comunque destinata ad essere resa pubblica, mentre l'azionista di controllo è senz'altro interessato a ricevere in anticipo tali informazioni, e potrebbe eventualmente utilizzarle anche in maniera abusiva.

(c) Informazioni sensibili ma non privilegiate: si tratta di una categoria importante ai nostri fini, che include una serie eterogenea di fattispecie in cui le informazioni, pur rivestendo rilevanza strategica per l'emittente, non assumono (o non ancora) qualità di informazioni privilegiate ai sensi della normativa vigente. Le ragioni di ciò possono essere diverse.

Una prima ragione può essere la mancanza dell'elemento della precisione (e, di riflesso, della *price sensitivity*[452]): è il caso, ad esempio, dei dati prospettici sull'andamento futuro dell'emittente

[451] Non a caso, non è infrequente la prassi di comunicare al mercato, in anticipo sull'approvazione assembleare del bilancio, ed eventualmente anche su quella del CdA con riferimento al progetto di bilancio, l'avvenuto esame ed approvazione, da parte del CdA medesimo, dei "risultati preliminari" dell'esercizio chiuso, una volta che i dati e gli indicatori principali siano stati messi a disposizione dalle funzioni deputate alla formazione della documentazione contabile.

[452] Coerentemente con l'interpretazione unitaria suggerita dalla Corte di Giustizia Europea nel caso *Markus Geltl v. Daimler AG*, op. cit., p. 52 e ss., pur ribadendo che trattasi di profili separati, ora recepita di fatto anche nel MAR (cfr. CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 120).

che esprimano obiettivi strategici piuttosto che previsioni[453], oppure degli obiettivi di risultato contenuti nei piani industriali o nei *budget*, che non sono vincolanti per il *management*[454]. In tale fattispecie rientra – la precisazione è rilevante in vista di quanto si dirà in seguito sull'argomento[455] – anche una parte delle informazioni che sono di norma richieste nel contesto dell'attività di *due diligence* in vista di operazioni di acquisto di partecipazioni significative o di controllo: mi riferisco, ad esempio, alle *data request* in materia di contratti con i principali clienti e fornitori, volte ad estrarre informazioni più dettagliate rispetto a quelle che, in forma aggregata, sono già pubblicamente disponibili, *in primis* nella documentazione finanziaria[456].

Una seconda ragione è ascrivibile invece alla mancanza del requisito della *price sensitivity*, che si riscontra, ad esempio, con riferimento ad informazioni ad elevato contenuto tecnico, che rivestono scarso interesse per gli investitori e il mercato, ma che invece presentano un elevato rischio per l'emittente (in particolare, che siano appropriate a costo zero dai concorrenti dell'impresa)[457]. È possibile che l'interesse dell'emittente alla riservatezza sia in questi casi più forte di quello del mercato alla pronta *disclosure*, proprio in ragione del fatto che gli investitori non hanno competenze in grado di compiere analisi sufficienti a formulare da tali informazioni inferenze sull'andamento dei prezzi. Per contro, stante il contenuto strategico delle medesime, vi può essere un interesse dell'emittente a comunicarle all'azionista di controllo (così come ad altri azionisti rilevanti), là dove sia in grado processarle alla luce delle conoscenze specifiche che ha sull'emittente in virtù del suo investimento particolarmente concentrato. In questo modo, l'emittente potrebbe veicolare, ad esempio, il messaggio che l'attività di ricerca e sviluppo sta dando buoni risultati anche se non ancora definitivi, così assicurandosi la continuità nel supporto del maggiore azionista e di altri investitori chiave[458].

---

[453] Come ribadito anche dalla Consob, al fine dell'applicazione e dell'adempimento degli obblighi di comunicazione continua, assume rilievo anche la distinzione tra vere e proprie previsioni ovvero di obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale (cfr. CONSOB, Comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, par. 66). In senso analogo anche l'art. IA.2.6.6, par. 2 delle istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.p.A. (versione 23 marzo 2020).

[454] BIANCHI-PICCIAU, *Appunti*, op. cit., p. 330.

[455] Su cui si veda diffusamente *infra*, paragrafo 4.2.

[456] Per un'analisi dei pro e contro del c.d. *segment reporting*, cioè degli obblighi di riportare dei documenti finanziari periodici informazioni disaggregate, come ad esempio la distribuzione dei ricavi anche per aree geografiche o linee di *business* si veda GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 59 e ss., ove riferimenti bibliografici sul punto. In ogni caso, la *data request* tipica dell'attività di *due diligence* va oltre i dati che potrebbero essere eventualmente oggetto di *segment reporting*, concentrandosi su aspetti strategici quali, ad esempio, la presenza di clausole di esclusiva, *change of control* o di altre clausole "anomale" nei contratti più rilevanti per il *business* della società.

[457] Cfr. *Idem*, p. 53 e ss., il quale osserva, in generale, che «*firms are typically interested in maintaining confidentiality over that set of technical information which might allow competitors to copy new complex products or reproduce production processes ('enabling knowledge' as such data are usually referred to within the domain of intellectual property law). More often than not, they are indifferent to the disclosure of information concerning the cash-flow effects associated with the sale of the new product or with the exploitation of the new technique, which is precisely what financial markets are interested in*».

[458] *Idem*, p. 81-82: il *trade-off* tra *public disclosure* e riservatezza assoluta, porta spesso a un livello di informazione sub-ottimale al mercato, che di riflesso comporta costi inefficienti nella raccolta del capitale per l'emittente. Tale problema può essere in larga parte ovviato proprio consentendo a quest'ultimo di comunicare tramite *selective*

(d) Informazioni sensibili e privilegiate: questa è, naturalmente, la categoria di informazioni più importante, in quanto è quella su cui insistono gli obblighi di comunicazione di legge e, al tempo stesso, che attrae naturalmente l'interesse degli azionisti. Tra l'altro, i confini tra tale area e quella delineata dalle informazioni *sub* (*c*) sono in concreto molto sfumati: in particolare, in conseguenza delle incertezze interpretative che insistono sulla nozione di informazioni privilegiata, anche dopo le novità introdotte dal MAR, sussiste una zona grigia, potenzialmente ampia, di informazioni rispetto alle quali l'obbligo di *public disclosure* è fortemente discutibile[459].

Coerentemente con quanto precede, nei paragrafi che seguono si analizzerà unitariamente ciascuna delle fattispecie-tipo di cui al paragrafo 3 sotto il profilo della legittimità, senza cioè svolgere due trattazioni distinte con riferimento alle informazioni privilegiate e a quelle non privilegiate. Al tempo stesso, si darà conto, ove rilevante, delle diverse conseguenze in termini di disciplina che discendono dalla tipologia di informazione.

4.1. I casi "facili"

Richiamando le tipologie illustrate nel precedente paragrafo 3, cominciamo con il prendere in considerazione le ipotesi che risultano, per ragioni diverse, meno problematiche, partendo dall'Ipotesi 4: cioè quella in cui la richiesta di informazioni è motivata dalla volontà dell'azionista di controllo di sfruttare "privatamente" le stesse, principalmente a fini di *trading*. Tale condotta riguarda le informazioni privilegiate ma può riguardare anche quelle non privilegiate, specie ove esse possano acquistare tale qualità, all'esito della combinazione con le conoscenze di chi le riceve. *Nulla quaestio* sul fatto che la posizione del legislatore, come nella vasta maggioranza degli ordinamenti, è avverso la legittimità, ed anche la complessiva desiderabilità da un punto di vista economico, di tali condotte. È ciò che emerge, soprattutto, dalla disciplina repressiva degli abusi di mercato[460], sulla quale non è qui sede per soffermarsi.

Compete soffermarsi, piuttosto, su alcuni altri aspetti. In particolare, già la fattispecie in esame solleva una delle domande fondamentali connesse alla disciplina dell'informazione societaria: ovverosia, se esista un modo per discriminare tra comunicazioni legittime e illegittime sulla base dell'uso che il destinatario ne fa concretamente (*ex post*) o, addirittura, del presumibile utilizzo che è prevedibile (*ex ante*) ne sarà fatto. Un tentativo di risposta potrà essere meglio affrontato all'esito

---

disclosure con alcuni selezionati azionisti.

[459] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 3.

[460] Con riferimento alle ipotesi in cui l'informazione non privilegiata lo diventa soltanto dopo essere stata comunicata all'ipotetico destinatario, se da un lato questo previene, secondo l'opinione che sembra prevalente, l'applicazione del divieto di *selective disclosure* in capo all'emittente (che non ha modo di valutare *ex ante* il bagaglio informativo in capo al destinatario: cfr., ad esempio, STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 419-20), vi sono pochi dubbi che la situazione rientri nel divieto di abuso di informazioni privilegiate ex art. 8 MAR, ove si fa riferimento a qualsiasi persona (in ipotesi, il destinatario delle informazioni) «sia in possesso» di informazioni che si qualificano come privilegiate, in quanto la valutazione deve essere in questo caso riferita all'informazione complessiva di cui è titolare il soggetto agente (*trader*).

dell'analisi delle prossime pagine[461]. Tuttavia, ci si può limitare qui ad osservare che già solo il fatto che le medesime informazioni, sotto il profilo del contenuto, possano essere concretamente utilizzate per finalità radicalmente diverse – valutabili *ex post* come legittime o illegittime a seconda del caso – sembra suggerire che il problema non possa essere risolto in maniera efficiente intervenendo alla fonte, cioè discriminando *ex ante* tra comunicazioni lecite e illecite. Ciò in quanto, in questo modo si finirebbe, alternativamente, per tollerare condotte indesiderabili o per vietare condotte desiderabili, pervenendo quindi in ogni caso a un esito sub-ottimale. La ricerca di un equilibrio efficiente sul punto è, invece, uno dei compiti fondamentali, se non il più importante, per il legislatore della materia, come vedremo anche in seguito.

Un secondo interrogativo riguarda invece più specificamente il caso dei *network trade*[462]: in proposito, si pone l'esigenza di comprendere in che modo sia possibile ridurre lo spazio di manovra per operazioni di questo tipo, che in linea di principio sfuggono le maglie dell'attuale disciplina, e in che misura ciò interessi la disciplina delle comunicazioni selettive. Chi si è occupato del problema[463], sinora poco esplorato[464], ha formulato una soluzione articolata in due fasi. In una prima fase, si prevede solamente l'introduzione di un obbligo di *disclosure* al pubblico dei *network trade* effettuati dagli *insider* di un dato emittente (incluso, nel nostro caso, l'azionista di controllo) con riferimento a società "connesse"[465]. Ciò consentirebbe non soltanto di acquisire dati necessari in merito a una valutazione più completa degli effetti economici di tali condotte, al momento di esito incerto, ma potrebbe contribuire già di per sé a ridurre l'incidenza del fenomeno, segnalando al mercato che il soggetto che sta operando lo fa su azioni connesse a quelle dell'emittente di cui è *insider*. In una seconda fase, atteso che i *network trade* consentano effettivamente agli *insider* di conseguire ritorni anormali, si propone di estendere a tale fattispecie le norme in materia di abusi di mercato, in particolare il divieto di operare sulla base di informazioni privilegiate[466]. Tali considerazioni suggeriscono come, anche in questo caso, una soluzione debba pervenire da un intervento sulla disciplina che riguarda l'uso, a valle, delle informazioni privilegiate e non la loro circolazione a monte.

Anche l'Ipotesi 1 (relativa ai c.d. sondaggi di mercato) si presenta, per ragioni speculari, di relativamente agevole soluzione. In questo caso, infatti, dopo l'entrata in vigore del MAR la valutazione sulla legittimità di tale fattispecie di comunicazioni è di fatto operata dal legislatore stesso, con esito sostanzialmente favorevole, in considerazione dei benefici che si ritiene che tali pratiche di mercato arrechino all'emittente.

---

[461] Si veda *infra*, paragrafo 5.

[462] Si veda *supra*, nota 444 e nel testo.

[463] A. ROMANO, *Insider Trading and Macroeconomic*, op. cit., p. 53-62.

[464] Delle interconnessioni economiche tra società con riferimento alla normativa sull'*insider trading* si erano occupati, in tempi un po' più risalenti, anche AYRES, BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, in 54 *Stanford Law Review*, 2001, p. 235 e ss., e AYRES, CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in 101 *Michigan Law Review*, 2002, p. 313 e ss.

[465] Nell'accezione utilizzata da A. ROMANO, *Insider Trading and Macroeconomic*, op. cit., p. 4, 27-28.

[466] *Idem*, p. 59-62. Altre soluzioni sono inoltre proposte dall'Autore con specifico riferimento al contesto normativo statunitense (come ad esempio l'estensione anche della regola di *disgorgement of profits* prevista dalla Section 16(b) del *Securities Exchange Act* del 1934).

Il *trade-off* tra i benefici da ciò derivanti e i costi imposti al sistema finanziario, in termini di minore trasparenza, è equilibrato dal legislatore imponendo il rispetto di particolari accorgimenti procedurali, con riferimento al trattamento delle informazioni privilegiate. In particolare, il MAR ha introdotto *ex novo* una disciplina specifica volta a regolare lo scambio di informazioni tra emittenti e investitori (ivi compresi gli azionisti attuali[467]) volto all'esecuzione dei sondaggi di mercato, anche al fine di fugare le eccessive incertezze sussistenti in merito alla liceità di tali prassi rispetto ai divieti in materia di abusi di mercato.

Tale disciplina, che trova la sua principale fonte nell'art. 11 MAR, esprime, per l'appunto, un compromesso fra l'efficienza arrecata dai sondaggi di mercato, specie in un'ottica di riduzione dei costi transattivi per l'emittente nell'esecuzione di operazioni chiave, e la loro potenziale pericolosità in termini di illeciti relativi alle informazioni privilegiate[468]. Va detto che i sondaggi di mercato non necessariamente comportano in concreto la trasmissione di informazioni privilegiate[469]: al contrario, spesso, è l'esito stesso del sondaggio che consente di trasformare l'informazione "concreta" comunicata in informazione "precisa", e dunque potenzialmente privilegiata[470]. Tuttavia, l'impatto della novità normativa si apprezza proprio con riferimento alla rimozione di alcune incertezze circa la possibilità di comunicare anche informazioni privilegiate (o che possono diventarlo per effetto dell'"unione" con le conoscenze pregresse di chi le riceve).

In particolare, rispetto alla più generale concessione prevista dall'art. 10 MAR, le parti non sono soggette alla valutazione caso per caso circa il fatto che il destinatario agisca «nel normale esercizio» di un'occupazione, di una professione o di una funzione[471]. Infatti, la nuova disciplina comporta una presunzione, per quanto relativa[472], che le informazioni comunicate in presenza dei requisiti e nel rispetto delle procedure e delle regole comportamentali previste dall'art. 11 MAR siano comunicate legittimamente, anche laddove, in astratto, in violazione del generale divieto di

---

[467] STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 409.

[468] LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 159.

[469] MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 64; STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 409 spec. in nota 42, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

[470] Cfr. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 163, secondo il quale, l'informazione comunicata al fine di effettuare il sondaggio può difettare dei requisiti necessari per definirsi privilegiata proprio in quanto è l'esito stesso del sondaggio che consente di inferire con sufficiente ragionevolezza la realizzazione dell'evento. Così, ad esempio, nell'ipotesi in cui l'emittente stia prendendo in considerazione l'ipotesi di procedere ad un aumento di capitale, la decisone dipende appunto anche dal riscontro positivo degli azionisti sondati, in relazione alle condizioni e termini di effettivo realizzo dell'operazione.

[471] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 217, che a tal proposito richiama il considerando 35 del MAR, ove si afferma che «nei casi in cui un sondaggio di mercato implica la comunicazione di informazioni privilegiate, si dovrà considerare che il partecipante al mercato che le comunica stia agendo nell'esercizio normale dell'attività lavorativa, professionale o dei suoi compiti» qualora siano rispettati i requisiti e le procedure di cui all'art. 11 MAR.

[472] Cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 62; BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 2-3, nel senso che, a differenza delle esenzioni espressa di cui all'art. 9 MAR, ove la disciplina pone in favore degli operatori di mercato la presunzione di non aver effettuato operazioni sulla base di una informazione privilegiata (anche se posseduta), nell'ipotesi dei sondaggi di mercato, per espressa previsione normativa, gli interpellati nell'ambito di un sondaggio non possono avvalersi, neanche in via presuntiva, della qualificazione dell'informazione (come non privilegiata) effettuata dall'emittente; per contro, la presunzione sembra operare in modo assoluto nella materia penale.

selective disclosure.

In pratica, la norma in questione introduce, a fianco delle ipotesi di *safe harbor* vero e proprio di cui all'art. 9 MAR, un'ipotesi ulteriore di esenzione "condizionata"[473]: da un lato, a un limitato numero di ipotesi in cui la comunicazione agli investitori sia funzionale a «valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo» e, dall'altro lato, al rispetto di una serie di regole di condotta specificamente dettagliate. In particolare, è necessario che l'emittente che intende condurre un sondaggio di mercato: (*i*) esamini preventivamente se esso comporti la trasmissione di informazioni privilegiate, registrando per iscritto tale valutazione e comunicandola al potenziale destinatario; (*ii*) ottenga il consenso del destinatario a ricevere informazioni privilegiate; e (*iii*) conservi, per un periodo di cinque anni, una registrazione di tutte le informazioni fornite, nonché della data e dell'ora di ogni comunicazione, e dell'identità dei riceventi[474]. Inoltre, ed è una precisazione di non poco conto, i destinatari rimangono comunque responsabili della valutazione circa la natura dell'informazione e dell'uso che gli è consentito fare, a prescindere dal giudizio dell'emittente, e sono tenuti a un obbligo di riservatezza nei confronti dei terzi e a non compiere operazioni di mercato basate su tali informazioni (ove privilegiate)[475].

Tali condizioni sono volte, da un lato, ad agevolare il successivo intervento (in ipotesi soltanto eventuale) dell'autorità, attraverso la predisposizione di un "*audit trail*", che si rende necessario a fronte di un incremento del rischio di utilizzo delle informazioni comunicate[476] e, dall'altro lato, a responsabilizzare coloro che ricevono le informazioni, i quali, diversamente dagli emittenti, continuano ad essere esposti – con rischio a proprio carico – alla disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e delle comunicazioni illecite[477].

Secondo condivisibile dottrina, la legittimità delle comunicazioni selettive funzionali ai sondaggi di mercato deve intendersi implicitamente soggetta all'ulteriore condizione della ricorrenza di un interesse sociale[478]. Coerentemente, con riferimento specifico all'ipotesi di comunicazione di

---

[473] BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 3 e ss.

[474] Per un'esegesi più approfondita dei requisiti di cui all'art. 11 MAR si rinvia ai contributi dottrinali sul punto: tra i molti, LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 159 e ss. spec. 166 e ss.; BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, op. cit.; REISBERG, *Article 11: Market soundings*, in *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventoruzzo e Mock, Oxford, 2017, p. 306 e ss.; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 62 e ss.; STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 407 e ss.; ID., *I dialoghi*, op. cit., p. 113 e ss.; LOMBARDO, MUCCIARELLI, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *ECFR*, 2019, p. 310 e ss., spec. 320 e ss.

[475] E' ciò che si evince chiaramente dalla lettura combinata di quanto disposto dall'art. 11, par. 5 lett. b), c) e d), del MAR.

[476] Cfr. CLEARY GOTTLIEB, *Market Abuse Regulation: A Balanced Approach to the Market Sounding Regime's Applicability in Capital Markets Transactions*, 27 giugno 2017, https://www.clearygottlieb.com/~/media/organize-archive/cgsh/files/2017/publications/alert-memos/mar--a-balanced-approach-to-the-market-sounding-regimes-applicability-6-27-17.pdf, p. 2.

[477] BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 3.

[478] Cfr. MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 313; STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1043, e ID., Engagement, op. cit., p. 410-11, secondo il quale tale lettura deriverebbe dal dettato testuale dell'art. 11, par. 2, MAR, nella parte in cui si afferma che la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di una persona

corporate information, che qui maggiormente rileva, è stato precisato da attenta dottrina che devono altresì ricorrere anche i requisiti che giustificano il ritardo della comunicazione al pubblico, ai sensi dell'art. 17 MAR[479]: tra i quali, per l'appunto, la sussistenza di un «interesse legittimo dell'emittente».

A ben vedere, però, dall'intervento del legislatore sembra potersi presumere che un interesse sociale sussista sempre, almeno con riferimento alle fattispecie "tipizzate" di sondaggio di mercato[480], e che lo stesso si debba rinvenire proprio nell'efficienza direttamente conseguibile dall'emittente da tali condotte. Tale circostanza, inoltre, sembra legittimare la disparità di trattamento nei confronti degli azionisti più significativi, coerentemente con quanto argomentato nel precedente capitolo[481], dal momento che è proprio in virtù della rilevanza dimensionale della partecipazione detenuta che il sondaggio condotto con l'azionista di controllo (e/o con gli azionisti più rilevanti, a seconda dei casi) consente un risparmio di costi sufficientemente significativo da tollerare un'eccezione alle regole normali di *public disclosure*[482]. Pertanto, se ne può dedurre, con riferimento ai sondaggi aventi ad oggetto informazioni non privilegiate, che essi non debbano essere soggetti alle cautele procedurali di cui all'art. 11 MAR, ma soltanto alla ricorrenza, alla luce delle circostanze concrete (prima tra tutte, l'identità e la natura del destinatario), di un interesse qualificabile come sociale. Al tempo stesso, stante la distinzione spesso sottile tra informazione privilegiata e non privilegiata, l'applicazione su base volontaria di tali cautele può essere consigliabile, nella prospettiva dell'emittente.

---

che intende realizzare un'offerta pubblica di acquisto o una fusione costituisce sondaggio di mercato a condizione, tra l'altro, che la volontà dei soci di aderire all'offerta o di approvare l'operazione «sia ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta di acquisizione o fusione», da ciò dovendosi escludere, a parere dell'autore, una generale facoltà dell'emittente di sondare i propri azionisti, anche qualora il dialogo non sia strettamente necessario al compimento di un'operazione rispondente a un particolare interesse sociale.

[479] LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 162, che cita i precedenti lavori ESMA, *Discussion paper. Esma's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation*, 14 novembre 2013, Esma/2013/1649, paragrafo 65, ed ESMA, *Consultation Paper. Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, 15 luglio 2014, Esma/2014/809, paragrafo 74 (dove, con riferimento alle informazioni oggetto di sondaggio, si afferma che «*any inside information about the financial standing of the issuer should have been made public by the issuer, unless delayed disclosure is justified*»).

[480] Mi riferisco cioè alle ipotesi espressamente contemplate, o comunque direttamente desumibili, dal Regolamento: per una panoramica si veda, ad esempio, LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., *passim* spec. p. 160; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 62-66; CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 137-143, ove più ampie argomentazioni.

[481] Si veda *supra*, capitolo secondo, in particolare al paragrafo 6.3.

[482] Cfr., ad esempio, ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione*, op. cit., p. 1117; MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit., p. 908; ZOPPINI, *Il CdA può parlare*, op. cit. (il quale addirittura parla di «obbligo giuridico di consultare il socio di controllo o comunque i principali soci stabili»); MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 64.

4.2. Comunicazioni selettive nel contesto di operazioni di trasferimento del controllo o di partecipazioni "rilevanti"

Più complessa è invece l'analisi con riferimento all'ipotesi, solo parzialmente contigua, delle comunicazioni selettive che avvengono nel contesto, o in funzione, di un'operazione riguardanti il trasferimento di una partecipazione di controllo o comunque rilevante (Ipotesi 2). Le due ipotesi possono qui essere trattate congiuntamente perché, come vedremo a breve, presentano significative somiglianze. Sul punto, occorre partire dalle indicazioni fornite dal dettato normativo.

L'art. 9, par. 4, MAR dispone che «[a]i fini degli articoli 8 e 14, dal semplice fatto che una persona sia in possesso di informazioni privilegiate non si desume che tale persona abbia utilizzato o abbia compiuto abuso di informazioni privilegiate, qualora tale persona abbia *ottenuto* tali informazioni privilegiate *nel corso* di un'offerta pubblica di acquisto o di una fusione con una società e utilizzi tali informazioni *al solo scopo di procedere* alla fusione o all'offerta pubblica di acquisto, purché al momento dell'approvazione della fusione o dell'accettazione dell'offerta da parte degli azionisti della società in questione tutte le informazioni privilegiate siano state rese pubbliche o abbiano comunque cessato di costituire informazioni privilegiate» (corsivo aggiunto).

Tale disposizione è volta a facilitare il flusso di informazioni tra la società *target* e i suoi potenziali acquirenti, per lo meno nelle ipotesi di acquisizione non ostile. È bene osservare sin da subito che, sebbene il terzo potenziale acquirente sia il destinatario formale del flusso informativo della *due diligence*, ciò realizza anche un forte interesse del socio alienante, poiché in assenza di *due diligence* è assai improbabile che l'operazione prospettata si possa concretamente realizzare[483]. Infatti, se è vero che le operazioni menzionate consentono a tutti gli azionisti di esercitare l'*exit*, è anche vero che esse realizzano specificamente l'interesse dell'azionista alla trasferibilità del controllo, non altrimenti soddisfabile mediante operazioni ordinarie sul mercato. Tra l'altro, a riprova di ciò vi è la circostanza che, almeno nella maggior parte dei casi, le interlocuzioni inerenti al processo di *due diligence* vedono come protagonisti principali il venditore e l'acquirente, e i rispettivi consulenti, mentre alla società *target* viene soltanto richiesto, tipicamente dall'azionista venditore, di mettere a disposizione le informazioni necessarie riguardanti la medesima e le eventuali società partecipate[484].

Facendo riferimento anche all'art. 14 MAR, la disposizione prevede testualmente un'esenzione dal divieto di *selective disclosure*, rientrante nel più generale divieto di comunicazioni illecite richiamato al paragrafo 3 della stessa. Pertanto, le informazioni privilegiate comunicate al terzo potenziale acquirente, ma nell'interesse dell'azionista di controllo, nel contesto delle operazioni citate devono considerarsi consentite e godono *ex lege* di un implicito diritto al ritardo fino al momento dell'approvazione della fusione o dell'accettazione dell'offerta. Al fine di non privare la disposizione di rilievo sostanziale, attenta dottrina ha segnalato che il riferimento alle informazioni

---

[483] Cfr. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di Ghezzi, P. Marchetti e Sacchi, Milano, 2020, p. 47 e ss.

[484] In questo senso, TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di* due diligence, in *Banca borsa*, 2008, p. 70.

ottenute «nel corso» dell'offerta o della fusione devono essere più correttamente riferite a quelle ottenute «nel contesto» delle medesime, come emerge altresì dalla lettura combinata del considerando n. 30 del MAR[485].

La disposizione così interpretata sottende in maniera evidente l'obiettivo di promuovere la contendibilità del controllo, per lo meno con riferimento alle fattispecie più tipiche di trasferimento del medesimo. Conseguentemente, mi pare che il regime di favore ivi previsto possa estendersi anche alla fattispecie, pur non espressamente ricompresa, di vendita negoziata di una partecipazione di controllo, nella misura in cui sia di entità tale, in concreto, da far sorgere l'obbligo *ex lege* di promuovere un'offerta pubblica totalitaria *ex* art. 106 TUF. In fin dei conti, anche in questo caso si realizza, seppure con una diversa e più articolata procedura, il medesimo effetto e un'analoga protezione degli interessi di tutti gli azionisti della *target*[486]. E d'altra parte, nelle scelte del legislatore può desumersi un giudizio di equivalenza sostanziale, sotto il profilo dell'efficienza del mercato e della tutela degli azionisti di minoranza, tra il ricorso all'opa preventiva totalitaria e a quella successiva obbligatoria a seguito dell'acquisto "privato" di una partecipazione che comporti il superamento delle soglie di legge.

Tuttavia, la disposizione in esame, concentrandosi sulle fattispecie più "classiche" di trasferimento del controllo, trascura altre ipotesi di operazioni che possono interessare, in tutto o in parte, l'azionista di controllo e la sua partecipazione.

In primo luogo, occorre chiedersi se la *ratio* della disciplina di favore sia compatibile con le ipotesi in cui l'offerta sia funzionale non all'acquisizione *ex novo* del controllo, bensì al rafforzamento della posizione da parte di chi è già controllante (tipicamente, con finalità di *delisting*). A tale riguardo, l'analisi testuale del dato positivo si mostra compatibile, in linea di principio, con interpretazioni di segno opposto. Da un lato, infatti, la formulazione dell'art. 9, par. 4, MAR, nel fare riferimento allo scopo di procedere all'offerta pubblica senza ulteriori specificazioni, non sembra escludere le offerte presentate dai soci di controllo con finalità di consolidamento. Dall'altro lato, il considerando n. 30 richiede che le informazioni utilizzabili senza il compimento di abusi siano quelle acquisite e impiegate nel contesto di un'offerta effettuata «al fine di *ottenere* il controllo dell'emittente» (corsivo aggiunto). Tuttavia, con riferimento a ciò, vi è chi ha dubitato della rilevanza che possa essere attribuita ai preamboli di un regolamento, nonché della capacità degli stessi di modificare interpretazioni tendenzialmente univoche derivanti dal testo normativo vero e proprio[487]: ne risulta, nel complesso, una sostanziale incertezza interpretativa sul punto.

Un'indicazione più significativa può essere ricercata, invece, sul piano teleologico. In particolare, la domanda di cui sopra può essere riformulata nei seguenti termini: se l'ipotesi di

---

[485] DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 51.

[486] Infatti, come affermato da ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 548-49, l'obbligo di offerta successiva ha la finalità di ripristinare la parità informativa, degli azionisti di minoranza rispetto alle parti della negoziazione, in merito alle condizioni dell'offerta, nonché di attribuire ad essi la facoltà di aderirvi a parità di condizioni.

[487] DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 51-52, anche in considerazione di quanto affermato in tal senso dalla Corte di Giustizia europea nel caso *Nilsson*: «occorre rilevare che il preambolo di un atto comunitario non ha valore giuridico vincolante e non può essere fatto valere per derogare alle disposizioni stesse dell'atto di cui trattasi» (cfr. Corte di Giustizia Unione Europea, Caso C-162/97, *Nilsson*, 19 novembre 1998, par. 54).

consolidamento del controllo goda del particolare favore accordato dall'art. 9, par. 4, MAR, in quanto operazione che realizza o comunque favorisce la contendibilità del controllo oppure se, invece, essa debba essere considerata alla stregua di un trasferimento di una qualsiasi partecipazione rilevante, con le conseguenze, in termini di disciplina, che si vedranno tra un attimo. Il punto di partenza è la considerazione che un efficiente mercato del controllo costituisce l'asse portante dell'infrastruttura di *corporate governance*, poiché è in grado di disciplinare il comportamento dei *manager*, ivi inclusi quelli delle società non direttamente soggette ad un'acquisizione ostile[488]. Dunque, vi è da capire se la possibilità di realizzare operazioni di *delisting* tramite i meccanismi di *squeeze-out* previsti dall'ordinamento contribuisca a realizzare tale effetto oppure altrimenti.

Non vedo ragioni particolari per non propendere per una risposta positiva. Anzitutto, va detto che opinando diversamente si finirebbe per discriminare tra operazioni diversamente strutturate ma che in ultima istanza pervengono al medesimo obiettivo: basti pensare all'ipotesi in cui un ipotetico offerente lanci un'offerta totalitaria condizionata al raggiungimento di almeno il 90% delle adesioni e quella alternativa in cui egli proceda a un'offerta incondizionata che ottenga adesioni pari, ad esempio, al 70% e in tempi successivi proceda poi all'incremento progressivo della propria partecipazione fino ad arrivare alla soglia del 90%. In secondo luogo, va detto che le acquisizioni finalizzate al *delisting* rappresentano la norma nell'ambito dei c.d. *leveraged buy-out* e più in generale nelle operazioni di investimento condotte da fondi di *private equity* nelle società quotate (anche conosciute come *private investment in public equity* o *PIPE*), le quali contribuiscono in maniera particolarmente significativa al *market for corporate control*[489]. Infine, mi pare che in queste situazioni non si ponga, comunque, una reale problematica con riferimento alla comunicazione di informazioni privilegiate: posto che l'ipotetico offerente si trova già, per ipotesi, nella posizione di azionista di controllo (e si presume che abbia acquisito tutte le informazioni ritenute necessarie *prima* di investire nella società in prima istanza), egli è verosimilmente già in possesso di tutte le informazioni necessarie per valutare l'ulteriore acquisto e difficilmente avrà necessità di acquisirne di ulteriori.

In secondo luogo, la disciplina del MAR nulla dice in merito alle operazioni di trasferimento di partecipazioni non di controllo (e non finalizzate al consolidamento del medesimo), ma che, per la rilevanza della partecipazione, si differenziano dagli acquisti ordinari sul mercato. È il caso, ad esempio, di partecipazioni dotate, alla luce delle circostanze di fatto, di un potere di blocco[490]. *Quid*

---

[488] Cfr., tra i molti, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 118-120, con rinvio ai primi studi di EASTERBROOK, FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harvard Law Review*, 1981, p. 1169, e JENSEN, RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in 11 *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 5. In particolare, l'Autore precisa che il beneficio arrecato da un efficiente *market for corporate control* non riguarda soltanto gli azionisti delle società oggetto di offerta, ma si estende a tutti i partecipanti al mercato nei quali il controllo sia effettivamente contendibile.

[489] Cfr., ad esempio, JENSEN ET AL., *Morgan Stanley Roundtable*, op. cit., p. 10-14, secondo cui lo sviluppo del fenomeno degli LBO ha contribuito, a partire dagli anni 80, alla «*rebirth of active investors*» e, di conseguenza, «*played a major role in restoring the profitability and competitiveness of American business in the 1980s*».

[490] Ad esempio, in ragione di clausole statutarie o parasociali (cfr. SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria*, op. cit., p. 56), o anche solo alla luce della composizione dell'azionariato, che le rende decisive, seppure in maniera meno stabile, nelle votazioni riguardanti determinate materie di parte straordinaria.

iuris, dunque, di tali fattispecie residuali?

Trattandosi, per ipotesi, di partecipazioni non di controllo, viene meno quel particolare ruolo informativo di cui la disciplina dell'opa investe gli amministratori della *target* al fine di ottenere un effetto di *level the playing field* tra offerente e azionisti della *target*[491]. La questione della legittimità astratta della comunicazione asimmetrica di informazioni nel contesto dell'attività di *due diligence* si pone quindi in queste ipotesi in termini non dissimili da ciò che accade nelle s.p.a. chiuse. A tale riguardo, la dottrina oggi prevalente ritiene che la condivisione di *corporate information* nel contesto di una *due diligence* funzionale al trasferimento sia di una partecipazione di controllo sia di un pacchetto di minoranza "rilevante" (nell'accezione qualitativa di cui poco sopra[492]), risulta in astratto in linea con l'interesse (qualificabile come sociale) alla trasferibilità delle partecipazioni[493].

Non vi è ragione per ritenere che le medesime considerazioni non si possano applicare, *a fortiori*, a qualsiasi cessione "negoziata" di pacchetti di azioni quotate ma anche, più in generale, nei casi residuali non coperti dalle ipotesi viste sopra. Al contempo, la ricorrenza di un interesse sociale non è invece sufficiente ad estendere il *safe harbor* previsto dall'art. 9, par. 4, MAR, non ricorrendo in questo caso un'esigenza di tutelare e promuovere la contendibilità del *controllo*. Pertanto, le informazioni privilegiate trasmesse nel contesto delle attività preliminari al trasferimento di una partecipazione pur rilevante, ma fuori dalle ipotesi precedenti, è soggetta alla disciplina "ordinaria" in materia di *disclosure*. Il che significa che, oltre alla ricorrenza di un interesse sociale (giustificabile nei termini poc'anzi precisati), dovranno essere rispettati i requisiti e le prescrizioni di cui all'art. 10 MAR.

Particolare attenzione richiede, in proposito, la valutazione del requisito del «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione». A prima vista, tale locuzione non sembra ben adattarsi alla figura di colui che contratta l'acquisto di una partecipazione di minoranza. Così ragionando si perverrebbe alla conclusione, a mio avviso paradossale, per cui la circolazione di

---

[491] Cfr., per tutti, REGOLI, *Doveri di assistenza*, op. cit., *passim* ma spec. p. 792-98.

[492] Il riferimento è alla rilevanza che deriva dal fatto che la partecipazione attribuisca, in virtù di circostanze fattuali di vario genere (si veda *supra*, nota 490 e nel testo), prerogative superiori a quelle derivanti dalla semplice somma dei diritti individuali incorporati nei singoli titoli azionari che la compongono: in questi termini si tratta di nozione che presuppone ma supera quella di rilevanza di cui all'art. 120 TUF.

[493] In questo senso, di recente SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria*, op. cit., p. 54-55 (il quale evidenzia come tali conclusioni siano altresì coerenti con la nozione più moderna di interesse sociale, orientata alla massimizzazione del valore globale delle azioni e non invece del patrimonio sociale; con motivazioni molto simili anche TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione*, op. cit., p. 70-71); analogamente, tra i vari, anche ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 106 e ss.; PICONE, *Trattative,* due diligence, op. cit., p. 256 e ss., 264; CARRIÈRE, *I profili informativi*, op. cit., p. 356 (in termini generali di desiderabilità); SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006, p. 369; in giurisprudenza, cfr. App. Milano 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, 2002, II, p. 200 e ss., con nota di VENTURA, *La diligenza degli amministratori nelle operazioni societarie*, in cui si ritiene sussistere un obbligo di *due diligence* per gli amministratori dell'acquirente, ove si tratti di società (da ciò dovendosi desumere la necessaria possibilità per gli amministratori della *target* di fornire le informazioni a tal fine necessarie). Però *contra*, ma in tempi precedenti, WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993, p. 559 e ss.

informazioni funzionali a operazioni di trasferimento di partecipazioni rilevanti di minoranza risulterebbe più limitata nelle società per azioni quotate che in quelle chiuse, quale conseguenza (involontaria) della più complessa normativa regolamentare in materia di informazione[494]. Tuttavia, tale interpretazione non è l'unica possibile. Al contrario, è possibile ritenere che la valutazione del requisito della «normalità» dell'attività svolta non sia da riferirsi in questi casi alla fattispecie in sé (*i.e.* la negoziazione di un trasferimento azionario rilevante, che per definizione ha natura straordinaria), bensì, invece, da un lato a ciò che accade di norma in operazioni di questo tipo e, dall'altro lato, al fatto che la cessione della tale partecipazione realizzi un interesse dell'azionista venditore che si qualifichi come "normale" (nel senso di caratterizzante) rispetto alle finalità che lo spingono ad investire nell'emittente.

Da questo punto di vista, la cessione di un pacchetto di minoranza "rilevante" soddisfa un generale interesse alla trasferibilità dello stesso (sia che si tratti di una porzione di una più ampia partecipazione di controllo sia che rappresenti l'intera partecipazione detenuta da un certo azionista): interesse che, in una prospettiva più ampia, coincide con quello di garantire un grado minimo di liquidità anche alle partecipazioni che, per ragioni intrinseche, non sono facilmente circolabili al pari della singola azione o di pacchetti di ridotta entità.

È bene precisare che, tanto in questa quanto nella precedente ipotesi (riguardante il trasferimento del controllo), l'esistenza di una facoltà legittima di *selective disclosure* non fa venire meno i doveri e le corrispondenti responsabilità degli amministratori di esercitare il proprio potere decisorio discrezionale nel perseguimento dell'interesse sociale. Il che significa, in altri termini, che gli stessi saranno chiamati a valutare, caso per caso, l'opportunità di consentire oppure di rifiutare la comunicazione di alcune ed altre informazioni, bilanciando *in concreto* l'interesse (sociale) alla trasferibilità delle partecipazioni con quello (altrettanto sociale) alla riservatezza della società[495].

Esiste però una differenza sottile, ma all'atto pratico importante, tra le due tipologie di fattispecie. Infatti, nel caso di informazioni richieste in connessione con il trasferimento di una partecipazione non di controllo, gli amministratori dovranno anzitutto valutare con più attenzione le informazioni strettamente necessarie per la valutazione dell'investimento da parte del potenziale acquirente: è ben possibile, cioè, che la *due diligence* in concreto necessaria per valutare un investimento di natura finanziaria possa essere ragionevolmente meno estesa di quella richiesta da chi intende acquistare il controllo della società (e dunque effettuare un investimento di natura *lato*

---

[494] Il problema, sebbene in termini di confronto, è stato sollevato da CARRIÈRE, *I profili informativi*, op. cit., p. 356, già con riferimento alla precedente disciplina del TUF vigente la MAD, laddove lamentava la difficoltà di legittimare, alla luce del quadro normativo, operazioni diverse dal trasferimento del controllo ma comunque degne di tutela.

[495] Cfr. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione*, op. cit., p. 71-72, 74, e SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa*, op. cit., p. 56-57 («[q]uanto detto, naturalmente, non implica, come conseguenza automatica, la legittimità della comunicazione di dati imprenditoriali all'acquirente. La società deve, invece, provvedere, mediante i suoi organi sociali, a realizzare un equilibrato contemperamento fra i due interessi sociali in conflitto, privilegiando (ove questa non sia possibile) l'interesse che, alla luce delle concrete caratteristiche della singola fattispecie, risulta maggiormente meritevole di protezione giuridica»): entrambi con riferimento alle società chiuse, ma il problema si presenta in veste sostanzialmente analoga anche nelle quotate.

sensu imprenditoriale)[496].

L'analisi sopra condotta restituisce un quadro di disciplina piuttosto variegato, in cui l'estensione della facoltà dell'emittente di comunicare selettivamente con i potenziali acquirenti anche informazioni di natura privilegiata, è diversa a seconda della diversa rilevanza, sotto il profilo anche qualitativo e non meramente quantitativo, della partecipazione in oggetto. Tale quadro d'insieme può essere ricostruito, per sommi capi, come segue: (*i*) nelle operazioni di offerta pubblica di acquisto (o scambio) o di fusione finalizzate al trasferimento – o, a mio parere, al consolidamento – del controllo, le *corporate information* relative all'emittente acquisite e utilizzate nel contesto delle medesime sono protette da un *safe harbor* rispetto ai divieti di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate; (*ii*) nelle operazioni che hanno ad oggetto l'acquisto di una partecipazione fattualmente rilevante, ma non di controllo, realizzate sia in forma "privata" sia mediante offerta pubblica volontaria parziale, tale *safe harbor* non trova applicazione, con riferimento alle informazioni privilegiate; ciò nonostante, è possibile riscontrare anche in questo caso un interesse legittimo che giustifichi la trasmissione selettiva di informazioni nel contesto della *due diligence*, tuttavia è possibile che l'ambito delle informazioni circolabili sia in concreto più limitato; (*iii*) nelle operazioni di trasferimento di blocchi di partecipazioni rilevanti soltanto sotto un profilo quantitativo e formale (*i.e.* nell'accezione di cui all'art. 120 TUF), ma che non attribuiscono in via di fatto prerogative speciali (come invece nel caso *sub* (*ii*)), realizzate sotto forma di *accelerated bookbuilding*, è consentita la comunicazione selettiva di informazioni nei limiti e con le modalità previste dalla nuova disciplina sui sondaggi di mercato.

Con riferimento alle informazioni non privilegiate, la facoltà di comunicazioni selettive deve anzitutto ritenersi implicitamente garantita in tutte le ipotesi, e nella misura prevista, in cui lo sia per le informazioni privilegiate. Inoltre, è altresì ragionevole che gli amministratori godano nel complesso di una libertà maggiore nella comunicazione di informazioni di tal tipo: ovverosia, tutte le volte in cui tali comunicazioni favoriscano in concreto la trasferibilità di partecipazioni che, per loro caratteristiche, non siano facilmente trasferibili sul mercato. Tuttavia, come detto, le differenze tra informazione privilegiata o meno sono molto sfumate nella pratica. Poiché le comunicazioni compiute nel contesto e in funzione di operazioni di M&A difficilmente escludono *in toto* informazioni privilegiate, ne consegue che, di fatto, la valutazione di legittimità delle condotte compiuta dagli amministratori tende ad attestarsi sullo standard più elevato richiesto per le informazioni privilegiate.

4.3. Comunicazioni selettive a servizio all'esercizio di un generale potere di monitoraggio da parte dell'azionista di controllo

Rimane infine da analizzare l'ultima ipotesi, che abbraccia tutte quelle situazioni in cui

[496] Tale conclusione rappresenta una delle diverse declinazioni di un più generale principio secondo il quale l'attività di *due diligence* condotta deve essere rispettosa dello scopo per il quale viene svolta e quindi essere limitata all'assunzione, pur approfondita, delle sole informazioni necessarie e sufficienti per assumere una decisione informata rispetto allo *specifico* affare di cui trattasi (cfr. TOMBARI, *op. ult. cit.*, p. 74).

l'azionista di controllo richieda all'emittente informazioni con l'obiettivo di esercitare un generale potere di monitoraggio sull'operato del *management* ed eventualmente anche del consiglio di amministrazione (Ipotesi 3). Si tratta di una fattispecie ampia, nonché residuale rispetto alle tre precedenti. Le informazioni oggetto di comunicazione in queste ipotesi sono di contenuto eterogeneo: esse potrebbero riguardare sia informazioni destinate a confluire successivamente in situazioni contabili periodiche (che l'azionista in questione richiederebbe, in ipotesi, di conoscere preventivamente), sia quelle contenute in documenti previsionali o piani industriali, finanziari e strategici[497]. sia altre informazioni ancora. In via di approssimazione, si parla nel complesso di informazioni a basso contenuto tecnico ed elevato contenuto strategico, dalle quali l'azionista di controllo possa trarre, idealmente, un giudizio in merito all'operato gestionale, con riferimento alla determinazione delle linee generali di azione e al grado di conseguimento *in itinere* dei risultati prefissati.

Vi è chi ha negato la legittimità di una comunicazione preventiva e selettiva di informazioni privilegiate all'azionista di controllo, così come ad uno o più soci più in generale, in queste ipotesi: nel primo caso, perché non sussiste una giustificazione perché l'azionista sia informato in via preventiva, là dove non vi siano obiettive esigenze di ottenere il preventivo sostegno del medesimo; nel secondo caso, in ragione del fatto che tali informazioni sono inerenti a funzioni di esclusiva competenza dell'organo amministrativo[498]. Tali conclusioni trovano giustificazione nell'idea che il dialogo selettivo tra emittente e azionista di controllo possa trovare giustificazione, se del caso, solo sul piano assembleare, in ciò valorizzando la differenza con la fattispecie dei flussi informativi ascendenti nel contesto di gruppo[499]. L'opinione è in termini teorici condivisibile, tuttavia va detto che le funzioni "meritevoli" che l'azionista di controllo può svolgere possono non limitarsi in concreto al solo esercizio delle prerogative in sede assembleare.

Infatti, la concreta sistemazione degli assetti proprietari dell'emittente può porre l'azionista di controllo nella posizione in cui si trovi ad avere i maggiori incentivi e i sufficienti poteri per monitorare l'operato del *management* in maniera più efficiente (rispetto ad altri azionisti). In un'analisi condotta ormai vent'anni fa, il professor Mark J. Roe evidenziava come l'assetto proprietario più concentrato delle società quotate europee (Regno Unito escluso) rispetto a quelle anglo-americane, e la conseguente diversa caratterizzazione dei problemi di *agency*, fossero fondamentalmente dovuti all'incidenza nelle prime dei valori e delle istituzioni social-democratiche sulla conduzione delle attività economiche private[500]. In particolare, i principali strumenti tradizionalmente impiegati per allineare gli interessi dei *manager* con quelli dell'azionariato diffuso – quali, ad esempio, i piani di incentivazione, norme di trasparenza in materia di bilancio, *takeover* ostili, e più in generale regole di massimizzazione dello *shareholder value* (aggiungerei oggi anche un quadro normativo favorevole allo *shareholder activism*) – sono spesso socialmente denigrate e osteggiate dal

---

[497] MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni*, op. cit., p. 908 in nota 3.

[498] *Ibidem*.

[499] *Idem*, p. 908.

[500] ROE, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, in 53 *Stanford Law Review*, 2000, p. 539 e ss. L'opinione è stata ripresa e condivisa da G. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance"*, op. cit., p. 9-10, soprattutto in chiave di ridimensionamento dell'impatto delle regole giuridiche di *corporate governance*.

legislatore negli ordinamenti europei[501]. Ciò comporta, in ultima istanza, che i *managerial agency cost* siano superiori nelle società quotate europee e, di conseguenza, che persistano su larga scala partecipazioni di controllo e assetti proprietari concentrati, che in tale contesto rimangono lo strumento più efficiente, se non l'unico, per monitorare e ridurre tali costi di agenzia[502].

Tali ipotesi sono in concreto meno frequenti di quanto si possa pensare nel nostro Paese, dove prevale ancora una sostanziale immedesimazione, formale o informale, tra azionista di controllo e il consiglio di amministrazione o, quanto meno, la maggioranza dei suoi consiglieri: in queste ipotesi i *managerial agency cost* sono sostanzialmente azzerati[503], ma al costo di significativi *private benefits agency cost*[504]. Tuttavia, nelle ipotesi sempre più frequenti in cui, pur a fronte di un azionariato poco disperso, non vi sia immedesimazione formale tra l'azionista di controllo e il consiglio di amministrazione e, soprattutto, il *management*, nonché nelle vere e proprie *public company* italiane[505], l'azionista di controllo (o di riferimento, a seconda del caso) può svolgere effettivamente un importante ruolo di monitoraggio.

Ciò detto, altro è ritenere che anche l'azionista di controllo possa, a determinate condizioni, svolgere un efficiente ruolo di monitoraggio, altro è capire se tale ruolo richieda, e dunque giustifichi, la comunicazione selettiva di informazioni privilegiate ulteriori, rispetto a quelle disponibili a tutti gli azionisti e a quelle eventualmente comunicabili nelle ipotesi descritte in precedenza. La questione principale è rappresentata in questi casi dalla difficoltà per gli amministratori, chiamati a decidere in che modo rispondere alle richieste dell'azionista, di valutare quale uso sarà fatto dell'informazione, considerato che non si tratterà di norma di informazioni specifiche e funzionali (*e.g.* riguardanti una specifica operazione) ma, piuttosto, generiche e onnicomprensive, quanto al contenuto (un esempio può essere la richiesta di notizie in merito ad alcuni aspetti dell'implementazione del piano industriale). In altri termini, gli amministratori dovrebbero essere chiamati a svolgere *ex ante* un giudizio prognostico sul modo con cui il destinatario utilizzerebbe presumibilmente le informazioni ricevute e sulla meritevolezza di tale utilizzo.

Tale criterio di azione, oltre a generare notevole incertezza, non sembra in grado di evitare in maniera efficace che le informazioni comunicate all'azionista di controllo possano essere utilizzate a fini abusivi. Così ragionando si rischierebbe soltanto di porre in capo agli amministratori una sorta di responsabilità semi-oggettiva per la condotta dell'azionista di controllo, senza per altro che a ciò corrisponda un effettivo potere dei primi di prevenire gli abusi eventualmente compiuti dal secondo. Conseguentemente, mi pare che, almeno con riferimento alle informazioni privilegiate, i costi di una simile soluzione superino, in astratto, i potenziali benefici, atteso che, tra l'altro, il monitoraggio che l'azionista di controllo che *non* esercita direzione e coordinamento (in ipotesi)

---

[501] *Idem*, spec. p. 550-60.

[502] *Idem*, p. 560.

[503] Al riguardo è sufficiente consultare i dati pubblicati da CONSOB, *Report on Corporate Governance 2019*, op. cit., p. 3 e ss., il quale riporta, tra le altre cose, che 203 società quotate italiane su 231 totali sono di fatto soggette a controllo dell'azionista o di una coalizione di riferimento (di cui 123 casi sono di controllo di diritto, 57 di fatto e 23 tramite patti parasociali); solo in 13 casi possono essere qualificate come "vere" *public company*.

[504] GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, op. cit., p. 785-86.

[505] Cfr. le risultanze dell'ultimo rapporto Consob *supra*, nota 79.

può svolgere è comunque limitato all'esercizio dei diritti e dei poteri che l'ordinamento formalmente mette a disposizione di tutti soci, e più precisamente nel contesto assembleare (o pre-assembleare), i quali, come è noto, sono fortemente limitati[506]. E, d'altro canto, l'esigenza di monitoraggio sopra descritta non è certo sufficiente, *a fortiori*, a far sorgere un diritto informativo "nuovo" in capo all'azionista di controllo[507], stante il pesante onere argomentativo che è necessario superare a tal fine[508].

Per quanto riguarda le informazioni non privilegiate, l'onere da soddisfare è minore, dal momento che sarà sufficiente, in linea di principio, che le comunicazioni effettuate rispondano, caso per caso, a un interesse qualificabile come sociale. Tuttavia, anche in questo caso, per le ragioni appena esposte, si tratta di una valutazione prognostica piuttosto complessa.

5. Il rapporto tra disciplina del ritardo e *selective disclosure*

Dall'analisi svolta emerge un problema fondamentale – che ritornerà anche nel prosieguo – con riferimento a tutte le ipotesi in cui occorra valutare la legittimità delle comunicazioni selettive in una prospettiva caso per caso, in assenza di indicazioni utili del legislatore, espresse (come nel caso dei sondaggi) o ricavabili direttamente per via interpretativa (come nel caso delle operazioni di trasferimento del controllo). Ovverosia la necessità – e al tempo stesso la difficoltà, sulla base dell'attuale quadro normativo – di consentire una differenziazione, ai fini della disciplina, tra condotte "appropriate" e "inappropriate", da definirsi in base ai criteri indicati in precedenza. L'attuale rigidità in proposito della disciplina del MAR non sembra consentire ciò, almeno per quanto riguarda la fattispecie più delicata delle informazioni privilegiate.

Alcuni autori hanno recentemente sostenuto che tale obiettivo possa essere conseguito valorizzando, a legislazione invariata, l'istituto del ritardo delle comunicazioni, il quale consentirebbe di «riconoscere all'emittente un qualche spazio di manovra nella scelta della tempistica di diffusione dell'informazione»[509]. Gli stessi ritengono addirittura che «la tutela dell'interesse della società a mantenere il riserbo […] è affidata, appunto, al ritardo e non ad altri strumenti»[510]. Tale riflessione mi spinge ad effettuare alcune precisazioni in merito alla distinzione tra l'ambito di applicazione della disciplina del ritardo (art. 17, par. 4, MAR) e della (*rectius*, del divieto di) *selective disclosure*, che saranno utili anche per il prosieguo della trattazione. Distinzione che, seppur

---

[506] Cfr. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni*, op. cit., p. 708.

[507] Cfr., già prima della riforma, ABBADESSA, *La circolazione delle* informazioni, op. cit., p. 567; F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti*, op. cit., p. 767; BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi*, op. cit., p. 681 e ss. Dopo la riforma, come sottolineato da MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., *passim* ma spec. p. 781-82, l'informazione assume un ruolo diverso nell'impianto del diritto societario: da semplice elemento materiale strumentale all'esercizio di un prerogativa giuridica (di diritto, facoltà, dovere-potere) diviene il «paradigma ordinatorio della funzione gestoria» ma rimane, forse proprio per questo, largamente al di fuori della sfera dell'azionista.

[508] Si veda quanto detto in precedenza in questo capitolo, in particolare al paragrafo 2.2.

[509] GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., p. 129-36.

[510] *Idem*, p. 130.

evidente in termini concettuali, non viene nei fatti sempre tenuta in dovuta considerazione[511].

Una prima ragione di tale distinzione deriva dal fatto che la richiesta di informazioni selettive da parte dell'azionista di controllo (ma di qualsiasi azionista più in generale) può riguardare, e di frequente riguarda, informazioni classificabili come sensibili ma non privilegiate[512]. Ne consegue anzitutto che l'affermazione che una procedura di ritardo sia necessaria là dove si ponga un problema di comunicazione selettiva[513] è vera soltanto nel caso in cui si tratti di informazioni privilegiate. Ma non tutti i casi di comunicazione selettiva, come si è visto, hanno ad oggetto informazioni privilegiate.

In secondo luogo, anche con riferimento alle informazioni privilegiate, l'obbligo di *public disclosure ex* art. 17, par. 1, MAR si applica, in virtù del dettato testuale, alle sole *corporate information* e non invece alle *market information*, che però possono avere valore per l'azionista e dunque potrebbero essere oggetto di comunicazione selettiva[514]. In questo modo, ad esempio, l'azionista potrebbe venire a conoscenza anticipatamente di circostanze riguardanti il mercato in cui opera l'emittente (ad esempio, la scoperta di una tecnologia da parte di un concorrente che renda obsoleto il processo produttivo dell'emittente), di cui quest'ultimo è venuto a conoscenza per effetto di analisi compiute o conoscenze specifiche acquisite su quella *industry*[515].

Per contro, non tutte le informazioni privilegiate sono necessariamente di interesse dell'azionista richiedente informazioni e quindi oggetto di comunicazione selettiva. Ad esempio, nel caso dell'azionista di riferimento, non lo sono le informazioni che riguardano potenziali operazioni di investimento o disinvestimento di cui egli sia protagonista in qualità di venditore – una delle ipotesi più discusse in dottrina in tema di applicabilità del ritardo[516]: evidentemente, l'azionista non ha interesse a conoscere informazioni il cui contenuto riguarda proprio le azioni che lo stesso ha già deciso di intraprendere.

Detto ciò, occorre anche notare che l'accesso alla procedura di ritardo è ancora limitato da requisiti piuttosto stringenti e di stretta interpretazione, anche dopo la pubblicazione delle linee guida ESMA[517]. In particolare, uno degli ostacoli principali è costituito dal fatto che il ritardo, per essere legittimo, non debba avere «l'effetto di fuorviare il pubblico» (art. 17, par. 4, lett. b, MAR)[518].

---

[511] Ad esempio, almeno apparentemente, da chi afferma che «un problema di comunicazione selettiva delle informazioni ha modo di porsi solo in pendenza di una procedura di ritardo» (MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit. p. 930).

[512] Per i termini di tale distinzione si veda, più approfonditamente, *supra*, paragrafo 4.

[513] MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit. p. 930.

[514] Sulla differenza tra *corporate information* e *market information* e le conseguenze in termini di disciplina, cfr., tra i molti, MACRÌ, *Informazioni privilegiate e* disclosure, op. cit., p. 70, e CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 113.

[515] CALVOSA, *op. ult. cit.*, p. 113.

[516] Già prima del MAR, ad esempio, PICONE, *Trattative,* due diligence, op. cit., *passim*; CARRIÈRE, *I profili informativi*, op. cit., p. 353-59, spec. 357; più recentemente, per una completa ricostruzione GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., *passim*.

[517] Cfr. ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate* (ESMA/2016/1478), op. cit.

[518] Cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 17-20, che ritengono che la capacità dei chiarimenti forniti da ESMA di rimuovere le incertezze che insistono sulla disciplina del ritardo sia

Tutto ciò può, da un lato, incentivare l'emittente alla "reticenza"[519] ma, al tempo stesso, precludere la comunicazione selettiva anche in ipotesi in cui essa risponda a un interesse legittimo, in assenza di altre forme di *safe harbor*.

In merito a tale problema (*i.e.* la difficoltà di avvalersi in concreto della procedura di ritardo) le riflessioni della dottrina prevalente suggeriscono che un ampliamento delle ipotesi consentite possa essere ottenuto facendo leva sull'interpretazione della nozione generale di informazioni privilegiate[520]. Tale soluzione però mi pare abbia l'evidente limite di generare ulteriore incertezza, in un sistema invece dove i progressivi interventi legislativi, incluso da ultimo quello operato dal MAR, sono stati ispirati proprio dalla volontà di maggiore chiarezza e di riduzione del contenzioso e, soprattutto, del carico di lavoro dell'autorità di vigilanza, a beneficio di una migliore qualità dell'*enforcement*. Inoltre, essa reca con sé l'ulteriore rischio di rallentare l'uniforme applicazione del regolamento e dunque l'auspicato processo di armonizzazione della materia.

Tuttavia, sebbene si possa concordare sul fatto che «affidare all'istituto del ritardo la funzione di tutelare l'interesse della società ad evitare una *early disclosure* rappresenta un'opzione molto più lineare e coerente […] rispetto a quella consistente nello scindere in via interpretativa la nozione di informazione»[521], mi pare che tale argomento sia viziato dalla scelta del *tertium comparationis*. In altri termini, i limiti del ricorso alla procedura del ritardo per risolvere le questioni legate alle comunicazioni selettive mi sembrano altrettanto evidenti. Al contrario, le riflessioni che precedono sembrano segnalare proprio la necessità di pensare una terza via alternativa.

A tale proposito, ritengo che la soluzione perseguita dal MAR con riferimento ad altre condotte, di inserire zone franche di libero utilizzo delle informazioni anche privilegiate, a fronte di un rafforzamento della disciplina generale degli abusi di mercato[522] e soprattutto del relativo *enforcement*, meriterebbe di essere applicata anche al tema delle comunicazioni selettive, con un intervento *ad hoc*. E ciò in considerazione del fatto che – come si è in parte già visto e si vedrà – in tale ambito, forse più che in ogni altro, si rende necessaria una disciplina flessibile che sia in grado di differenziare tipologie di condotte diverse, ma nel rispetto della cornice normativa generale in materia di abusi. Tale proposta sarà sottoposta a ulteriore analisi critica nel prosieguo della trattazione, anche con riferimento a situazioni diverse da quella dell'azionista di controllo.

---

sostanzialmente limitato.

[519] GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., p. 132 e ss.: secondo gli autori l'interpretazione dell'applicabilità della procedura di ritardo, in maniera tale da non fuorviare il pubblico, dipende – in ossequio alle indicazioni delle linee guida ESMA – dalla circostanza che la società non abbia precedentemente divulgato informazioni al pubblico che verrebbero contraddette dalle nuove informazioni a disposizione. Questo, di fatto, incentiverebbe indirettamente gli emittenti a divulgare informazioni il meno possibile. Coerentemente, tali informazioni non dovrebbero essere neppure divulgate in forma selettiva, stante il rischio di eventuali (ma in concreto frequenti) *leak* che ne imporrebbero a quel punto la *public disclosure*.

[520] Cfr. CARRIÈRE, *I profili informativi*, op. cit., spec. p. 357 (ancora nel vigore della disciplina precedente il MAR); DI NOIA, GARGANTINI, *op. ult. cit.*, p. 20-23; CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 152 e ss., specie con riferimento alle fattispecie a formazione progressiva e ai c.d. processi prolungati; di avviso contrario, per l'appunto, GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., p. 126-35.

[521] GILOTTA, RAFFAELE, *op. ult. cit.*, p. 126.

[522] CALVOSA, *op. ult. cit.*, p. 152.

6. Le modalità di comunicazione delle informazioni. Gli obblighi di riservatezza

In tutte le ipotesi di comunicazione all'azionista di controllo fondamentale è la stipulazione preventiva di un accordo di riservatezza (o *confidentiality agreement*), idoneo a mantenere riservate le informazioni, con particolare riferimento alla limitazione delle informazioni accessibili e alle modalità di utilizzo consentite al destinatario. La stipulazione di accordi di questo tipo rientra, in generale, tra gli obblighi di diligenza degli amministratori, in quanto necessaria alla protezione dell'interesse (sociale) alla riservatezza delle *corporate information*[523], declinato nella duplice accezione di salvaguardia delle informazioni non strettamente necessarie per la realizzazione dell'interesse che ne giustifica la comunicazione e di restrizione nella facoltà di utilizzo di quelle comunicate per gli usi che non siano strettamente strumentali al suddetto interesse. Inoltre, nella sola ipotesi di informazioni non soltanto sensibili ma anche aventi natura privilegiata, l'esistenza di un accordo di riservatezza – in assenza di obblighi legali di analogo contenuto – rappresenta un requisito necessario, anche se non sufficiente, per effettuare legittimamente una *selective disclosure*, conformemente agli artt. 10 e 17, par. 8, MAR[524].

Ne consegue, in punto di disciplina, che nel primo caso (informazioni sensibili ma non privilegiate), la mancata predisposizione di tali accordi potrà rilevare sul piano della responsabilità degli amministratori per mancato diligente adempimento dei propri obblighi, là dove ne derivi un danno per la società; nel secondo (informazioni privilegiate), invece, può derivarne l'illegittimità delle comunicazioni effettuate sotto il profilo della disciplina *market abuse* e quindi, oltre alla responsabilità degli amministratori, anche l'applicazione delle sanzioni appropriate, all'emittente e personalmente ai soggetti che svolgono compiti di amministrazione, direzione e controllo, quando l'inosservanza sia conseguenza della violazione dei loro doveri.

Ferma l'assoluta autonomia negoziale delle parti nel negoziarne il contenuto[525], affinché possa adempiere agli scopi sopra delineati, specie in una prospettiva di responsabilità degli amministratori dell'emittente, tale accordo dovrà contenere *per lo meno* l'impegno del destinatario delle informazioni: (*a*) a non divulgare a terzi le medesime; (*b*) a non utilizzarle in operazioni di mercato (se non, nell'ipotesi di accordi conclusi nel contesto di operazioni di M&A, quella per cui viene specificamente sottoscritto); (*c*) a non utilizzarle per ulteriori eventuali usi non consentiti, come

---

[523] Ad esempio TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione*, op. cit., p. 72-73.

[524] Cfr., in particolare, MONTALENTI, «Disclosure» *e riservatezza*, op. cit., p. 251-52; ID., *L'informazione nei gruppi societari*, op. cit., p. 312-13; ID., *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018, p. 84.

[525] La negoziazione degli accordi di riservatezza ha assunto crescente importanza nel contesto delle operazioni di M&A, passando dall'essere un «*boilerplate agreement*» a «*critical piece of the overall deal puzzle*» (cfr. KIRMAN, *M&A and Private Equity Confidentiality Agreements. A Detailed Guide to Drafting and Negotiating*, Eagan (Minnesota), 2018, p. vii-viii). Tale aspetto è ben esemplificato dalla vicenda del recente caso *Martin Marietta Materials, Inc. v. Vulcan Materials Co.*, 56 A.3d 1072 (Del. Ch. 2012), in cui la *Court of Chancery* del Delaware ha ingiunto lo stop a un'offerta di acquisizione ostile lanciata da Martin Marietta su Vulcan Materials, deducendo l'esistenza di un'implicita previsione di *standstill* dalla semplice formulazione delle obbligazioni di *non disclosure* contenute nell'NDA preventivamente stipulato tra le parti, nonostante tale previsione non fosse stata testualmente inclusa nell'accordo (per un dettagliato commento sulla questione, cfr. KIRMAN, *op. ult. cit.*, p. 189 e ss.).

meglio precisati nell'accordo, che, alla luce delle circostanze concrete, si presume possano danneggiare l'emittente (in particolare quando il destinatario sia un concorrente dell'emittente)[526].

All'interno delle ipotesi analizzate in precedenza, gli accordi di riservatezza assumono un rilievo particolare nella prassi delle operazioni di M&A, sia negoziate sia finalizzate al lancio di un'offerta pubblica. In particolare, la sottoscrizione di un *non disclosure agreement* rappresenta di norma il primo passo per acconsentire al potenziale acquirente di svolgere le proprie *data request*, propedeutiche all'esercizio dell'attività di *due diligence*[527]. Fermo restando quanto detto in proposito, una questione specifica che si pone in questi casi, e che merita qui attenzione, riguarda la possibilità che nel contesto dell'attività di *due diligence* siano comunicate dall'emittente *target* all'acquirente più informazioni di quante siano conosciute o conoscibili dall'azionista venditore[528]. Il problema sussiste, comprensibilmente, soprattutto con riferimento alla vendita di partecipazioni di controllo.

Mi pare condivisibile la posizione di chi ritiene che ciò sia consentito, ma non soltanto là dove sia coerente con la massimizzazione dello *shareholder value* (cioè nei casi in cui l'avvicendamento del socio di controllo sia ritenuto dagli amministratori in concreto più confacente con l'interesse sociale)[529], bensì anche in termini più generalizzati. A ben vedere, infatti, la disponibilità ad acquistare la partecipazione di controllo, a "premio" rispetto ai valori correnti di mercato, come avviene in condizioni normali, sottende una valutazione positiva da parte del potenziale acquirente circa la possibilità di valorizzare la società meglio dell'attuale socio di controllo. Ciò dovrebbe, coerentemente con l'argomentazione divisata, giustificare la trasmissione di informazioni anche ulteriori rispetto a quelle attualmente disponibili a quest'ultimo. Inoltre, non può non menzionarsi come tale circostanza non vada a detrimento nemmeno dell'azionista venditore, il quale da un lato ne beneficia in termini di maggiore *chance* di vendere la propria partecipazione e, dall'altro lato, ne ha verosimilmente beneficiato, *ceteris paribus*, al tempo in cui ha acquistato lui stesso il controllo. Il tutto con l'ulteriore limite che le informazioni fornite dall'emittente all'acquirente non debbano comunque porlo in una prospettiva di vantaggio informativo rispetto al venditore, sia che si tratti dell'azionista di controllo sia che si tratti di una minoranza diffusa di azionisti (come nel caso dell'opa)[530].

Naturalmente, accordi di riservatezza simili dovrebbero essere, e in effetti sono, previsti anche al di fuori delle fattispecie di operazioni di acquisizione del controllo, con riferimento sia alle ipotesi in cui ciò sia richiesto dalla legge (come ad esempio, nella disciplina dei sondaggi di mercato[531]) sia, soprattutto, ai casi in cui ciò sia necessario per regolare un flusso di informazioni

---

[526] Cfr. PICONE, *Trattative,* due diligence, op. cit., p. 260.

[527] Cfr., ad esempio, FRANKLE, LANDSMAN, GREENE, *The mergers & acquisitions handbook*, op. cit., p. 22.

[528] PICONE, *Trattative*, due diligence, op. cit., p. 262.

[529] *Idem*, p. 264.

[530] Su questo punto, così chiaramente *idem*, p. 268-69.

[531] Cfr. art. 11, par. 5, lett. d), MAR: «il partecipante al mercato che comunica le informazioni, prima di effettuare la comunicazione […] informa la persona che riceve il sondaggio di mercato che, accettando di ricevere le informazioni, ha l'obbligo di mantenere riservate tali informazioni». Sebbene il dettato testuale faccia intendere che l'obbligo di riservatezza si applichi in questi casi *ex lege*, nulla vieta all'emittente di richiedere un'integrazione in senso più rigido in forma contrattuale.

"permanente", pur con soluzioni di continuità, tra emittente e azionista (come ad esempio nelle fattispecie riconducibili all'Ipotesi 3, ove non riguardino informazioni privilegiate). In particolare, rispetto a quest'ultima ipotesi (nei limiti in cui la si ritenga ammissibile)[532] possono trovare applicazione, *mutatis mutandis*, le indicazioni fornite dalla dottrina in merito al contenuto che il regolamento di gruppo deve avere con riferimento alla disciplina dei flussi informativi (intra-gruppo) ascendenti[533].

Detto che, in assenza della ricorrenza dell'interesse di gruppo, la regolamentazione contrattuale di tali flussi non esime evidentemente gli amministratori da un giudizio in merito alla legittimità o meno delle comunicazioni concretamente effettuate. In tale contesto, si rende necessaria, nelle ipotesi legittime, la predisposizione di misure di dettaglio idonee a garantire concretamente la riservatezza delle informazioni circolate (sotto il profilo, ad esempio, dell'individuazione dei destinatari, delle modalità di trasmissione e di conservazione, in conformità con la disciplina legale, nonché di successiva cancellazione dei dati trasmessi)[534], in alternativa alla meno pratica soluzione di disciplinare tali aspetti con riferimento a ciascuna singola comunicazione od operazione.

Infine, occorre domandarsi se un sistema di riservatezza contrattuale come quello sopra delineato sia concretamente efficace nell'evitare il verificarsi di abusi con riferimento alle informazioni comunicate all'azionista di controllo ma ignote al mercato. In altre parole, attesa la meritevolezza di alcune forme di *selective disclosure* a favore di quest'ultimo, resta da capire se sia necessaria una tempestiva comunicazione al mercato dell'informazione comunicata selettivamente[535]. Il dubbio origina, comprensibilmente, dalla paura che tali informazioni possano dare al destinatario un vantaggio informativo di cui può abusare nei confronti del pubblico indistinto di risparmiatori.

Mi pare tuttavia che la questione riguardi più il piano dell'*enforcement* che quello del diritto sostanziale. Da un lato, colui che riceve informazioni privilegiate è sottoposto a vincoli stringenti che ne vietano l'utilizzo al fine di compiere qualsiasi operazione di mercato, per lo meno sugli strumenti dell'emittente[536]. Dall'altro lato, è prevista l'iscrizione di chiunque abbia accesso a informazioni privilegiate negli appositi elenchi (c.d. registri *insider*) tenuti dall'emittente ai sensi dell'art. 18 MAR. Infine, l'art. 114, comma 7, TUF prevede l'obbligo di qualunque azionista che detenga una partecipazione superiore al 10% (quindi applicabile a tutti gli azionisti di controllo) di comunicare alla Consob qualsiasi operazione compiuta su azioni e strumenti finanziari dell'emittente. Si tratta di strumenti idonei, almeno in astratto, a contrastare i rischi sopra divisati. Piuttosto, si può discutere della possibilità di migliorarne l'efficacia dal punto di vista pratico.

---

[532] Si veda *supra*, paragrafo 4.3.

[533] Cfr., su tutti, MONTALENTI, *Disclosure e «riservatezza»*, op. cit., p. 252 (ove cenni al problema); ma soprattutto ID., *L'informazione nei gruppi societari*, op. cit., *passim* ma spec. p. 314-16.

[534] *Idem*, p. 314. Il tema è stato sollevato, in termini generali, anche da ANNUNZIATA, *Informazione societaria e organizzazione*, op. cit., p. 1 e ss., il quale pone in risalto i risvolti organizzativi derivanti dalla disciplina dell'informazione societaria e la conseguente necessità di predisporre assetti organizzativi adeguati al fine di poter adempiere agli obblighi in materia.

[535] Rischio sottolineato, ad esempio, da MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., p. 800 (pur con specifico riferimento in tale sede alle comunicazioni selettive con gli investitori istituzionali).

[536] Sulla problematica dei *network trade* (si veda *supra*, nota 444 e nel testo), si impone invece una seria riflessione da parte del legislatore, al fine di rimediare all'attuale lacuna normativa.

Senza soffermarci nel dettaglio su un tema che certamente merita maggiore attenzione in altre sedi, si può evidenziare, ad esempio, l'opportunità di ridurre la finestra per la comunicazione delle operazioni compiute dagli *insider* (che attualmente può estendersi fino a 45 giorni dal compimento dell'operazione)[537]. Inoltre, fermo restando che le operazioni compiute dagli iscritti nei registri *insider* dovrebbero essere già ragionevolmente scrutinate integralmente e con particolare severità, si potrebbe introdurre l'obbligo per gli emittenti di tenere un analogo registro dei dialoghi intrattenuti con l'azionista di controllo, e con gli azionisti più in generale[538], imponendone altresì una *disclosure* periodica, a distanza di un ragionevole intervallo di tempo che al tempo stesso consenta di non vanificarne l'utilità. Soluzioni di questo tipo sono perseguibili anche a disciplina sostanziale invariata e consentirebbero, a mio parere, di contrastare efficacemente le ipotesi di abuso, senza però imporre restrizioni eccessive alla facoltà di comunicare selettivamente, là dove ciò sia da ritenersi *aliunde* compatibile con l'ordinamento e financo desiderabile, ed anzi consentendo opportunamente di allargare un po' le maglie rispetto a quest'ultima fattispecie.

7. Le comunicazioni selettive quali potenziali indici di direzione e coordinamento

Per le ragioni esposte in precedenza, si è volutamente escluso dalla trattazione del presente capitolo il tema dell'informazione nei gruppi. Ciò detto, merita comunque spendere qui qualche parola in merito ai riflessi che i flussi ascendenti di informazioni tra l'emittente e l'azionista di controllo possono avere ai fini della qualificazione di una fattispecie di direzione e coordinamento. Ferma la distinzione teorica tra la fattispecie «statica» del controllo e quella «dinamica» della direzione e coordinamento[539], con tutto quello che ne consegue anche per l'applicazione della disciplina qui in esame, non si può non constatare come nella realtà operativa sussista un'inevitabile contiguità tra le due fattispecie e come la prima possa, al ricorrere di determinate circostanze, sconfinare nella seconda, talvolta anche a prescindere da una precisa volontà in tal senso da parte dell'azionista.

Fatta questa premessa, si tratta di valutare se le fattispecie di comunicazioni selettive tra l'organo amministrativo dell'emittente e l'azionista di controllo sopra esaminate possano costituire

---

[537] L'art. 152-*octies*, comma 1, del Regolamento Emittenti dispone che «[i] soggetti rilevanti comunicano alla Consob e pubblicano le operazioni sulle azioni e sugli strumenti finanziari collegati, compiute da loro stessi e dalle persone strettamente legate, entro la fine del quindicesimo giorno del mese successivo a quello in cui è stata effettuata l'operazione». Tale norma consente di fatto una finestra temporale fino a 45 giorni dal momento della *trade* a quello della *disclosure* (*i.e.* nelle ipotesi in cui l'operazione sia compiuta il primo giorno del mese): un periodo così significativo consente all'*insider* di compiere molteplici operazioni spalmate su di un arco temporale significativo senza che il mercato possa accorgersi che le stesse sono basate su informazioni privilegiate; al tempo stesso ciò consente di ridurre l'importo delle singole operazioni e così di aumentare le *chance* di eludere la sorveglianza dell'Autorità (cfr. FRIED, *Insider Trading via the Corporation*, op. cit., spec. p. 814-15 e 823-24, con riferimento all'ipotesi di *insider trading* compiuto dall'emittente, ma le considerazioni si applicano *a fortiori* alle operazioni direttamente compiute dagli *insider*).

[538] Sul punto si rinvia, per un confronto, anche alle considerazioni svolte con riferimento all'analogo problema nel caso di comunicazioni selettive agli investitori professionali (si veda *infra*, capitolo quarto, paragrafo 7.2).

[539] Cfr., per tutti, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 210 e ss.

indici di direzione e coordinamento e nel caso a quali condizioni, nonché quale sia la valenza presuntiva da attribuire a tali indici.

Prima di tutto, occorre precisare che non tutte le tipologie di informazioni rilevano ai fini del presente discorso. In particolare, vi è chi in dottrina, nel proporre una classificazione delle informazioni societarie in base a struttura, contenuto e funzione, ha parlato specificamente di «informazione funzionale all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento»[540]. Si tratta dunque di comprendere quali siano le tipologie di informazioni che in concreto possono più facilmente servire a tale *funzione*. In questa prospettiva, ritengo che i rischi maggiori si abbiano con riferimento alle fattispecie di informazione "permanente" (o continua) tra emittente e azionista di controllo che non siano motivati da specifiche operazioni ma che, invece, si giustifichino in ragione di una generale attività di monitoraggio esercitata dallo stesso: parliamo, quindi, di quelle fattispecie che possono essere ricondotte sostanzialmente all'Ipotesi 3 nella ricostruzione di cui sopra. Al contrario, le altre ipotesi precedentemente analizzate mi paiono poco rilevanti ai fini di questo discorso, dal momento che trovano giustificazione nell'esercizio di prerogative che la legge attribuisce all'azionista di controllo o a determinati azionisti rilevanti in maniera indipendente da una valutazione circa la possibilità di esercitare un'attività di direzione e coordinamento: prerogative, cioè, che sono attribuite a tali tipologie di azionisti in quanto tali[541].

La prima domanda da affrontare è se la condotta consistente nella comunicazione selettiva di informazioni all'azionista di controllo possa *di per sé* configurare l'esercizio di direzione e coordinamento da parte di quest'ultimo. A tale riguardo, vi è chi ha sostenuto che la stabile e sistematica circolazione di flussi informativi tra diversi livelli della catena di controllo assurga a indice primario dell'esistenza di un'attività di direzione e coordinamento: secondo l'autore, tale circostanza renderebbe difficilmente superabile, in presenza di una situazione di controllo, la presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c.[542] La ragione di ciò sarebbe da attribuirsi alla «normale (e naturale) destinazione di quello scambio a programmare scelte di carattere imprenditoriale della stessa controllante»[543]. Simili considerazioni mi trovano senz'altro d'accordo ove riferite alle ipotesi, e possono essere invero frequenti, ma senza dubbio non necessitate, in cui le comunicazioni ascendenti in concreto si accompagnino e siano funzionalmente connesse anche a flussi di informazioni discendenti, attraverso cui la capogruppo effettivamente impartisca le proprie direttive. La dottrina citata fa espressamente riferimento a tale ipotesi, senza però precisare altrettanto chiaramente che *proprio* in tale combinazione tra flussi ascendenti e discendenti deve rintracciarsi un indice decisivo che

---

[540] MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., p. 785-87, ma soprattutto ID., *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 306.

[541] È così anche nell'ipotesi, che potrebbe apparire *prima facie* controversa, delle operazioni di trasferimento del controllo: in queste ipotesi la disciplina delle informazioni inerenti le stesse valorizza la specificità della partecipazione di controllo in quanto tale, prescindendo dal fatto che chi la detiene eserciti o meno attività di direzione e coordinamento. Né il fatto che l'azionista venditore eserciti in concreto la direzione e coordinamento porta *di per sé* ad un ampiamento delle informazioni funzionali alla conclusione dell'operazione che possono essere comunicate al potenziale acquirente.

[542] MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni*, op. cit., p. 910.

[543] *Ibidem.*

rafforza la presunzione di direzione e coordinamento[544].

È altrettanto vero, tuttavia, che la direzione e coordinamento può esercitarsi anche in assenza di direttive formalizzate che siano veicolate tramite flussi informativi discendenti. Ciò potrebbe accadere, ad esempio, qualora gli amministratori della capogruppo siedano anche nel consiglio della controllata e soprattutto rivestano cariche esecutive. È possibile quindi che flussi informativi ascendenti verso l'azionista di controllo possano, in determinate circostanze, rappresentare un indice decisivo anche ove considerati autonomamente. In questi casi, dal momento che non è possibile distinguere *ex ante* l'informazione che sarà concretamente utilizzata con finalità di direzione e coordinamento (il che implicherebbe un giudizio prognostico sulla condotta dell'azionista di controllo di esito oggettivamente incerto), occorre chiedersi se la tipologia delle informazioni oggetto di circolazione, sotto il profilo del *contenuto*, possa rappresentare un indicatore aggiuntivo. Evidentemente, non possono essere fatte distinzioni nette. Tuttavia, è possibile formulare alcune indicazioni generali. In linea di principio, occorre distinguere tra informazioni funzionali all'esercizio da parte dell'azionista delle prerogative e dei diritti sociali spettanti *come socio*, e quelle che esulano tale scopo e che possono essere ragionevolmente utili al fine di esercitare il potere di pianificazione e controllo in cui si risolve il nucleo dell'attività di direzione e coordinamento[545].

A questo proposito una prima indicazione che se ne può trarre è che tutta l'informazione assembleare e, soprattutto, preassembleare destinata a tutti i soci non rileverà ai presenti fini nemmeno ove condivisa precedentemente in via riservata e preventiva con il solo azionista di controllo. Per quanto riguarda, invece, le informazioni che esulano da tale categoria, è evidente che difficilmente si potrà prescindere da un'analisi caso per caso. Indicativamente, le informazioni più prossime per contenuto alle questioni riguardanti strategia e gestione imprenditoriale avranno un'incidenza maggiore di quelle che riguardano temi di organizzazione e *governance*. Analogamente, informazioni più dettagliate, ad elevato contenuto tecnico, provenienti da funzioni e *business unit* operative, saranno più sensibili rispetto a quelle di più alto profilo, generate in seno agli organi di amministrazione e controllo.

Un ulteriore aspetto da prendere in considerazione riguarda la *frequenza* e, più in generale, la formalizzazione e stabilità con cui avvengono tali comunicazioni. È dato ormai acquisito, infatti, che l'attività di direzione e coordinamento presupponga una «pluralità *sistematica* e *costante* di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa» (corsivo aggiunto)[546]. Pertanto,

---

[544] *Idem*, p. 909. Tra l'altro, l'opinione di SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento*, op. cit., p. 247, nota 47, citata dall'Autore a supporto della propria tesi (in nota 8), ove si legge che «il flusso costante di informazioni dalla base al vertice del gruppo sia strumento indispensabile ai fini della elaborazione delle direttive strategiche di gruppo», sembra lasciare intendere che se è vero che il flusso ascendente rappresenta una condizione necessaria per l'elaborazione di strategie di gruppo, essa non è al tempo stesso sufficiente a qualificare la fattispecie come direzione e coordinamento, là dove manchi la fase di esecuzione di tali strategie.

[545] MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni*, op. cit., p. 911, ove riferimenti bibliografici, soprattutto alla dottrina tedesca. Eloquente, sul punto, anche MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento*, op. cit., p. 112-13: «[l]a direzione unitaria non è attività d'impresa ma attività di organizzazione, di indirizzo, di condizionamento, di uniformazione al piano strategico di gruppo, della gestione delle singole imprese nelle singole società».

[546] MONTALENTI, *loc. ult. cit.*, ma in senso conforme anche, tra i molti, SCOGNAMIGLIO, *Prospettive della tutela*, op. cit., p. 453-54 (dove il requisito della stabilità è implicito nell'esigenza che esista una «centro di elaborazione

la predisposizione di regolamenti o *policy* interne che disciplinino in dettaglio le modalità di comunicazione selettiva all'azionista di controllo (in maniera simile a quanto accade sempre più spesso nei regolamenti di gruppo), o ancor più di incontri e dialoghi bilaterali con l'organo amministrativo, possono costituire un altro indice significativo nella direzione sopra divisata. In maniera analoga deve essere valutata, seppure con un grado di incisività minore, la frequenza (assidua, se non costante e cadenzata nel tempo *versus* episodica e sporadica) con cui tali comunicazioni avvengono in concreto lungo un ragionevole arco temporale di misurazione.

Complessivamente, quindi, l'esistenza di comunicazioni selettive con l'azionista di controllo, anche solo ascendenti, *può* costituire, a determinate condizioni, un indice significativo di direzione e coordinamento. Se del caso, tale circostanza può rafforzare la presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c., senza però, a mio avviso, mutarne la natura giuridica (di presunzione relativa): nondimeno, la presunzione sarà in concreto più difficile da superare. Inoltre, tale indice potrà essere più o meno determinante a seconda delle circostanze concrete, tra cui: la presenza di comunicazioni discendenti oltre che ascendenti, il tipo di contenuto delle informazioni, la stabilità e la frequenza delle comunicazioni stesse.

8. Considerazioni di sintesi

In questo capitolo si è cercato di comprendere in che misura la posizione differenziata dell'azionista di controllo (o di riferimento) possa giustificare, alla luce delle specifiche caratteristiche, la *selective disclosure* in misura diversa e ulteriore rispetto all'azionista individuale. A tale proposito, sussistono anzitutto alcune limitate ipotesi in cui la legge assegna a tale figura un *diritto* di ricevere informazioni selettive in senso ascendente: si tratta, tuttavia, di ipotesi da interpretare rigorosamente nell'ottica generale del sistema, stante anche la natura eccezionale. Inoltre, pur non soffermandosi in maniera analitica sul tema, si è accennato al fatto che un ampliamento di tale diritto potrebbe essere possibile nelle ipotesi di direzione e coordinamento, là dove le comunicazioni selettive siano concretamente funzionali all'esercizio del potere di direzione unitaria e giustificate, sotto il profilo teorico, dalla ricorrenza di un interesse di gruppo. Al di fuori di queste ipotesi, invece, deve negarsi la sussistenza, in sostanziale accordo con la dottrina tradizionale, di un analogo diritto generale in capo all'azionista di controllo, che non eserciti attività di direzione e coordinamento, stante la dirimente diversità ontologica tra le due fattispecie, pur contigue nella prassi.

Ciò nonostante, rimane impregiudicata la generale *facoltà* per l'azionista di controllo (al pari di ogni altro azionista) di richiedere informazioni selettive e, per gli amministratori dell'emittente, di fornirle. Tuttavia, tale ultima facoltà è in concreto limitata sotto diversi aspetti, dalla legge o da considerazioni di sistema, ma in misura diversa a seconda della tipologia di informazione in oggetto e, in particolare in virtù del fatto che si tratti di informazioni privilegiate oppure non privilegiate.

---

della strategia di coordinamento»); ID., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, op. cit., p. 129 (riportando i postulati della dottrina *Rozenblum*, considerata a livello europeo come possibile modello di una disciplina comune dei gruppi); MAUGERI, *Interesse sociale, interessi dei soci*, op. cit., p. 69 (che definisce il gruppo come «insieme stabilmente ricorrente di decisioni»).

Con riferimento a quest'ultime, il criterio guida per la valutazione degli amministratori deve essere, in estrema sintesi, quello dell'interesse sociale (o meglio degli interessi sociali). Per contro, la valutazione è ancora più complessa nel caso delle informazioni privilegiate. La disciplina del MAR prevede alcune ipotesi in cui, a determinate condizioni, lo scambio di tali informazioni è consentito, perché allineato con lo sviluppo del mercato: si tratta, in particolare, di ipotesi in cui le comunicazioni selettive realizzino una maggiore efficienza per l'emittente nel finanziarsi sul mercato o una maggiore contendibilità del controllo. Più difficile è invece affermare il legittimo esercizio di tale facoltà con riferimento a ipotesi generiche in cui la giustificazione addotta sia da ricondurre a un generico interesse dell'azionista di controllo a monitorare l'operato di amministratori e *management*. Diversamente da quanto si dirà in merito agli investitori istituzionali nel prossimo capitolo, la funzione di *monitoring* effettuata dagli azionisti di controllo è piuttosto ambigua e si presta a nascondere facili abusi: ciò suggerisce particolare cautela sul punto, per evitare di attribuire ulteriori poteri allo stesso, in potenziale pregiudizio alle minoranze, che negli ordinamenti continentali rappresentano la categoria che subisce maggiormente i costi di agenzia dell'organizzazione societaria.

Nel complesso, dall'analisi svolta emerge il limite dell'approccio "*one size fits all*" adottato dal legislatore europeo con riferimento al tema della *selective disclosure* e, in particolare, della difficoltà di adottare una disciplina flessibile, che sarebbe invece quanto mai necessaria per valorizzare in maniera efficiente le differenze tra le diverse tipologie di azionisti nel contesto della *corporate governance* delle società quotate. Una possibile soluzione, che è stata sin qui soltanto accennata ma che sarà approfondita nel prosieguo, sarebbe quella di prevedere un *safe harbor* per quelle comunicazioni selettive che, in considerazione della tipologia di destinatario, del contenuto dell'informazione e del contesto in cui sono effettuate, realizzino un interesse non soltanto dell'emittente ma anche del mercato in generale. Tale approccio comporta, d'altro canto, un giudizio prognostico da parte degli amministratori dell'emittente circa il probabile utilizzo e i relativi effetti delle informazioni che sono chiamati a decidere se comunicare o meno. Con tutte le problematicità del caso, in particolare sotto il profilo di responsabilità *ex post*. In ogni caso, appare sin d'ora piuttosto chiaramente che un possibile miglioramento della disciplina, in particolare nel senso del conseguimento di un migliore (cioè più efficiente) bilanciamento tra esigenze del mercato e interessi dell'emittente, passi inevitabilmente attraverso una maggiore valorizzazione della discrezionalità dell'organo amministrativo di quest'ultimo.

* * *

CAPITOLO QUARTO

INVESTITORI PROFESSIONALI E RUOLO DELLE COMUNICAZIONI SELETTIVE NELLE ATTIVITA' DI *ENGAGEMENT*

SOMMARIO: 1. Attivismo, *engagement* e ruolo dei dialoghi selettivi con gli investitori professionali nella cornice comunitaria di *corporate governance*. – 2. Le comunicazioni selettive come canale di incentivo all'*engagement*. – 3. Fondi attivisti e dialoghi selettivi con le società *target*. – 3.1. Le strategie di *private engagement*. – 3.2. Le strategie di *public engagement*. – 3.3. Il caso particolare dello *strategic activism*. – 4. I dialoghi selettivi con gli istituzionali quale strumento per favorire la *stewardship*. 4.1. Il "problema" delle comunicazioni selettive nel contesto dell'attività di *stewardship*. – 4.2. Tre argomenti a favore della "necessità" delle comunicazioni selettive. – 5. Un'analisi critica della disciplina positiva in materia di comunicazioni selettive alla luce del quadro d'insieme in tema di dialoghi con gli investitori professionali. – 5.1. I sondaggi di mercato. – 5.2. Il «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione». – 5.3. Gli obblighi contrattuali di riservatezza. – 5.4. Parità di trattamento e "selezione" degli interlocutori. In particolare: la rilevanza dell'orizzonte temporale nell'individuazione del criterio discretivo. – 6. Ripensare un nuovo approccio alla luce del fenomeno dell'*equity (re)intermediation*. – 7. Alcune proposte *de iure condendo*. – 7.1. Alcune soluzioni proposte dalla dottrina: una rassegna critica. – 7.2. Una proposta di riforma delle norme sulla *selective disclosure* in materia di dialoghi con gli investitori professionali.

* * *

1. Attivismo, *engagement* e ruolo dei dialoghi selettivi con gli investitori professionali nella cornice comunitaria di *corporate governance*

Il tema delle comunicazioni selettive, e più in generale dei dialoghi selettivi, con gli investitori professionali è diventato negli ultimi anni di assoluta attualità anche in Europa e in Italia e, parallelamente, ha assunto crescente importanza nell'agenda di riforme del legislatore comunitario[547]. A partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, il tema dell'*engagement* degli azionisti, specie

[547] La crisi finanziaria ha innescato un periodo di forte ripensamento e riforma del diritto societario a livello comunitario, che ha posto al centro il tema della *corporate governance*, con l'obiettivo di incentivare investimenti di lungo periodo. Tra le iniziative più rilevanti in questo ambito meritano menzione il *Libro verde* della Commissione Europea del 5 aprile 2011, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011) 164 def, pubblicato su *Riv. soc.*, 2011, p. 1200 e ss., con introduzione di GHEZZI, *La «corporate governance» nell'Unione Europea: un'indagine della commissione*, p. 1197 e ss. (in particolare al paragrafo 2.1 dove si fa riferimento al dialogo tra azionisti

degli investitori istituzionali, ha rivestito un ruolo sempre più centrale, fino a diventare «uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate»[548]. In particolare, la linea d'azione del legislatore comunitario si fonda sull'idea che il coinvolgimento degli investitori istituzionali possa, a determinate condizioni, avere due fondamentali effetti benefici per i mercati. Da un lato, consentirebbe di ridurre i costi di agenzia tipici dell'organizzazione societaria, quale conseguenza di un monitoraggio più efficiente. Dall'altro lato, una maggiore partecipazione di alcune tipologie di investitori al governo societario degli emittenti consentirebbe di orientare gli interessi del *management* verso obiettivi di lungo periodo, alleviando al tempo stesso la pressione verso lo *short termism*, reputata tra i fattori principali della recente crisi[549]. Tali obiettivi, inoltre, sono allineati con il progetto della c.d. *Capital Markets Union*, volto a favorire lo sviluppo dei mercati dei capitali europei tramite l'attrazione di capitali straniero[550]. Rispetto alla molteplicità e diversità dei fenomeni di attivismo che si osservano nella prassi, il legislatore europeo ha adottato una linea di

---

e *board* come una delle «manifestazioni di impegno attivo da parte dei primi»); il *Piano d'azione diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM(2012) 740 final (di seguito, l'*Action Plan*), pubblicato su *Riv. soc.*, 2013, con introduzione di P. MARCHETTI, *Il nuovo* Action Plan *europeo in materia societaria e di* corporate governance, p. 225 e ss., spec. 231 e 235 (in cui si auspica una maggiore trasparenza da parte degli emittenti sulle tematiche di governo societario, anche al fine di «consentire un più proficuo dialogo» con gli azionisti); un secondo *Libro verde* della Commissione Europea del 25 marzo 2013, *Finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, SWD(2013) 76 final, disponibile *online* su https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0150; infine, il *Libro verde* della Commissione Europea, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, consultabile *online* all'indirizzo https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN, spec. p. 27 (nella parte in cui identifica in un efficiente governo societario uno degli strumenti per incrementare l'attrattività di capitali). Una parte delle linee d'azione delineate in tali documenti programmatici hanno trovato realizzazione con la recente Direttiva 2017/828/UE, che ha riformato in maniera incisiva la Direttiva *Shareholder Rights* del 2007 (di seguito, SRD2, con riferimento alla disciplina consolidata dopo la modifica), con l'obiettivo di favorire un maggiore coinvolgimento degli azionisti, soprattutto istituzionali, tramite l'attribuzione di maggiori diritti e imponendo al tempo stesso maggiori obblighi di trasparenza in capo a questi ultimi (con riferimento ai dialoghi con gli investitori istituzionali, si vedano, in particolare, i considerando n. 14 e 15 e l'art. 8-*octies*, par. 1(a)). Lo stesso MAR al considerando n. 19 dichiara, seppure senza particolari conseguenze normative, che «le discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza […] sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati».

[548] Cfr. il considerando n. 14 della direttiva 2017/828/UE.

[549] Cfr. i considerando n. 2 e 15 della direttiva 2017/828/UE. L'importanza di tale obiettivo tende ad essere riconosciuta anche in altre sedi sovranazionali (extra-UE): ad esempio, il documento approvato dall'International Business Council presso il World Economic Forum, propone un "nuovo paradigma" di cooperazione tra emittenti, investitori istituzionali e *stakeholder*, al fine di alleviare la pressione dello *short termism*, sull'assunto che «*short-termism and attacks by short-term financial activists significantly impede long-term economic prosperity*» (cfr. INTERNATIONAL BUSINESS COUNCIL, *The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, 2 settembre 2016, redatto da Martin Lipton e reperibile online su https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.25960.16.pdf).

[550] Cfr. il *Libro verde* della Commissione Europea, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, op. cit., p. 27: «la protezione dei diritti degli azionisti di minoranza migliora il governo societario e aumenta l'attrattività delle imprese agli occhi degli investitori stranieri». In quest'ottica, una *corporate governance* di elevata rappresenta una delle leve per favorire l'attrattività del mercato dei capitali europeo (cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 353/2017, 5 luglio 2017, https://ssrn.com/abstract=2953992, p. 2).

intervento molto netta, in aperto favore degli investitori istituzionali. Per contro, in maniera quasi paradossale, esso tende a ignorare, se non ad ostacolare dichiaratamente, l'operato dei "veri" attivisti (*hedge fund* in testa), ritenendolo aprioristicamente orientato verso obiettivi di breve periodo e quindi "inadeguato"[551]: approccio che non ha mancato di attrarre le critiche di una parte della dottrina[552].

In questo contesto, i dialoghi riservati tra gli emittenti e gli investitori istituzionali hanno ricevuto crescenti attenzioni da parte del legislatore, da ultimo in maniera esplicita nella recente modifica della direttiva *Shareholder Rights*[553]. In merito, il legislatore esprime una posizione di sostanziale favore, sull'assunto che tali dialoghi possano favorire maggiore continuità e incisività nell'attività di *engagement*, instaurando un canale aperto di comunicazione con il *board*, tramite cui veicolare le proprie proposte ed eventualmente il proprio dissenso circa l'operato degli amministratori[554]. Alla base di ciò vi è l'idea più generale che al fine di favorire lo sviluppo di un rapporto

---

[551] Cfr. il *Libro verde* della Commissione Europea, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, op. cit., p. 14, che parla di «predilezione *inopportuna*» degli investitori per il breve termine.

[552] Da un lato, la distinzione tra *appropriate long-term engagement* e *inappropriate short-term activism* non pare convincente ed anzi fuorviante (cfr. EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term, op. cit., p. 932-934), specie se si considera che la nozione stessa di breve e lungo termine è alquanto controversa, così come la desiderabilità dell'uno o dell'altro in un'ottica di sistema (cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., spec. 11-13, specie ove sottolinea l'impossibilità di identificare l'esatto orizzonte temporale di durata in base al quale valutare la *performance* della società, il c.d. "*right term*", e soprattutto MADSEN, *Promoting the "Right" Kind of Ownership: The Good, the Bad, and the Passive*, in 29 *European Business Law Review*, 2018, p. 143 e ss.; in termini analoghi anche PESSOA DE ARAUJO, ROBBINS, *The Modern Dilemma: Balancing Short- and Long-Term Business Pressures*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 20 giugno 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/20/the-modern-dilemma-balancing-short-and-long-term-business-pressures/, e KATZ, MCINTOSH, *The Long Term, the Short Term, and the Strategic Term*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 settembre 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/27/the-long-term-the-short-term-and-the-strategic-term/). Dall'altro lato, tale approccio porta di fatto di ritenere inappropriate, paradossalmente, le forme di attivismo che al momento si sono dimostrate più efficaci (cfr. EREDE, SANDRELLI, *op. ult. cit.*, p. 933), individualmente e quale elemento di "traino" degli investitori istituzionali verso un maggiore *engagement* (cfr. PACCES, *op. ult. cit.*, p. 18-22, spec. 21, richiamando la tesi sostenuta da GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 863 e ss.).

[553] Dalla lettura della Direttiva, emerge che uno degli obiettivi dichiarati sia quello di «facilitare il dialogo tra le società e i loro azionisti» (cfr. considerando n. 16), in quanto rappresenta uno dei canali principali di *engagement* degli investitori istituzionali (cfr. in questo senso WINTER, *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, 20 giugno 2011, https://ssrn.com/abstract=1867564, p. 11-13, che evidenzia come i dialoghi tra investitori istituzionali ed emittenti tendano a concentrarsi sui livelli più bassi di *engagement*, in ragione del fatto che i propri clienti tendono a non remunerare un livello maggiore di attivismo). A tale fine, l'art. 8-*octies*, par. 1(a), della Direttiva dispone che gli Stati membri devono assicurare il rispetto da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi dell'obbligo di pubblicare una politica di impegno che descriva, tra le altre cose, «le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari, nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, [e con cui] *dialogano* con le società partecipate» (corsivo aggiunto). In questo senso il legislatore comunitario sposa la tesi di favorire la *stewardship* attraverso una maggiore trasparenza sulle prassi di *engagement* che dovrebbe, idealmente, aumentare la pressione sui gestori da parte dei loro investitori ultimi (per questa tesi, cfr., ad esempio, STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 833, e in nota 179, richiamando la tesi di LUND, *The Case Against*, op. cit., p. 528, comunque con toni fortemente dubitativi sul reale impatto di tali dinamiche in termini di maggiore attivismo).

[554] Cfr., ad esempio, FAIRFAX, *Mandating Board-Shareholder Engagement*, in 2013 *University of Illinois Law*

di collaborazione tra gli emittenti e gli investitori istituzionali orientato al lungo periodo sia necessario instaurare un canale di comunicazione e dialogo tra il *board* e questi ultimi, che abbia carattere stabile e duraturo, al quale le parti non ricorrano soltanto in situazioni straordinarie o di crisi[555]. Lo sviluppo di dialoghi con gli investitori istituzionali è inoltre favorito da recenti dinamiche di mercato che incidono sui temi di *corporate governance*: tra queste, ad esempio, vi è, da un lato, la tendenza a introdurre negli statuti di società quotate la possibilità per il consiglio di amministrazione in carica di presentare la propria lista per il rinnovo[556] e, dall'altro, la crescita sempre più importante dei fondi passivi, che secondo alcuni avrebbero maggiori incentivi all'*engagement* in quanto «*permanent shareholder*»[557].

Tuttavia, le conseguenze di tale approccio sembrano, almeno *prima facie*, collidere (specie per quanto riguarda i flussi informativi ascendenti) con i principi e le norme in materia di *selective disclosure*, soprattutto nel caso in cui si tratti di informazioni privilegiate. A tale proposito, infatti, il MAR non pare prendere una chiara posizione in merito al problema, limitandosi a una generale

---

Review, 2013, p. 823 («*[b]y enhancing their engagement with shareholders, directors can better understand shareholder attitudes, gain support for their own policies and practices, learn vital information about potential shareholder concerns, and ultimately avoid contentious battles with their shareholders*»); MALLOW, SETHI, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuck-Strine Debate*, in 12 *N.Y.U. Journal of Law & Business*, 2016, p. 392-93 (secondo i quali, i dialoghi con l'emittente rappresentano una delle manifestazioni di *engagement*, inteso come approccio intermedio tra l'attivismo ostile degli *hedge fund* e l'opinione di chi ritiene che il *board* dovrebbe essere protetto (*insulated*) rispetto all'attivismo degli azionisti; per contro, la terza via dell'*engagement* prevede che gli azionisti, specie quelli di lungo-termine, siano coinvolti a fianco del *management* al fine di comprendere gli obiettivi e le strategie della società, e influenzarne i risultati); BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., p. 55 (che riportano l'opinione di alcuni *senior officer* dei principali fondi passivi, secondo i quali i dialoghi riservati con gli emittenti rappresentano «*a* superior *stewardship tool*»); FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in 168 *University of Pennsylvania Law Review*, 2020, p. 48 (secondo i quali, i grandi fondi, anche passivi, tendono sempre più a fare leva sulla "massa" dei diritti di voto di cui sono titolari per ottenere maggiore ascolto da parte del *management*, in merito alla propria visione ed ai cambiamenti che desiderano, in sede riservata). In questo senso, è emblematica l'opinione espressa dal CEO di Vanguard, William McNabb III, il quale sottolinea come i dialoghi privati tra il *board* e gli investitori istituzionali costituiscano una sede di confronto fondata su interessi convergenti tra le parti in gioco, e precisamente sul miglioramento della *governance* (cfr. MCNABB III, *Getting to Know You*, op. cit.).

[555] Si veda, ad esempio, quanto previsto dall'INTERNATIONAL BUSINESS COUNCIL, *The New Paradigm*, op. cit., p. 3, ove si raccomanda di «*[e]stablish communication channels with investors and be open to dialogue between independent directors and investors on a "clear day," not just in the midst of a crisis or activist challenge*».

[556] STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 99, che sostiene che tale fenomeno dovrebbe fisiologicamente creare maggiori incentivi per gli azionisti in generale a dialogare con gli amministratori uscenti in merito alla composizione della lista. La legittimazione del consiglio a presentare la propria lista, sebbene non prevista testualmente dalla legge, è ormai avallata dall'opinione dominante e già adottata dagli statuti di numerose società quotate, tra cui ad esempio Mediobanca, Unicredit, Prysmian, Cerved, Banco BPM, Cattolica Assicurazioni, nonché di prossima adozione anche da parte di Assicurazioni Generali (cfr. P. MARCHETTI, ZOPPINI, *Le regole di Trieste stimolo al sistema*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 aprile 2020).

[557] *Ibidem* (in questo senso anche FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans*, op. cit., p. 17 e ss., KAHAN, ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders*, NYU Law and Economics Research Paper No. 18-39/2019, Agosto 2019, https://ssrn.com/abstract=3295098; ma *contra*, ad esempio, BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., almeno parzialmente; LUND, *The Case Against*, op. cit., p. 493 e ss.).

affermazione di compatibilità contenuta nel considerando n. 19, ove si afferma che il Regolamento «non ha lo scopo di vietare discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente. Relazioni di questo tipo sono fondamentali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate»[558].

A dispetto di tale affermazione di principio – alla quale il Regolamento non fa però seguire alcuna conseguenza normativa – è evidente che la fattispecie dei dialoghi a porte chiuse con uno o più investitori selezionati, che il legislatore europeo dichiara di voler favorire, si manifesta in concreto con modalità selettive e dunque, almeno in via di principio, rientra nell'ambito di applicazione dei divieti del MAR. In assenza di una riconciliazione sistematica tra obiettivi e strumenti predisposti dal legislatore, quindi, la disciplina del MAR finisce per disincentivare (non è dato sapere se volontariamente o meno) gli investitori dall'intrattenere dialoghi con gli emittenti, o comunque li spinge a farlo in maniera sporadica e poco incisiva[559], non foss'altro per una ragione di maggiori costi derivanti dalla necessità di tutelarsi contro l'incertezza delle norme. Tale aporia è in larga parte il frutto dell'approccio uniformante (*one-size-fits-all*) con cui il legislatore comunitario ha disciplinato le comunicazioni selettive e il tema più generale della *disclosure*, nonché dell'idea che l'incremento di informazioni disponibili sul mercato abbia sempre e comunque un effetto positivo, o tutt'al più neutrale, sul mercato[560]. Nel caso di specie, tuttavia, vi sono molteplici ragioni per ritenere che il livello di trasparenza richiesto dal MAR possa risultare in concreto controproducente in un'ottica di sistema e quindi "eccessivo", ragion per cui si impone la ricerca di un

---

[558] Cfr. il considerando n. 19 del MAR. Pare condivisibile l'interpretazione di chi ritiene che il riferimento sia proprio al fenomeno dei dialoghi selettivi con gli investitori professionali (in questo senso STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 214, secondo il quale, in virtù di ciò, «*the EU market abuse regime seems to leave room for director-shareholder dialogue*»). Tuttavia, è doveroso constatare che difficilmente si può inferire dalla sola dichiarazione programmatica citata l'esclusione della fattispecie in esame dall'applicazione della disciplina generale della *selective disclosure*. In particolare, STRAMPELLI, *Engagement*, op. cit., p. 418, sembra suggerire che tale ritrosia da parte degli investitori istituzionali sia motivata anche dal timore che le informazioni ricevute nei dialoghi con l'emittente possano di fatto limitarne la libertà di *trading*, alla luce delle norme in materia di *insider trading*.

[559] Alcuni sondaggi evidenziano precisamente che gli investitori istituzionali identificano nelle norme in materia di *disclosure* (o, quanto meno, nella mancanza di sufficiente chiarezza sul punto) uno dei maggiori ostacoli nell'instaurare dialoghi stabili con gli emittenti. Si vedano, ad esempio, il report realizzato da PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 14, ove si riporta che «*some directors and board advisors have pointed to Regulation Fair Disclosure's ban on selective disclosure as a key reason to avoid director-shareholder communication*», nonchè, di recente, TONELLO, GATTI, *Board-Shareholder Engagement Practices. Findings from a Survey of SEC-Registered Companies*, dicembre 2019, pubblicato su *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, con commento degli stessi autori, il 30 dicembre 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/30/board-shareholder-engagement-practices/, p. 33-34.

[560] Cfr., per i molti, ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 512, i quali rilevano, in senso comunque critico, che i *policymaker* tendono a fare ampio ricorso a soluzioni legislative basate sulla *disclosure* poiché, tra le altre cose, esse godono di una «*high chance of bipartisan support*» e rappresentano spesso la via meno invasiva, rispetto all'alternativa di regole che impongano l'adozione di comportamenti precisi. In questo senso, la preferenza del legislatore per il ricorso alla trasparenza quale strumento di *policy* si rifà ancora, approssimativamente, alla dottrina risalente di BRANDEIS, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York, 1914, p. 92, il quale affermava che «*[p]ublicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*».

diverso equilibrio.

Nel secondo capitolo si è cercato di argomentare le ragioni per le quali ammettere la legittimità delle comunicazioni selettive, a determinate condizioni, è non solo possibile ma anche auspicabile, in una prospettiva di sistema, oltre che coerente con gli obiettivi del legislatore; inoltre, tale esito riflette ed è allineato con una nozione di interesse sociale (*rectius*, con i molteplici interessi riconducibili a tale nozione) più aderente alla realtà. Tali considerazioni di principio, però, sono lontane da esaurire il problema. Con riferimento agli investitori professionali, la ragione a sostegno di tale ammissibilità di principio è stata ricondotta ai benefici che essi possono apportare all'emittente in termini di monitoraggio (ed eventualmente di contributo costruttivo alla gestione), quale diretta conseguenza del loro maggior *engagement*[561]. Occorre ora domandarsi se le comunicazioni selettive rappresentino uno strumento necessario, oppure invece solamente eventuale ed accessorio, per conseguire tale effetto. Detto altrimenti, ci si chiede se i medesimi effetti positivi non potrebbero essere ottenuti anche in un ipotetico scenario in cui ogni comunicazione dell'emittente sia sottoposta al più rigoroso principio di integrale *public disclosure*. Nell'ipotesi di risposta negativa a tale quesito può riscontrarsi, a mio parere, il fondamento della *legittimità* dell'interesse che giustifica una, pur parziale, tolleranza per i fenomeni di *selective disclosure*, di cui il legislatore dovrebbe tenere conto.

Vi è di più. Si è visto che alcuni azionisti di minoranza sono in grado di svolgere un monitoraggio effettivo sulle società partecipate, ma che gli incentivi a farlo non sono distribuiti in maniera omogenea tra le diverse tipologie[562]. Ciò solleva l'ulteriore dubbio se sia possibile discriminare *legittimamente* tra diverse tipologie (ed eventualmente anche tra diversi soggetti appartenenti alla medesima tipologia), sulla base della loro strutturale attitudine all'*engagement*. È bene tenere a mente, infatti, che la *selective disclosure* comporta comunque un costo per il mercato, in termini di minore trasparenza, ragion per cui l'approccio più corretto con cui affrontare il problema deve essere volto a minimizzare i casi in cui essa porti a comportamenti inefficienti, ma non impedire (ed anzi massimizzare) quelli in cui gli effetti sono positivi e che però, nell'ipotesi di divieto assoluto di comunicazioni selettive, non si verificherebbero.

In questo capitolo si cercherà, anzitutto, di dare risposta ai quesiti di cui sopra, pervenendo a conclusioni che, si anticipa qui, sono sostanzialmente positive. Si passerà quindi ad analizzare se e come l'attuale disciplina positiva possa essere interpretata, *de iure condito*, in senso conforme alle conclusioni così divisate. Infine, sulla scorta degli esiti di tale attività ermeneutica, si formuleranno alcune proposte per una riforma più organica della materia.

2. Le comunicazioni selettive come canale di incentivo all'*engagement*

Per comprendere in che modo la possibilità di effettuare dialoghi selettivi con gli amministratori delle società bersaglio costituisca lo strumento per favorire l'*engagement* degli investitori

[561] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 6.

[562] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafi da 3.1 a 3.5.

professionali è necessario far luce su alcuni meccanismi specifici, che riguardano il modo in cui questi agiscono sul mercato.

Secondo il paradigma elaborato da Gilson e Gordon, al quale molti autori successivi hanno fatto riferimento, qualsiasi manifestazione di attivismo, più o meno intensa, comporta intrinsecamente dei costi per chi la compie. Tale affermazione è da riferirsi, più di tutti, agli investitori istituzionali, che strutturalmente sono vulnerabili a maggiori costi di agenzia e per i quali tali costi risultano marginalmente più decisivi nell'indurre all'apatia razionale[563], ma vale anche per i fondi attivisti, per i quali sono tendenzialmente maggiori i profitti attesi ma anche i costi dell'attivismo[564].

Pertanto, nell'ottica di incentivare tali condotte è necessario che, data una determinata iniziativa di attivismo: (*a*) i costi siano particolarmente contenuti, al punto da diventare irrilevanti rispetto alla dimensione dell'investimento; oppure (*b*) i profitti individuali attesi che il soggetto agente può trarne siano sufficienti a più che compensare i primi. Affinché ciò sia possibile in concreto, coloro che intraprendono tali iniziative devono essere in grado di appropriarsi, in via esclusiva o almeno più che proporzionale (*i.e.* senza che anche gli azionisti che rimangono inerti ne godano in pari misura), dei vantaggi prodotti dalle stesse, in particolare nella forma di un incremento della *performance* della società partecipata[565]. Tale appropriazione è molto più complessa nel caso degli investitori istituzionali, il cui portafoglio è fortemente diversificato[566].

La *selective disclosure* può contribuire a favorire, in via diretta o indiretta, il conseguimento di tale effetto, neutralizzando o limitando i fenomeni di *free riding* da parte degli azionisti inerti e conseguentemente i disincentivi all'attivismo che ne derivano. In particolare, essa consente all'emittente di lasciare sul piatto un qualche valore (nella forma di informazioni) a favore di uno o più

---

[563] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafo 3.2.

[564] Per un censimento e un'analisi dettagliati dei costi tipici di una campagna attivista, a seconda delle iniziative adottate, si veda GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model*, in 107 *Journal of Financial Economics*, 2013, p. 610 e ss., il quale, tra le altre cose, stima il costo marginale medio di una *proxy fight* negli Stati Uniti ben oltre i 5 milioni di dollari.

[565] Cfr. GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholder*, op. cit., p. 785-786, secondo i quali la presenza di azionisti di controllo riduce i problemi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo (c.d. *managerial agency problem*), ma comporta una maggiore estrazione di benefici privati da parte di questi ultimi. Ciò è desiderabile anche dal punto di vista degli altri azionisti, nella misura in cui i benefici derivanti dalla riduzione dei primi siano superiori ai benefici privati estratti. In questa prospettiva, i fondi attivisti possono produrre effetti positivi in parte analoghi a quelli dei *controlling shareholder* e allo stesso tempo giocare un ruolo di stimolo per un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali (cfr. ID., *The Agency Costs*, op. cit., p. 896-902). Tuttavia, almeno a livello tendenziale, i fondi attivisti non sono *control seeker*, nel senso che non sono motivati dall'obiettivo di estrarre benefici privati dalla *target*. Pertanto, i benefici che essi possono trarre dall'attivismo (e dunque gli incentivi *ex ante* a perseguirlo) derivano principalmente dalla scarsa diversificazione dell'investimento e dallo specifico *focus* su società che presentano situazioni di scarsa *performance* (cfr. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, op. cit., p. 381-82), ma sono in linea di principio condivisi tra tutti gli azionisti della *target* pro quota rispetto alla partecipazione detenuta, in quanto derivanti dall'incremento di valore della partecipazione quale effetto delle iniziative adottate. Pertanto, al fine di mantenere sufficienti incentivi all'attivismo, «*the return to activist shareholders […] must be high enough when the activists are right—that is, when the intermediary institutions agree with the proffered strategy and the strategy in fact works—to warrant their effort, in light of the facts that the bulk of the gains from their effort will be captured by other shareholders, and their efforts will not always succeed*» (GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 898).

[566] Si veda *supra*, capitolo secondo, note 120 e ss. e nel testo.

specifici destinatari (investitori), con ciò fornendo a questi ultimi un incentivo a interfacciarsi con il *management*[567]. In assenza di regole precise, tuttavia, gli investitori possono sfruttare i vantaggi della *selective disclosure* in maniera opportunistica, con effetti netti non sempre positivi per la società e per il sistema.

Un primo scenario è quello in cui le informazioni comunicate selettivamente agli azionisti, aventi un valore economico di per sé, a prescindere dalla natura privilegiata o meno ai sensi di legge, costituiscano esse stesse il "premio" dell'attivismo. In questo caso, il vantaggio per l'investitore attivista sarebbe quello corrispondente all'utilità massima che egli sarebbe in grado di trarre individualmente da tali informazioni, specie attraverso il *trading* informato (ove astrattamente consentito). Recenti studi testimoniano come tale eventualità sia tutt'altro che teorica: al contrario, dimostrano come gli investitori che hanno contatti con il *management* (e, su tutti, gli *hedge fund*, tipicamente più propensi all'attivismo) tendano a compiere più frequentemente decisioni di *trading* informato[568]. La legittimazione di simili prassi, che anche ove non violino espressamente i divieti di *selective disclosure* certamente ne contraddicono lo spirito complessivo[569], poggia sulla concezione della *corporate information*, non ancora pubblica, quale *asset* di proprietà dell'emittente[570]: conseguentemente, gli amministratori potrebbero utilizzarla per attrarre gli investitori che, a loro giudizio, apportino maggiori benefici all'emittente attraverso la loro partecipazione. Al tempo stesso, ciò consentirebbe all'investitore di catturare per intero (e non soltanto *pro quota*, proporzionalmente

---

[567] Cfr. BENGTZEN, *Private Investor Meetings*, op. cit., p. 64, in senso critico. Comprensibilmente, questo sistema pone, almeno astrattamente, in capo ai *manager* la libertà di decidere quali investitori premiare e dunque se orientare effettivamente l'utilizzo di tale strumento nei confronti dei soggetti più inclini al monitoraggio, con potenziali conflitti di interesse in capo a questi ultimi. In questo senso, le comunicazioni selettive rappresentano una soluzione efficace al problema intrinseco della *public disclosure*, cioè quello di essere «*multi-audience*» e dunque di non consentire a chi fornisce l'informazione di selezionare i propri riceventi, escludendone alcuni ed ammettendone altri (GILOTTA, *Trasparenza e interesse*, op. cit., p. 256).

[568] Cfr. SOLOMON, SOLTES, *What Are We Meeting For? The Consequences of Private Meetings with Investors*, in 58 *The Journal of Law & Economics*, 2015, p. 325 e ss., spec. 353-54; COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs: What Happens When an Activist Director Goes on the Board*, in 104 *Cornell Law Review*, 2019, p. 381 e ss.: tra l'altro, il fatto che gli *hedge fund* siano gli investitori che, di norma, traggono maggiormente beneficio da tale fenomeno consente ragionevolmente di inferire una tendenziale correlazione tra benefici (privati) dei dialoghi selettivi ed attivismo.

[569] *Idem*, p. 353.

[570] È ciò che è stato espressamente affermato dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel noto caso federale *United States v. O'Hagan*, op. cit.: «*[a] company's confidential information, we recognized in* Carpenter*, qualifies as property to which the company has a right of exclusive use*». Tale lettura conferisce, conseguentemente, un'ampia discrezionalità in capo ai *manager* in merito all'utilizzo di tali informazioni, nei limiti fissati dalle norme imperative (cfr. BENGTZEN, *Private Investor Meetings*, op. cit., spec. p. 39-40). In Italia, la possibilità che le *corporate information* siano oggetto di accordi di riservatezza, aventi natura contrattuale (sottolineata, in particolare, da MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 312-16; ID., *«Disclosure» e riservatezza*, op. cit., p. 250-52) sottende inevitabilmente l'idea che l'emittente abbia la disponibilità giuridica di tali informazioni, proprio in quanto originate all'interno del contesto organizzativo dell'emittente medesimo o del gruppo cui appartiene (cfr., ad esempio, SFAMENI, *Art. 114*, op. cit., p. 519; più di recente GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 48, che rimarca il fatto che la decisione di comunicare all'esterno o meno la *corporate information* sia una decisione strategica, che pertiene in ultima istanza al *possessore* di tale informazione, cioè la società che l'ha generata).

alla partecipazione detenuta) il *pay-off* derivante dalla propria iniziativa.

Un esempio può essere d'aiuto. Si immagini l'investitore A, avente una partecipazione del 10% nella società X, al quale venga comunicata, in via riservata e tramite canali selettivi, la notizia che i risultati di esercizio non ancora pubblicati rendono necessaria un'operazione di ricapitalizzazione, al fine di sondare anticipatamente la sua disponibilità a parteciparvi. In assenza di regole, la reazione che astrattamente massimizza l'utilità di A sarebbe quella di disinvestire immediatamente l'intera partecipazione in X ai prezzi correnti, che ancora non scontano l'impatto (che possiamo aspettarci significativo) dell'informazione rivelatagli selettivamente. Evidentemente, tuttavia, tale soluzione si scontra con i divieti di *insider trading* del MAR (ma lo stesso di può dire ormai della gran parte degli ordinamenti del mondo), che restringono significativamente la possibilità di profittare delle comunicazioni selettive sul mercato, eventualmente limitata ai soli casi di informazioni non privilegiate, cioè quelle aventi in linea di massima un minor valore economico.

Nondimeno, va detto che legittime opportunità di *trading* informato continuano ancora a sussistere, seppure in spazi sempre più limitati, anche nell'attuale contesto normativo. Ad esempio, ciò sarebbe possibile attraverso il *network trading*, di cui si è detto già in precedenza, il quale sfugge facilmente alle maglie dell'attuale disciplina[571]. Facendo ancora riferimento all'esempio precedente, si tratta della situazione in cui l'investitore A utilizzi l'informazione riservata in suo possesso non per compiere transazioni sul titolo X, sicuramente vietate, bensì sui titoli di altre società, la cui attività economica è in qualche modo connessa in maniera significativa a quella di X (ad esempio, dei diretti *competitor*, oppure dei principali clienti o fornitori). A rigore, tale condotta non danneggia direttamente l'emittente, sebbene possa comportare un incentivo all'assunzione di rischi sistemici (*moral hazard*)[572]. Per contro, essa contraddice in linea di principio il concetto di *market egalitarianism* che le norme in materia di abusi di mercato e di *disclosure* tendono a realizzare. Non è detto, comunque, che simili opportunità di *trading* si presentino in maniera omogenea in tutti i settori (dipendendo, tra le altre cose, dalla struttura della rete di relazioni commerciali che caratterizza ciascuno) né in tutti gli ordinamenti (poiché la dimensione dei mercati finanziari e il numero di società quotate presenti in ciascun settore può variare anche significativamente da un caso all'altro).

Un terzo scenario possibile è quello in cui l'investitore utilizzi le informazioni non per effettuare transazioni finanziarie ma per intraprendere iniziative attiviste su di un'altra società Y, in qualche modo correlata a X. Tali iniziative tendenzialmente riguardano operazioni che vedono implicate sia X e Y, come ad esempio, una potenziale fusione che l'intervento di A è volto a sospendere, ma potrebbero riguardare anche cambiamenti di strategia direttamente conseguenti alla situazione di difficoltà di X, ove si tratti di diretto concorrente di Y.

In tutte le ipotesi di cui sopra, l'investitore sfrutta la propria posizione per ottenere *corporate information*, che può poi utilizzare al di fuori del contesto dell'emittente che le ha generate. Tali comportamenti sono riconducibili latamente al fenomeno più generale del c.d. "*relational investing*", quello in cui l'investitore utilizza la posizione derivante dalla propria partecipazione per

[571] Si veda *supra*, nota 444 e nel testo.

[572] *Ibidem*.

promuovere propri interessi personali[573]. Il perseguimento di tali interessi può essere neutrale oppure avere un impatto negativo per l'emittente e gli altri azionisti, in dipendenza delle circostanze concrete[574]. Si è già detto dell'illegittimità della prima ipotesi. Con riferimento alle altre due, le considerazioni sono più sfumate, in quanto le condotte non violano *di per sé* specifiche disposizioni normative. Vi è da chiedersi, in primo luogo, se gli usi descritti non violino gli eventuali accordi di riservatezza contrattuale che possono precedere la comunicazione selettiva di informazioni da parte del *board*[575]. In secondo luogo, e in maniera più decisiva, è bene ricondurre la questione nell'alveo del problema che qui ci occupa. Si è detto in precedenza che le comunicazioni selettive, anche e soprattutto agli investitori professionali di minoranza, devono essere giustificate dalla ricorrenza di un interesse sociale. Mi pare che in entrambe le ipotesi si possa chiaramente rinvenire un utilizzo dell'informazione comunicata per fini esclusivamente privati che definirei dissonanti, se non proprio confliggenti, con l'interesse sociale, anche latamente inteso. Coerentemente con i discorsi fatti in precedenza, in assenza di un interesse sociale non troverebbe giustificazione in queste ipotesi nemmeno la violazione della parità di trattamento sottostante alla comunicazione selettiva ad A delle informazioni da parte degli amministratori di X.

Tali esempi pongono in luce un aspetto molto importante: poiché gli investitori, di qualsiasi tipologia, agiscono nel perseguimento di un profitto individuale, la *selective disclosure* non può dirsi *di per sé* legittima soltanto perché produce in concreto incentivi all'*engagement*, tali incentivi ben potendo produrre comportamenti dannosi per l'emittente e per il mercato. Al tempo stesso, essi mettono in guardia rispetto a comportamenti ai quali gli investitori professionali possono indulgere, quale effetto della *selective disclosure*, in assenza di adeguate restrizioni comportamentali. Nei prossimi paragrafi si cercherà di comprendere in che modo le informazioni comunicate selettivamente agli investitori professionali possono costituire sì uno strumento di incentivo dell'attivismo, ma in maniera conforme alla cornice normativa attuale, in cui è vietato farne uso per fare *trading* o per trarne vantaggio in contrasto con l'interesse sociale.

Dal momento che tipologie diverse di investitori professionali rispondono in maniera diversa alla comunicazione selettiva di informazioni e, soprattutto, hanno incentivi strutturali diversi all'attivismo, è necessario affrontare il tema operando per lo meno una sommaria distinzione tra quelli che sono tradizionalmente identificati come investitori istituzionali (*mutual fund* attivi, fondi passivi, fondi pensione) e i fondi attivisti in senso stretto (*hedge fund* e, più in generale, i c.d.

---

[573] Cfr. ROCK, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, in 15 *Cardozo Law Review*, 1993, p. 988-989, 1004, il quale individua tre diverse macro tipologie di *relational investing*, aventi diversi effetti per gli altri azionisti di minoranza e per l'emittente in generale.

[574] Così, ad esempio, nel primo scenario, l'impatto è tendenzialmente neutrale per l'emittente mentre è senz'altro negativo per gli altri azionisti, che "subiscono" il *trading* informato di A; diversamente, nel terzo scenario l'effetto per l'emittente può essere tanto neutrale quanto negativo, a seconda che le informazioni utilizzate da A nel contesto delle iniziative su Y si risolvano in concreto (o meno) in un danno per X e i suoi azionisti.

[575] Cfr., per tutti, MONTALENTI, *Disclosure e «riservatezza»*, op. cit., p. 245 e ss., che sottolinea come il tema della *selective disclosure* si ponga in concreto con riferimento a informazioni che abbiano un significativo valore economico e strategico per l'emittente, ed afferma che la stipulazione di accordi contrattuali di riservatezza rappresenti una delle condizioni necessarie per poter sostenere la legittimità della *selective disclosure*. Nello stesso senso, anche GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario*, op. cit., p. 255 e ss.

entrepreneurial activist[576]), senza per questo ignorare le connessioni che intercorrono tra i due gruppi. In particolare, è bene tenere a mente sin d'ora che, allo stato, i fondi attivisti svolgono un ruolo insostituibile nel rimuovere, a determinate condizioni, gli incentivi degli investitori istituzionali all'apatia razionale e dunque a favorirne, per quanto comunque inferiore, una qualche partecipazione attiva. Pertanto, e su questo si tornerà diffusamente più avanti, la possibilità di coinvolgere gli investitori istituzionali passa, indirettamente, anche attraverso la necessità di creare o mantenere le condizioni che consentono ai fondi attivisti di svolgere il proprio ruolo di "*enabler*" [577]. Anche per questa ragione, cominceremo con l'analisi di questi ultimi.

3. Fondi attivisti e dialoghi selettivi con le società *target*

I dialoghi selettivi con i fondi attivisti si connotano in maniera molto diversa rispetto a quelli con gli investitori istituzionali, sia per modalità sia per funzione. Anzitutto, va detto che le categorie di investitori tradizionalmente riconducibili alla nozione di attivisti in uso nella letteratura (nell'accezione di *entrepreneurial activist*[578]) non necessariamente adottano in concreto strategie attiviste. Gli stessi *hedge fund* operano, nella maggior parte dei casi, come *information trader*, cioè investono secondo una strategia volta a ottenere *performance* migliori del mercato e dei fondi passivi tramite *trading*, facendo leva sul proprio vantaggio nel recupero e nell'analisi delle informazioni pubblicamente disponibili[579] e confidando nel fatto che i costi di tale attività siano più che compensati dalle plusvalenze realizzabili sul mercato. In questa misura, essi si comportano in maniera del tutto analoga agli investitori istituzionali "attivi" (cioè i fondi *actively managed*)[580].

Qualora adottino tale modello comportamentale, l'unico uso che possono fare di eventuali informazioni selettive è eventualmente per finalità di *trading*. Anche a prescindere dal dato positivo, è evidente che, in un'ottica di mera opportunità, l'effetto benefico per il mercato che deriverebbe da tale condotta (in termini di incremento dell'efficienza informativa dello stesso per effetto dell'incorporazione nei prezzi di informazioni prima riservate) sarebbe comunque ottenibile in maniera più efficace, oltre che più equa, tramite *public disclosure*[581]. Il che destituisce di fondamento qualsiasi argomento a favore della *selective disclosure* in questi casi.

---

[576] Cfr. KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism*, op. cit., p. 187: «*we define an entrepreneurial activist as an investor who buys a large stake in a publicly held corporation with the intention to bring about change and thereby realize a profit on the investment*». Tale nozione accomuna fenomeni di attivismo che in concreto possono differire anche significativamente sotto il profilo delle strategie di investimento: ad esempio, *hedge fund*, fondi di *private equity* e *venture capital*. Per alcune fondamentali somiglianze e differenze tra *hedge fund* e le altre tipologie di investitori caratterizzati da una logica imprenditoriale, si veda ad esempio *ibidem*, p. 190-191, e MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 241-251.

[577] Si veda *infra*, paragrafo 4.2.

[578] Si veda *supra*, nota 576.

[579] Cfr. BENGTZEN, *Private Investor Meetings*, op. cit., p. 55, facendo riferimento alla nomenclatura di BLACK, *Noise*, in 41 *The Journal of Finance*, 1986, p. 529 e ss. sulle diverse tipologie di *trading*.

[580] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafo 3.2.

[581] Cfr. BENGTZEN, *Private Investor Meetings*, op. cit., p. 57-63.

La scelta di perseguire in alternativa la via dell'attivismo, anche per i soggetti strutturalmente più attrezzati a farlo, ha dunque natura strategica e dipende in larga misura dai costi che quest'ultima comporta e dalle prospettive concrete di ritorno. Gli investitori scontano un *trade-off* tra i costi di monitoraggio (e delle campagne attiviste nel complesso), che sono pienamente internalizzati, e i benefici pubblici prodotti da tale azione, che sono, in linea di principio condivisi tra tutti gli azionisti della *target*[582]. Tale *trade-off* assume un ruolo decisivo per due ragioni fondamentali. In primo luogo, perché i costi dell'attivismo sono estremamente significativi anche in valore assoluto: uno studio economico condotto negli Stati Uniti rivela che i soli costi osservabili (al netto quindi, ad esempio, del tempo e del costo opportunità della negoziazione) di una campagna attivista di tipo ostile (o *confrontational*) superano in media i 10 milioni di dollari, nell'ipotesi in cui si arrivi al lancio di una *proxy fight*[583]. In conseguenza di ciò, soltanto il primo quartile delle iniziative attiviste ottiene profitti migliori rispetto a strategie alternative (non attiviste)[584]. In secondo luogo, perché la strategia attivista viene sviluppata, con riferimento a ciascuna *target*, secondo un modello sequenziale (o incrementale), in cui la decisione di insistere nella campagna e di adottare strumenti sempre più incisivi (e più costosi) comporta ad ogni stadio una rivalutazione di tale *trade-off* e la possibilità che la scelta più efficiente sia quella di abbandonare l'iniziativa[585]. Come mostreremo più in dettaglio a breve, in questo contesto la possibilità di lasciare sul piatto un qualche tipo di beneficio ad ogni *step* decisionale, di cui gli attivisti possano appropriarsi individualmente, è necessaria per favorire le condizioni di sviluppo di tale fenomeno in concreto.

Un altro aspetto da tenere in considerazione è che la natura tendenzialmente ostile del fenomeno dell'attivismo, per lo meno nella prospettiva degli amministratori e del *management* in carica, fa sì che questi ultimi non abbiano interesse, in linea di principio, a dialogare con gli attivisti, se non nei casi in cui questo possa servire ad allontanare la minaccia di un loro intervento più invasivo[586]. Pertanto, la fisionomia delle comunicazioni tra emittente e fondi attivisti è

---

[582] Cfr., per tutti, lo studio di GANTCHEV, *The costs of shareholder activism*, op. cit., p. 611.

[583] *Idem*, p. 611-612. Nello specifico, la prima fase di c.d. *demand negotiation* (comunicazione delle richieste del fondo attivista e successiva negoziazione delle stesse con l'emittente) comporta, in media, costi per 2,94 milioni di dollari, l'eventuale seconda fase di *board representation* (tentativo di ottenere la nomina di uno o più amministratori designati per via negoziale, tipicamente all'esito di un *settlement*) comporta costi aggiuntivi per 1.83 milioni, mentre la pianificazione ed esecuzione di un *proxy contest* per ulteriori 5,94 milioni.

[584] *Idem*, p. 612.

[585] Per un'analisi più approfondita, si veda *infra*, paragrafo 3.2.

[586] Cfr. MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 254: «*[m]anagement frequently will make changes in order to avoid deeper and more prolonged confrontations with investors, as well as the risk of a renewed hostile takeover bid*». Da un lato, gli attivisti hanno importanti incentivi alla reiterazione delle campagne fino al conseguimento dei risultati sperati, specie in considerazione della "dimensione" della partecipazione acquisita (anche rispetto al valore del patrimonio gestito) e della difficoltà nell'esercizio del diritto di *exit* (che in tali condizioni avrebbe conseguenze reputazionali molto negative per i gestori del fondo). Dall'altro lato, i componenti del *management* in carica desiderano evitare la pubblicità negativa che la continua pressione dei fondi comporta. La prassi della pubblicazione di lettere indirizzate agli azionisti nelle quali si critica la gestione ed i risultati degli amministratori in carica è particolarmente frequente negli Stati Uniti (un caso emblematico, tra i molti, dei toni anche aspri che tali comunicazioni possono contenere, è rappresentato dalla lettera inviata dal fondo Carl Icahn al *board* della Time Warner, reperibile online all'indirizzo http://money.cnn.com/2005/10/11/news/ fortune500/icahn_letter/index.htm). Un esempio: nel 2012 AOL ha

significativamente più limitata di quella riscontrabile, come vedremo, nel caso degli investitori istituzionali[587]. In particolare, si possono distinguere due diverse fattispecie-tipo.

In una prima fattispecie, il *board* decide spontaneamente di dialogare con gli attivisti, già in presenza di *rumor* circa un loro potenziale interessamento all'emittente (ad esempio, inviando lettere in cui viene illustrata con anticipo una strategia per affrontare le questioni che potrebbero spingere altrimenti i fondi ad intervenire), oppure, in una fase successiva alla *disclosure* di una partecipazione rilevante, al fine di anticipare o rispondere a domande e/o richieste avanzate da questi ultimi (c.d. fase di *demand communication*). In questi casi, lo strumento della comunicazione assume una valenza preventiva e funzionale alla negoziazione privata. Specie nella seconda ipotesi, invero più frequente, le comunicazioni tendono a svolgersi in forma riservata, stante la delicatezza delle questioni e l'interesse di entrambe le parti, ma soprattutto dell'emittente, ad evitare che ciò possa richiamare l'attenzione di altri fondi attivisti o deprimere il valore di mercato delle azioni. Diversamente, nel caso in cui la campagna attivista si protragga oltre la fase iniziale essa tende ad assumere dimensione pubblica e connotati maggiormente ostili: qui, le occasioni di dialogo riservato tra il *board* e i fondi si riducono pressoché a zero.

La seconda fattispecie è quella in cui le comunicazioni selettive tra l'emittente e i fondi attivisti non avvengono attraverso gli organi di rappresentanza del primo, bensì tra questi ultimi e i soli amministratori dagli stessi designati in consiglio (c.d. *activist director*), all'esito di un *settlement agreement* o di una *proxy fight*[588]. Questa forma di comunicazione è tipica delle fasi di *public engagement* e, soprattutto, di una fase più avanzata della campagna in cui il fondo ha già ottenuto una rappresentanza in consiglio. In quest'ipotesi, della cui ammissibilità si discuterà ampiamente nel prossimo capitolo, gli amministratori designati forniscono ai propri "sponsor" informazioni selettive utili a pianificare gli ulteriori passi della campagna attivista[589], oppure alla formulazione o al

venduto più di 800 propri brevetti a Microsoft per 1,1 miliardo di dollari, a seguito delle pressioni esercitate dall'*hedge fund* Starboard Value, che nella stagione assembleare dell'anno precedente aveva nominato cinque amministratori nel *board* (cfr. *AOL's Deal Eases Pressures*, su *The Wall Street Journal*, 9 aprile 2012, dove si evidenzia come la vendita dei brevetti, da tempo avocata dal fondo, «*takes the pressure off of Tim Armstrong [the CEO] […]. This addresses one of the big points [Starboard] had*»).

[587] Si veda *infra*, paragrafo 4.

[588] Il fenomeno dei *settlement agreement* nel contesto delle campagne attiviste è di assoluta rilevanza nel mercato statunitense: basti pensare che nel corso del 2018, di 161 nuove nomine di amministratori da parte dei fondi attivisti a livello globale, 126 (pari a circa il 78%) sono state ottenute per effetto di accordi di questo tipo (le restanti 35 all'esito di *proxy fight*): cfr. LAZARD SHAREHOLDERS' ADVISORY GROUP, *2018 Review*, op. cit., p. 8.

[589] Cfr. HAAKON, LIEKEFETT, WOOD, *Help! I Settled with an Activist!*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 giugno 2019, https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/11/help-i-settled-with-an-activist/, il quale evidenzia come le informazioni condivise con il fondo non possono essere utilizzate per il *trading* ma possono diventare base per pianificare ulteriori iniziative attiviste («*[w]hile your activist may have put down its slingshot for the term of the settlement agreement, its designees on the board are collecting stones*»). Infatti, in molti casi gli attivisti soffrono un significativo svantaggio informativo fintanto che sono in grado di contare soltanto su informazioni pubblicamente disponibili, e pertanto non sempre sono in grado di, né vogliono, formulare linee di azione dettagliate prima di aver conquistato una qualche posizione nel consiglio. In molte situazioni gli attivisti sono ben consapevoli che il *board* è in possesso di informazioni private ulteriori che possono essere utili nel valutare se un determinato cambiamento di strategia sia effettivamente positivo o meno in termini di creazione di valore: la linea d'azione più efficiente per il fondo è quella di posticipare tale decisione, negoziare la nomina di uno o più amministratori designati nel *board*,

miglioramento delle proposte o della strategia che essi intendono proporre[590]. In particolare, il canale selettivo in questione assume un ruolo fondamentale nell'ipotesi di c.d. *business* (o *strategic*) *activism*, cioè dell'attivismo orientato alla modifica non soltanto degli assetti organizzativi ma anche della strategia imprenditoriale della società[591].

Alla luce di ciò, nell'esaminare qui di seguito le ragioni a favore della legittimità delle comunicazioni selettive a favore degli attivisti si distinguerà tra i fenomeni di *private* (c.d. attivismo a porte chiuse) e *public engagement*, nonché, nel contesto di quest'ultimo, tra *governance* e *business activism*.

3.1 Le strategie di *private engagement*

La distinzione tra attivismo privato e pubblico riveste un'importanza fondamentale nella prassi operativa e, di riflesso, nello studio del fenomeno. Per evidenti ragioni, le iniziative più facilmente osservabili sui mercati e storicamente più analizzate sono quelle riconducibili al secondo tipo[592]. Tuttavia, recenti studi hanno evidenziato che una porzione significativa dell'attivismo, negli Stati Uniti ma soprattutto in Europa, avviene a porte chiuse e che tale fenomeno potrebbe avere, in realtà, dimensioni ancora maggiori di quanto appaia, in considerazione dell'intrinseca difficoltà di documentarlo in maniera esaustiva[593]. La caratteristica fondamentale del *private engagement* è

---

ottenere da essi informazioni private e far sì che essi partecipino alla discussione sul tema, al fine di orientarla nella direzione desiderata. In questo modo si tende a porre rimedio al principale problema del *settlement agreement* come contratto incompleto: «*activist directors are appointed to ensure that management complies with the activist's demands that cannot be specified in contract*» (cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 994-995).

[590] Cfr. HAMDANI, HANNES, *op. ult. cit.*, p. 996: «*to be effective, activist directors may need to share the company nonpublic information with the fund itself in a back and forth process […] activist directors often rely on the fund's analysts, expertise, infrastructure, and resources to make business decisions. Activist fund offer their directors a "back office" of analysts and experts that help these directors to become more effective (again, not only in monitoring management, but also in developing business strategies*». Nello stesso senso, anche MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 254; e SHILL, *The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty*, in 64 *UCLA Law Review*, 2017, p. 1288-89.

[591] Cfr. HIRST, *The Evolving Direction*, op. cit.; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 36; HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 996. Gli ultimi due contributi evidenziano anche come le strategie attiviste volte a incidere anche su questioni gestionali e strategiche delle società *target* necessitano di uno scambio continuo e bidirezionale tra i fondi e i loro amministratori designati. Tra l'altro, soprattutto negli Stati Uniti si registra una crescente diffusione di tali strategie più incisive, sulle quali si coagula in parte anche l'interesse degli investitori istituzionali (cfr. HAMDANI, HANNES, *op. ult. cit.*, p. 987). A riprova di ciò, le analisi prodotte dai fondi attivisti (i c.d. *white paper*) spesso includono proposte riguardanti anche la strategia delle società *target* (cfr. LIPTON, *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 giugno 2015, https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/02/dealing-with-activist-hedge-funds-4/).

[592] Se non altro perché nelle iniziative di *private engagement* gli attivisti tendono a mantenersi strategicamente sotto la soglia di *disclosure* della propria partecipazione e l'esistenza di dialoghi privati con i fondi attivisti non viene resa nota al mercato neanche successivamente, neppure nell'ipotesi in cui l'emittente accolga le proposte di questi ultimi (cfr. BECHT ET AL., *Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015, p. 116 e ss.).

[593] Cfr. COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 395 (secondo il quale il 95% dei

quella di svolgersi all'oscuro dei mercati. A tal fine, i fondi attivisti si mantengono al di sotto della soglia[594] che comporta l'obbligo di *disclosure* della propria partecipazione e, in alcuni Stati tra cui ora anche l'Italia, dei propri obiettivi di investimento[595] e negoziano con il *board* della società o con l'azionista di riferimento (o uno degli azionisti di riferimento) le proprie proposte.

In concreto, l'intervento si svolge in un arco di tempo più breve rispetto alle campagne pubbliche. Un'iniziativa di questo tipo si svolge più o meno nei seguenti termini[596]. Il fondo acquista una partecipazione sotto soglia ma comunque significativa (circa il 2-3%) e approccia il *senior management* dell'emittente, spesso con l'aiuto di un consulente strategico. In questa fase il fondo può chiedere di poter accedere, su base riservata, ad alcune informazioni strategiche e private riguardanti il *business* della società. Dopodiché, il fondo presenta la propria analisi, svolta sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili e di quelle fornite dall'emittente, in una riunione con il *management*, che copre in dettaglio tutti gli aspetti delle proprie proposte (che possono interessare diversi aspetti, tra cui la strategia, la struttura finanziaria, la *governance*, e la redditività degli *asset* mobiliari e immobiliari). Spesso, i *principal* del fondo incontrano separatamente anche l'azionista di controllo o i membri principali della coalizione di controllo. Dopodiché la società e gli azionisti rilevanti possono decidere di implementare, in tutto o in parte, o anche rigettare le proposte attiviste. Nel primo caso, le misure vengono implementate senza che sia reso noto al pubblico che esse recepiscono le indicazioni di fondi attivisti e senza menzionare gli incontri avvenuti con questi ultimi. Nel periodo successivo all'adozione di tali misure, il fondo mantiene un canale di dialogo riservato (e selettivo) con il *management*, volto tra le altre cose a monitorare la corretta ed efficace implementazione ed eventualmente suggerire aggiustamenti in corso d'opera.

Dal lato degli attivisti, la leva negoziale è rappresentata principalmente dalla possibilità di ricorrere, in caso di esito negativo, a iniziative di natura pubblica aventi maggiore impatto sia sull'emittente sia sulla reputazione del *management* in carica. Le strategie di *private engagement* trovano terreno particolarmente fertile negli ordinamenti europei, dove la proprietà azionaria è tendenzialmente più concentrata. Da un lato, i fondi sono consapevoli che la probabilità di successo di iniziative pubbliche di natura ostile è minore nelle società in cui esiste un azionista (o una

---

seggi vinti dagli attivisti avvengono mediante un processo di negoziazione privata); BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., p. 54-56 e MCCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the Scenes*, op. cit., p. 2905 e ss. (che però documentano il fenomeno del *private engagement* con particolare riferimento agli investitori istituzionali); con specifico riferimento agli *hedge fund*, si veda soprattutto BECHT ET AL., *Hedge fund activism in Europe*, op. cit., p. 116 e ss., i quali evidenziano, tra le altre cose, le ragioni per le quali il contesto europeo (specie gli ordinamenti continentali) costituisce un terreno particolarmente fertile per lo sviluppo del *private engagement*.

[594] Il ricorso a strumenti derivati come i *total equity swap* consente, inoltre, di incrementare la propria esposizione in termini di *cash-flow right* senza tuttavia superare le soglie, dal momento che titolare dell'*equity* sottostante rimane la controparte contrattuale (per una descrizione del meccanismo, si veda CHATTOPADHYAYA, *The Effectiveness of Being Invisible: Hedge Funds, Hidden Ownership and Corporate Governance*, in *ECFR*, 2011, 308-9).

[595] Il riferimento è all'introduzione del nuovo comma 4-*bis* all'art. 120 del TUF, che impone l'obbligo a chi acquisti partecipazioni superiori a determinate soglie, a partire dal 10%, di dichiarare pubblicamente gli obiettivi del proprio investimento (c.d. norma "anti-scorrerie"). Per un'analisi dettagliata si veda, ad esempio, SANDRELLI, *Nota sulla disciplina "anti-scorrerie"*, op. cit., p. 186 e ss.

[596] L'esempio è tratto da un *case study* riportato da BECHT ET AL., *op. ult. cit.*, p. 119, relativo a una delle società del campione analizzato e ritenuto indicativo di un *modus operandi* abbastanza diffuso e perciò rappresentativo.

coalizione stabile) di controllo che detiene oltre il 40% del capitale. Conseguentemente, essi sono incentivati a negoziare in maniera più "amichevole" con questi ultimi, pur di ottenere alcune concessioni, anche a costo di rinunciare a una maggiore incisività. Tra l'altro, i dati sui ritorni ottenuti tramite *private engagement*, in termini di incremento della *performance* azionaria, sono in media del tutto comparabili con quelli ottenuti tramite iniziative pubbliche[597]. Dall'altra parte, la crescente presenza dei grandi investitori istituzionali, e soprattutto dei fondi passivi[598], aumenta la credibilità delle minacce attiviste, dal momento che questi ultimi si sono dimostrati di recente sempre più inclini a sostenere le iniziative proposte dagli attivisti, con significativi risultati[599]. Da questo punto di vista, il fatto che in questo scenario tutte le operazioni avvengano in forma riservata avvantaggia gli attivisti, consentendo loro anche di negoziare parallelamente con gli investitori istituzionali, accrescendo dunque la loro "pericolosità", reale o percepita (nella prospettiva dell'emittente)[600].

Per contro, la regolamentazione più stringente in materia di *disclosure* delle partecipazioni e identificazione degli azionisti, specie dopo la recente modifica della Direttiva *Shareholder Rights*, potrebbe in prospettiva ridurre almeno parzialmente gli incentivi a ricorrere a tale strategia in Europa[601]. Tuttavia, a prescindere dalla struttura degli assetti proprietari e, in una certa misura, anche dalla cornice regolamentare, alcuni fondi possano sposare sistematicamente la strategia del *private engagement* nella convinzione che esso sia più efficace, sia termini di probabilità di successo sia in termini di costi, senz'altro più contenuti[602].

Appare abbastanza intuitivo che qualsiasi strategia di private *engagement* si fonda sulla possibilità che all'emittente e ai fondi sia consentito dialogare in via selettiva, in entrambe le direzioni, ascendente e discendente. Le comunicazioni discendenti, mediante le quali i fondi presentano le proprie proposte e cercano di persuadere il *management* e gli azionisti principali della società ad adottarle, non presentano particolari problematiche nella prospettiva della *selective disclosure*. Non meno importanti, ma assai più problematiche, sono invece le comunicazioni ascendenti: sia perché

---

[597] *Idem*, p. 125.

[598] Cfr. i dati raccolti da OLIVIERI, *Atlantia, Eni, UniCredit*, op. cit., e quelli contenuti in CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 7 e 13 (soprattutto tabella 1.10).

[599] Come suggerito anche da BECHT ET AL., *op. ult. cit.*, p. 116, la strategia del *private engagment* permette un ulteriore vantaggio agli attivisti, cioè quello di persuadere in silenzio altri azionisti a supportare le proprie proposte, così aumentando il loro peso negoziale nei confronti dell'emittente.

[600] Cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 6-7.

[601] Da un lato, la normativa comunitaria in materia di *ownership disclosure* prevede una finestra temporale più ristretta per la comunicazione al pubblico successiva al superamento della soglia (4 giorni, che diventano 2 a seguito dell'implementazione nazionale in alcuni Stati come Italia e Regno Unito e addirittura un'assenza di preavviso nel caso dei Paesi Bassi, contro i 10 giorni degli Stati Uniti), dall'altro lato, la soglia del 5% (analoga a quella americana) può essere ridotta dalle legislazione degli Stati membri in sede di recepimento (ad esempio, è pari al 3% in Italia). Inoltre, la revisione della *Shareholder Rights Directive* del 2017 ha introdotto un obbligo ulteriore di identificazione degli azionisti che superino lo 0,5% di partecipazione, che ha l'effetto (non è chiaro se voluto) di ostacolare la strategia tipica degli attivisti (cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 17-20).

[602] Cfr. BECHT ET AL., *op. ult. cit.*, p. 116 (che sottolinea alcuni aspetti a favore della maggiore efficacia del *private engagement*); GANTCHEV, *The costs of shareholder activism*, op. cit., p. 610 e ss., dal quale si evince, a contrario, il significativo risparmio per gli attivisti che può derivare dalle strategie che non comportino l'utilizzo degli strumenti tipici delle campagne pubbliche.

una fase di negoziazione tra le parti è inevitabile e in tale contesto è facile che, anche incidentalmente, siano comunicate informazioni anche da parte della società, sia perché, soprattutto, tale strategia presuppone sia una fase iniziale di acquisizione di *corporate information* da parte del fondo, pur con il consenso del *management*, sia una fase successiva, almeno in via tendenziale, di monitoraggio dell'implementazione, per la quale è necessario un confronto bilaterale tra emittente e attivisti su questioni operative.

Alla luce di ciò, in assenza della possibilità di comunicare in modo selettivo verrebbero meno gli incentivi per i fondi attivisti a perseguire tale strategia e a preferirla al *public engagement*. Per contro, anche gli emittenti hanno ragioni per preferire tale soluzione rispetto ad alternative più ostili: sia per questioni reputazionali sia per minimizzare l'impiego di risorse da dedicare alla "gestione" delle minacce rappresentate dall'attivismo[603]. Inoltre, una volta instaurati contatti privati con gli attivisti, vi è altresì l'interesse dell'emittente a tenere riservate le informazioni divulgate a questi ultimi, per evitare sia che i concorrenti possano appropriarsene (cosa che avverrebbe nel caso di una contestuale *mandatory disclosure*) sia che eventuali *leakage* di informazioni possano attirare l'interesse di altri attivisti.

In una prospettiva di sistema non si può non rilevare come, per l'insieme di considerazioni di cui sopra, il *private engagement* rappresenti spesso, specie in ordinamenti a proprietà concentrata come il nostro, la migliore (nella prospettiva sia degli emittenti sia per il mercato), se non l'unica, modalità di attivismo possibile. Al tempo stesso, esso non può svilupparsi se non nel contesto in cui sia riconosciuta una finestra di ammissibilità, quand'anche temporalmente limitata, per la comunicazione selettiva delle informazioni eventualmente necessarie per i fondi per sviluppare la propria analisi e successivamente monitorarne l'esecuzione.

Alcuni autori hanno sostenuto che le forme di attivismo fondate sulla cooperazione tra i fondi attivisti e chi controlla l'emittente siano caratterizzate, diversamente dall'attivismo pubblico, da una minore capacità di disciplinare il *management* in carica e dal rischio che i fondi traggano profitti a danno delle altre minoranze (dando luogo al c.d. *dark relational investing*). Tale esito deriverebbe dalla collusione tra il *management* e i fondi, che ad esempio potrebbero ricevere un profitto in cambio della "protezione" contro iniziative ostili di altri attivisti[604]. Più specificamente, un autore ha osservato che il rischio di diffusione di tale fenomeno sarebbe particolarmente elevato nel contesto del mercato italiano, dove, in presenza di gruppi di controllo forti, i fondi attivisti tenderebbero ad adottare un atteggiamento passivo di supporto all'iniziative di questi ultimi, a fronte dell'ottenimento di vantaggi individuali in forma diversa, spesso in danno degli altri azionisti e/o dell'emittente[605].

---

[603] La difesa dalle iniziative attiviste implica un'attenzione e un impiego di risorse costante nel tempo (cfr., per una panoramica sulle *best practice* necessarie per un'efficace difesa, LIPTON, *Dealing with Activist*, op. cit.) e può, dunque, distogliere l'attenzione del *top management* dalla gestione della società.

[604] Cfr. ROCK, *Controlling the Dark Side*, op. cit., p. 990-1000.

[605] Cfr. EREDE, *Governing Corporations*, op. cit., p. 359-363, spec. 362. In particolare, l'autore rileva una significativa presenza di fondi attivisti nelle compagini azionarie di società italiane pur in presenza di un azionista o un gruppo di controllo, in concomitanza con un atteggiamento sostanzialmente passivo da parte dei primi, specie nel contesto delle assemblee annuali (solo il 25% dei casi circa). La spiegazione più plausibile di tale comportamento sarebbe, secondo l'autore, quella dell'esistenza di una relazione di scambio reciproco con l'emittente, in base alla quale

Non vi è dubbio che, in linea teorica, il *relational activism* possa proliferare nel contesto di strategie volte a mantenere il più possibile il riserbo circa i contatti, e i contenuti discussi, tra emittente e attivisti. Alla luce di ciò, vi è da chiedersi se tali osservazioni costituiscano argomento sufficiente per ritenere subottimale la strategia del *private engagement* in una prospettiva di sistema. Mi pare, tuttavia, che la risposta debba essere negativa, per diverse ragioni. Ciò, per lo meno, a livello tendenziale, atteso che non è possibile escludere che manifestazioni di tale fenomeno esistano in contesti limitati e specifici, in Italia come in altri ordinamenti.

In primo luogo, i riscontri empirici in merito alla rilevanza del fenomeno in questione nel nostro ordinamento non sono né concordanti né conclusivi. Uno studio più recente rileva, infatti, in senso sostanzialmente opposto a quello di Erede sopra citato, che, nonostante l'ambiente apparentemente favorevole dovuto all'elevato grado di concentrazione della proprietà, non si registrano comportamenti tipici del *dark relational investing*[606]. A ben vedere, anche l'analisi di Erede riferisce di un numero molto circoscritto di casi nei quali sono documentate condotte di collusione tra attivisti ed emittenti, a fronte di un numero molto più significativo di ipotesi in cui semplicemente si rileva un atteggiamento passivo dei fondi in sede assembleare[607]. Il che suggerisce la possibilità che esistano altre spiegazioni per la condotta passiva degli attivisti, tra cui ad esempio il fatto che i fondi attivisti possano preferire strategie costruttive, anziché ostili, in quanto maggiormente efficaci in contesti come quello italiano, senza che necessariamente portino a condotte collusive e dunque distruttive di valore per gli altri azionisti[608].

In secondo luogo, l'esistenza di collegamenti relazionali tra attivisti ed emittenti non implica necessariamente l'esistenza di condotte collusive, che abbiano l'effetto di espropriare questi ultimi o i loro azionisti di minoranza[609]. Ad esempio, iniziative come quella di deliberare un super-dividendo per venire in contro agli interessi degli attivisti non comportano tale effetto espropriativo, in quanto ne beneficiano tutti gli azionisti pro quota[610]. Come correttamente osservato, soltanto

---

i fondi riceverebbero un vantaggio diretto da quest'ultimo, ad esempio sotto forma ad esempio di dividendi straordinari o di sconto nell'acquisto delle azioni, a condizione che restino passivi o supportino il *management* nelle votazioni assembleari.

[606] Cfr. BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism*, op. cit., p. 383 e ss., spec. 400.

[607] Cfr. EREDE, *op. ult. cit.*, p. 362-363, dove i casi menzionati in tal senso sono soltanto tre: Mutuionline, M&C e Cofide. È ben possibile che ciò sia dovuto anche alla difficoltà di reperire notizie pubbliche sullo svolgimento di campagne attiviste, specie ove i contatti "collusivi" tra fondi ed emittente si svolgono in via riservata. Tuttavia, la distanza tra il numero di casi documentati riconducibili a *relational investing* e quelli in cui i fondi sono rimasti passivi (pari al 75% del campione) è troppo significativa per non dire qualcosa.

[608] Cfr. CACIOLLI, *L'attivismo societario*, op. cit., p. 722-23, il quale critica le conclusioni di EREDE, *op. ult. cit.*, ritenendo che, per tali ragioni, esse provino troppo.

[609] Il punto è stato sollevato per primo da ROCK, *Controlling the Dark Side*, op. cit., p. 988-89, il quale nel suo approfondito studio evidenzia come il *relational investing* possa avere effetti anche positivi per l'emittente, ad esempio nel caso in cui esso implica un paziente e lungo lavoro di affiancamento tra attivista e società al fine di ottenere un miglioramento dell'efficienza manageriale nel lungo periodo (è il caso delle strategie di investimento adottate da investitori come Warren Buffett o Pierre Du Pont).

[610] È questa l'ipotesi, tra l'altro, di uno dei tre casi di *dark relational investing* citati da EREDE, *op. ult. cit.*, p. 362 (Mutuionline). Al tempo stesso, potrebbe comunque essere che tali iniziative non realizzino l'interesse di tutti gli azionisti, nel caso in cui le prospettive di investimento divergano sotto il profilo dell'orizzonte temporale (si veda *infra*,

alcune tipologie di *relational investing* hanno effetti distorsivi per gli emittenti e il mercato: si tratta, in particolare, dei casi in cui gli emittenti, o l'azionista di controllo, concedano benefici individuali agli azionisti (spesso sotto forma di azioni privilegiate o vendute a sconto), in cambio di "protezione" nei confronti delle potenziali iniziative ostili di altri fondi[611]. Non mi pare, tuttavia, che tale ipotesi possa verosimilmente verificarsi in maniera diffusa in un contesto come quello italiano in cui, almeno per ora, gli azionisti di controllo godono di una partecipazione ancora molto significativa e minacce credibili derivanti dal mercato del controllo societario e dall'attivismo ostile non sono ancora particolarmente frequenti.

Infine, il fatto che lo sviluppo dell'attivismo si serva sempre più del supporto dei grandi fondi istituzionali, sempre più forti anche nell'azionariato italiano, costituisce implicitamente un argine a tali condotte degenerative. Infatti, i fondi istituzionali tendono a non aderire in maniera sistematica a tutte le iniziative attiviste. Al contrario, essi operano un vaglio sulle proposte degli attivisti e decidono se supportarne o meno le campagne a seconda che gli obiettivi perseguiti siano più o meno in linea con i loro *desiderata*. In tale misura, essi hanno il potere di far fallire in molti casi le iniziative attiviste a loro non gradite[612]. Conseguentemente, è lecito aspettarsi che ciò determini un controllo implicito sulle strategie degli attivisti, in particolare quelle in cui il *business case* sia fondato sull'estrazione individuale di benefici privati a danno degli altri azionisti, e quindi di fatto anche degli istituzionali. Tale controllo può sussistere anche nelle ipotesi di *private engagement*, che di base si manifestano all'oscuro degli altri partecipanti al mercato, in quanto e nella misura in cui gli investitori istituzionali siano coinvolti dagli attivisti, eventualmente anche in una seconda fase, per poter dare la necessaria forza ai propri "argomenti" nei confronti dell'emittente, e dunque persuadere quest'ultimo o gli azionisti di riferimento ad adottare le proprie proposte.

Nel complesso, tali considerazioni sembrano suggerire l'assenza, per lo meno a livello sistemico, di una problematica dell'attivismo legata al *relational investing*, sebbene non si possano escludere casi specifici isolati. Per contro, il rischio di cattura sopra evidenziato è stato documentato in maniera più significativa con riferimento ad altre tipologie di investitori, generalmente non incluse nella nozione di "attivisti", quali fondi sovrani, banche e società di assicurazione, che tendono, qualora non rimangano del tutto passivi, ad essere co-optati nell'orbita del gruppo di controllo o comunque a collaborare di fatto con esso[613].

In ogni caso, sebbene il rischio di *relational investing* non possa essere astrattamente escluso,

---

paragrafo 5.4).

[611] ROCK, *op. ult. cit.*, p. 990-95, che documenta l'esistenza di fondi che operano esclusivamente secondo questa strategia, con l'obiettivo di offrire protezione "a pagamento" agli emittenti contro altre iniziative attiviste (si fa l'esempio di Corporate Partners, fondo gestito da Lazard Frères & Co., nel contesto della campagna attivista su Polaroid).

[612] Cfr. HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 990, che descrive il ruolo dei grandi fondi passivi (in particolare, i c.d. *Big Three*) in tale contesto come quello di «*kingmakers*».

[613] Cfr. BIANCHI M., BIANCO, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, ECGI Finance Working Paper No. 144/2006, novembre 2006, https://ssrn.com/abstract=952147 (che evidenzia la crescita di relazioni tra società partecipate e banche; e DEL GIUDICE, PETRELLA, *Sovereign Wealth Funds and Politically Connected Firms*, 2013, citato in tal senso da BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism*, op. cit., p. 384 (con riferimento ai fondi sovrani).

e anzi debba essere sempre tenuto sotto controllo, anche alla luce dei caratteri peculiari del capitalismo italiano, è opportuno osservare che ciò non significa – con riferimento ai temi che ci occupano – che le strategie di *private engagement* ne siano affette, o comunque che debbano essere ostacolate per il solo fatto che potrebbero agevolare la diffusione di tale fenomeno. Per altro, anche chi ha evidenziato l'esistenza di tale problema rileva come in molti casi le iniziative attiviste più efficaci siano state quelle condotte in maniera più silenziosa[614], il che fornisce un'ulteriore conferma dell'utilità del *private engagement*. Al contrario, ciò deve spingere l'attenzione degli studiosi ad individuare i fattori che eventualmente facilitano l'insorgere di condotte distruttive di valore, al fine di contrastarne la diffusione.

3.2 Le strategie di *public engagement*

In un numero ancora maggioritario di casi le iniziative attiviste, superata la fase preparatoria, vengono rivelate al mercato[615]. Ciò è dovuto, *in primis*, a ragioni regolamentari, poiché le regole in materia di *disclosure* della partecipazione impediscono iniziative di *private engagement* sopra una certa soglia. Tuttavia, la scelta di condurre un'iniziativa in forma pubblica può avere anche una valenza strategica per gli attivisti, che possono sfruttare l'esposizione al pubblico a proprio vantaggio. Emblematico è, in tal senso, il ricorso a comunicazioni o lettere indirizzate agli azionisti della *target* e al mercato più in generale, volte a denunciare pubblicamente l'operato del *management* in carica. Per comprendere la rilevanza strategica delle comunicazioni selettive in questa specifica cornice è necessario svolgere alcune considerazioni ulteriori. Anzitutto, occorre distinguere due ipotesi di *public engagement*: un'ipotesi generale, in cui le comunicazioni selettive sono funzionali al reperimento di informazioni necessarie per la preparazione e l'implementazione di un'iniziativa attivista di tipo ostile (*confrontational*) e un'ipotesi particolare in cui le comunicazioni selettive con l'emittente rivestono un ruolo particolarmente cruciale per il perseguimento di obiettivi specifici degli attivisti, cioè l'ipotesi del c.d. *strategic activism*[616].

Partiamo dall'ipotesi generale. Come si è accennato in precedenza, nel contesto delle iniziative ostili vi è scarso se non nessun interesse da parte degli organi sociali a comunicare con gli attivisti[617]. Scambi di informazioni si possono verificare, in una fase preliminare, al solo fine di evitare l'*escalation* della campagna attivista: i dati empirici raccolti in uno studio mostrano che un

---

[614] EREDE, *Governing Corporations*, op. cit., p. 367.

[615] Cfr. BECHT ET AL., *Hedge fund activism in Europe*, op. cit., p. 116.

[616] Il termine descrive la fattispecie in cui il fondo attivista esercita pressione sul *board* della società *target* non in relazione a temi classici di *governance* od organizzativi (c.d. *governance activism*), bensì al fine di ottenere cambiamenti in relazione alla direzione strategica o alla gestione operativa del *business* della medesima (cfr. HIRST, *The Evolving Direction*, op. cit.; il termine è utilizzato anche da BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism*, op. cit., p. 396). Fattispecie ancora diversa è quella rappresentata dal c.d. *corporate control activism*, in cui l'intervento dei fondi è volto primariamente a impedire o a forzare il compimento di operazioni straordinarie sugli *asset* della società (cfr. ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 382).

[617] Si veda *supra*, note 586 e successive, e nel testo.

numero non irrilevante di iniziative, per quanto ancora minoritario, si arresta a questa fase[618]. Nei casi in cui la campagna attivista prosegua ed entri in una fase più viva, le comunicazioni selettive si svolgono principalmente tra il fondo e i suoi amministratori designati in seno al consiglio dell'emittente.

In termini generali, la divulgazione al pubblico di informazioni riguardanti la – o, ancor più, elaborate nel contesto della – campagna attivista può avere effetti disincentivanti sull'attivismo. Il *business model* dell'attivismo è stato definito strategico ed *ex ante*[619], il che implica che i fondi investano ingenti risorse in due principali voci di costo: (*i*) costi per il reperimento e l'analisi di informazioni e (*ii*) costi "vivi" per l'esecuzione della campagna. La somma di tali costi deve essere più che compensata dai ritorni attesi, altrimenti la decisione sarà quella di non procedere nell'iniziativa. Pertanto, in un'ottica ideale di massimizzazione dell'efficienza complessiva del sistema occorre che l'investimento degli attivisti debba essere protetto dal fallimento del mercato derivante dal *free riding* che gli altri azionisti e il pubblico indistinto potrebbe compiere avvalendosi dell'attività (per loro *cost-free*) svolta dagli attivisti: ciò, per lo meno, nella misura necessaria a far sì che l'intrapresa di questi ultimi non sia sistematicamente antieconomica *a priori*. Al fine di garantire ciò, la tutela della riservatezza assume un ruolo cruciale.

Nella prima fase di studio e di analisi preliminare, i costi sostenuti dai fondi attivisti sono funzionali all'individuazione dei migliori obiettivi, cioè di società in situazioni di scarsa *performance* azionaria che presentino però possibilità di ripresa. In questa fase, la massimizzazione dei profitti attesi passa per l'acquisto di partecipazioni nelle società più "adatte" all'attivismo, al minor prezzo possibile. Al fine di proteggere tale valore, in questa fase eventuali contatti con la *target* devono essere tenuti il più riservati possibile, fintanto che non sia superata la soglia per la *disclosure* della partecipazione: da questo punto di vista, le iniziative pubbliche e private sono condotte in modo pressoché equivalente e hanno esigenze analoghe. A partire dal momento di *disclosure* della partecipazione, invece, la campagna assume una dimensione pubblica.

Nondimeno, anche nella fase successiva la riservatezza svolge un ruolo cruciale, anche se per ragioni parzialmente diverse. Al fine di evitare di compiere scelte anticipate che possono rivelarsi eccessivamente rischiose, stante la velocità con cui gli scenari mutano una volta dato avvio a un *activist takeover*, i fondi tendono adottare un modello decisionale di tipo sequenziale nella pianificazione ed esecuzione delle loro campagne. In altri termini, la strategia viene divisa in più fasi, ciascuna delle quali caratterizzata da misure più incisive e più costose della precedente: nel caso in cui una determinata fase non conduca ai risultati sperati, viene effettuata una nuova analisi costi/profitti attesi, che tiene conto sia dei costi ulteriori della fase successiva sia del quadro eventualmente mutato (specie con riferimento al valore di mercato delle azioni)[620]. Se al momento di ciascuna decisione il valore di mercato della *target* è in grado già di scontare l'effetto della misura attivista che il soggetto deve ancora intraprendere (per effetto della rivelazione al mercato di informazioni che consentono di inferire che tale decisione verrà assunta), allora l'incentivo all'attivismo

[618] GANTCHEV, *The costs of shareholder activism*, op. cit., p. 610 e ss.

[619] ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 382.

[620] GANTCHEV, *op. ult. cit.*, p. 614-15.

ex ante si riduce fino ad azzerarsi[621]. Tale dinamica è legata al fatto che i profitti attesi degli attivisti dipendono dall'incremento di valore della partecipazione in seguito all'adozione delle iniziative proposte[622]. Il che equivale a dire che essi dipendono da due variabili fondamentali: il prezzo di acquisto iniziale e la probabilità di successo delle proprie iniziative. La prima variabile ha un peso particolare, in quanto è soprattutto con riferimento ad essa che rileva la necessità di riservatezza. Infatti, qualora il mercato intuisca le mosse degli attivisti prime che le stesse siano complete, parte del profitto dell'operazione viene appropriato da parte del pubblico e sottratto agli attivisti. Si tratta, tuttavia, di una vera e propria dinamica di *free riding*, in quanto il guadagno pubblico è reso possibile dall'analisi e dalle informazioni sviluppate dagli attivisti: tali informazioni non appartengono all'emittente né, tantomeno, al mercato. Il costo di tale informazione è internalizzato integralmente dagli attivisti mentre i relativi profitti sono, in ipotesi, condivisi tra tutti. Pertanto, ogni condivisione (forzosa o accidentale) di tali informazioni con il pubblico costituisce un'inefficiente espropriazione di valore ai danni degli attivisti.

A tale proposito, è bene precisare che, poiché i principali fondi attivisti sono ormai ben noti al mercato e agiscono secondo *pattern* riconoscibili per quanto non standardizzati, il mercato è in grado di inferire in maniera piuttosto rapida e precisa sia l'imminente inizio di una campagna attivista sia le eventuali mosse successive, una volta rivelate alcune informazioni chiave (tra cui, *in primis*, l'acquisto di una partecipazione significativa – anche sotto soglia – in una data società[623], ma anche l'esistenza e, a maggior ragione, il contenuto di dialoghi tra gli amministratori e i fondi). Ciò implica dunque che i dialoghi tra fondi attivisti ed emittenti (sia ascendenti sia discendenti, con gli organi sociali o con gli amministratori designati soltanto) debbano in ogni caso restare riservati e selettivi, almeno per il tempo delle fasi cruciali della campagna attivista, se si vuole evitare di frustrarne anticipatamente ogni effetto.

3.3 Il caso particolare dello *strategic activism*

Le comunicazioni selettive rivestono un ruolo ancora più cruciale nelle particolari ipotesi di *strategic activism*. In un numero crescente di casi, i fondi tendono a ricorrere a strategie di attivismo

---

[621] *Ibidem*.

[622] *Ibidem*. In particolare, da un'analisi qualitativa della formula di decisione ivi riportata (*sub* (4)) si può evincere che: (*i*) maggiore è il valore dell'investimento iniziale nella *target* a tempo T_0, minori sono i ritorni e le opportunità di profittare dall'iniziativa attivista in questione; (*ii*) più il valore fondamentale (V_i) delle azioni è superiore al valore di mercato (M_i) – cioè più l'azione è sottovalutata – maggiori sono le possibilità di profitto. Pertanto, più il valore di mercato di avvicina a quello fondamentale, per effetto del *leak* di informazioni circa la presenza e le intenzioni degli attivisti, minore è il profitto atteso dell'iniziativa attivista e dunque le *chance* che il fondo decida razionalmente di intraprenderla.

[623] Proprio per questa ragione, ad esempio, PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 17-18, ritiene che la recente norma che impone l'identificazione degli azionisti con partecipazioni superiori allo 0,5% finisce per ostacolare l'attivismo: il ragionamento sotteso è che il mercato è in grado di anticipare l'imminenza di un'iniziativa attivista anche dal solo fatto che un soggetto riconosciuto come attivista acquisti una partecipazione in una data società, anche se al di sotto della soglia di *disclosure*.

orientate non solo alla riduzione immediata degli *agency cost*, tramite interventi sulla *governance* o dismissioni di *asset*, bensì alla modifica più radicale della strategia imprenditoriale della società[624]. Ai fini della presente trattazione, alla suddetta nozione di attivismo può essere assimilato anche il fenomeno recente che va sotto il nome di *constructivist activism*[625]: ovverosia quella variante caratterizzata, rispetto alle varianti ostili più tradizionali, da un vero e proprio approccio "costruttivo", una durata maggiore dell'investimento (da cinque a dieci anni) e la disponibilità del fondo a partecipare su base continua ai lavori del *management*, affiancandolo nella soluzione dei problemi strategici della società e al tempo stesso assumendo i rischi, almeno da un punto di vista sostanziale, di un vero *fiduciary* della società[626]. Tra l'altro, non si può escludere che tali manifestazioni di attivismo possano, in alcuni casi, servirsi dello strumento del *private engagement*, quando le circostanze lo rendano più proficuo.

Sebbene rappresenti ancora una quota minoritaria dell'attivismo, tale versione dell'attivismo (comunque la si voglia denominare) è in forte diffusione e si prevede che nel prossimo futuro possa arrivare a superare l'attivismo ostile[627]. In particolare, due sono le ragioni principali. In primo luogo, tale strategia trova ragione, tra gli altri, nel fatto che la minaccia dell'attivismo esercita già di per sé una pressione sul *management* di molte società, che dunque tende ad occuparsi preventivamente delle questioni che più facilmente possono attirare l'attenzione degli attivisti (c.d. *low hanging fruit*) e che possono essere risolte a un costo contenuto[628]. Può essere il caso, ad esempio,

---

[624] La tendenza è documentata da HIRST, *The Evolving Direction*, op. cit., già nel 2012, e, più recentemente da HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., spec. p. 994-997; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 19 e ss., spec. 32 (i quali segnalano la diffusione del fenomeno in concomitanza con l'aumento della presenza dei c.d. *super directors* nei consigli delle società partecipate da fondi attivisti, deputati a svolgere un vero e proprio lavoro di «*shadow management*»); con specifico riferimento all'Italia, si vedano BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism*, p. 396.

[625] Così STRINE JR., *Who Bleeds*, op. cit., p. 1908; MILLSTEIN, *The Activist Directors: Lessons from the Boardroom and the Future of the Corporation*, New York, 2016. Sebbene le due nozioni non siano sempre utilizzate con significati coincidenti, esse tendono a sovrapporsi: l'esercizio di un intervento attivo prolungato su aspetti operativi del *business* della società impone, inevitabilmente l'adozione di un atteggiamento più collaborativo con il *management* in carica, anche considerato il fatto che i fondi esprimono un numero di amministratori insufficiente per poterne fare a meno (cfr. BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, op. cit., p. 49-50 (Appendix A.1), da cui si evince che gli amministratori nominati dai fondi attivisti mediante *settlement* sono in media due).

[626] *Ibidem*. Cfr. anche KLINGSBERG, BIEBER, *Activism in 2018*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 29 gennaio 2018, ove si osserva che «*[t]he activists are now regularly holding investments for four to five years and focusing more consistently during the initial years of their investments on advocating for operational turnarounds*».

[627] Cfr. WALKER, *Barbarians in the Boardroom. Activist Investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, Londra, 2016, p. 230. In particolare, in aggiunta ai *manager* di fondi tradizionalmente noti al mercato per un approccio diverso, più costruttivo, come Nelson Petz (Trian Fund), Ralph Withworth (Relational Investor Fund) and Jeffrey Ubben (Value Act) (cfr. FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, University of Pennsylvania Law School, Institute for Law and Economics Research Paper No. 18-22, marzo 2019, http://ssrn.com/abstract=3227113, p. 23), una generazione di *manager* più giovani si sta recentemente affermando proprio attraverso un approccio meno ostile e più collaborativo (cfr. FORTADO, *Investing: activism enters the mainstream*, in *Financial Times*, 14 febbraio 2018, https://www.ft.com/content/e04547b8-0d0b-11e8-839d-41ca06376bf2).

[628] HAMDANI, HANNES, *op. ult. cit.*, p. 995.

dell'allineamento alle *best practice* internazionali in tema di *governance* (es. presenza degli amministratori indipendenti, adozione di *policy* in materia di parti correlate, etc.). Ne consegue che gli attivisti sono spinti a intervenire in maniera più incisiva e profonda, se vogliono ottenere un significativo incremento del prezzo delle azioni (che già sconta, all'inizio della campagna, il lavoro svolto dal *management* in maniera autonoma). In secondo luogo, i grandi investitori istituzionali tendono sempre più a svolgere un ruolo di *gatekeeping* nei confronti dell'attivismo, favorendo in particolare iniziative collaborative volte alla valorizzazione di lungo periodo[629].

L'implementazione di un progetto di *strategic activism* richiede, da un lato, che il fondo possa ottenere una qualche presenza nel consiglio e, dall'altro lato, che gli amministratori designati non soltanto monitorino il *management* bensì anche che svolgano un ruolo attivo nell'assunzione delle decisioni operative e nella definizione della visione strategica della società[630]. I fondi, tramite gli amministratori designati, lavorano quindi fianco a fianco con il *management* (secondo un modello molto vicino a quello del *private equity* o, ancor di più, del *venture capital*[631]) al fine di implementare i cambiamenti desiderati, in un arco di tempo tendenzialmente più lungo di quello tipico di una campagna attivista orientata a una strategia di "*hit and run*". Uno degli esempi più significativi in questo senso è rappresentato dalla recente vicenda di Telecom Italia S.p.A., dove il fondo Elliott Management ha ottenuto la nomina della maggioranza degli amministratori della società, dinamica ancora piuttosto inusuale, di fatto sostituendosi al precedente azionista di controllo Vivendi nella "guida" della medesima[632].

Tale strategia richiede che gli amministratori designati abbiano accesso alle informazioni riservate dell'emittente e la possibilità di condividerle con il fondo sponsor, per finalità di analisi e confronto[633]. Ciò si può spiegare fondamentalmente per due ragioni. In primo luogo, alcuni ritengono che, coerentemente con la teoria del contratto incompleto, gli attivisti non siano in grado di

---

[629] Emblematico in questo senso quanto affermato da Larry Fink, CEO di Blackrock, nella lettera inviata nel 2016 ai CEO delle società americane dell'indice Fortune500: «*activists who focus on long-term value creation sometimes do offer better strategies than management. In those cases, BlackRock's corporate governance team will support activist plans*» (cfr. TURNER, *Here is the Letter the World's Largest Investor, BlackRock CEO Larry Fink, Just Sent to CEOs Everywhere*, in *Business Insider*, 2 febbraio 2016, http://www.businessinsider.com/blackrock-ceo-larry-fink-letter-to-sp- 500-ceos-2016-2 (citando testualmente la lettera di Fink).

[630] *Ibidem*.

[631] Cfr. FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., p. 14: «*the changes that have occurred in corporate production and the role of shareholders have increasingly blurred the line between the VC context and the public cooperation context, with the result that many public corporations are also moving from a confrontational model to a collaborative one*».

[632] Su tutti, per un commento che sottolinea questo particolare aspetto, si veda MAHTANI, *Telecom Italia Vote Shows How Activists and Passive Investors Can Work Together*, in *Columbia Law School Blue Sky Blog*, 16 maggio 2018, https://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/05/16/telecom-italia-vote-shows-how-activists-and-passive-investors-can-work-together/. Altri esempi sono riportati in BELCREDI, ENRIQUES, *op. ult. cit.*, p. 996-97, ed EREDE, *Governing Corporations*, op. cit., p. 365 e ss. Un esempio più scolastico, ma altrettanto eloquente, è quello di Pierre Du Pont e dell'investimento in General Motors negli anni venti del secolo scorso (riportato in dettaglio, tra gli altri, da ROCK, *Controlling the Dark Side*, op. cit., p. 995 e ss.).

[633] Cfr. HAMDANI, HANNES, *op. ult. cit.*, p. 995 e ss.: «*[t]his [implementing strategy or operational changes] in turn requires directors with access to the company's nonpublic information and the ability to share this information with the activist fund for deeper analysis and consultation*».

dettagliare *ex ante* le proposte che intendono implementare, specie in sede di *settlement agreement*, il che implica la necessità che il cambiamento sia operato tramite un attività costante *ex post*, al cui fine viene negoziata la nomina di alcuni *insider* nel consiglio[634]. In secondo luogo, vi è una ragione pratica. L'efficienza che l'intervento dei fondi attivisti può apportare all'emittente si apprezza a fronte di un contesto in cui è ormai largamente prevalente il modello del c.d. *monitoring board*, in cui le competenze gestionali sono sempre più delegate ai singoli componenti esecutivi e al *senior management* (CFO, COO, CIO, etc.) che spesso non siede neppure in consiglio, ma dove la stessa funzione di supervisione del consiglio è ostacolata nei fatti dalla presenza di un crescente numero di amministratori indipendenti. Tale modello, da tempo dominante nelle società quotate statunitensi e inglesi[635] sta progressivamente trovando spazio anche in Italia[636].

---

[634] Cfr. BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, op. cit., p. 20-21, citando la teoria di HART, *Incomplete Contracts and Control*, in *American Economic Review*, 2017, p. 1731 e ss. Il «contratto incompleto» si contrappone al «contratto completo», cioè il contratto dove qualsiasi cosa che possa succedere dopo la conclusione del contratto, inerente all'oggetto dello stesso, è disciplinata nel contratto stesso. La teoria originale dell'autore muove dalla constatazione che nella realtà i contratti sono ben lontani dal modello "ideale" del contratto completo: «[*t*]*hey are poorly worded, ambiguous, and leave out important things. They are incomplete*». L'attribuzione del diritto di decidere la disciplina non prevista dal contratto incompleto (*residual control right*) assume in questi casi un rilievo cruciale ed è suscettibile di una valutazione in termini efficientistici (esiste cioè un'allocazione ottimale di tali diritti, come ogni altro): esso coincide, nella normalità dei rapporti commerciali, con il diritto di proprietà sui beni oggetto del contratto. Nelle relazioni aventi ad oggetto «*non-human assets*», quali quelle di investimento, l'incompletezza del contratto è fonte di potere contrattuale: tuttavia, le negoziazioni *ex post* (cioè dopo il verificarsi dell'evento non previsto) distruggono il valore degli investimenti *ex ante* (fondati sull'ignoranza *ex ante* della realizzazione dell'evento in questione). La conseguenza pratica è che, là dove le circostanze facciano ritenere che vi sia una ragionevole probabilità che il contratto non sia in grado di prevedere eventi futuri significativi (come è nel caso, ad esempio, delle strategie che il fondo attivista vorrà che il *board* della società bersaglio ponga in essere a seguito del *settlement agreement*), le parti hanno un incentivo razionale a non concluderlo nei termini "rigidi" che lo renderebbero incompleto. Da qui, con riferimento alle ipotesi in esame, la preferenza per i *board settlement agreement*, che di fatto consentono di mantenere sostanzialmente inalterato l'equilibrio dei poteri negoziali tra prima e dopo la firma del contratto. Secondo COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 397 e ss., invece, la ragione, più che alla teoria del contratto incompleto, dovrebbe essere ricondotta al fatto che i doveri fiduciari degli amministratori non possono essere vincolati in forma contrattuale.

[635] Negli Stati Uniti, tale modello si è sviluppato nella prassi e per lungo tempo non ha trovato riscontro nelle disposizioni positive (cfr. EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations*, New York, 2000): ancora oggi, l'art. 14.1 del *General Corporation Law del Delaware* formalmente prevede che il potere amministrativo sia esclusivamente concentrato nel *board* (in senso analogo anche l'art. 70 Table A delle *Companies Regulations* del *Companies Act* del 1985 e la section 8.01 dell'*American Bar Association's Revised Model Business Corporation Act* (1984)). Il sistema inglese è in gran parte simile a quello americano, ma si caratterizza per una minore centralità degli amministratori indipendenti, dovuta, almeno storicamente, alla presenza di *blockholder* più influenti, capaci di esercitare maggiore controllo nelle società inglesi, nonché di un sistema di regole comunque più favorevole agli azionisti (cfr. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118 *Harvard Law Review*, 2005, p. 847-850). Negli ultimi anni si osservano sviluppi anche negli Stati Uniti che tendono in questa direzione (cfr., ad esempio, HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in 22 *The Review of Financial Studies*, 2009, p. 1377 e ss., e soprattutto, GILSON, GORDON, *Agency Capitalism*, op. cit., p. 32 e ss.).

[636] Ferma restando l'osservazione, ancora oggi attuale, che tale modello fatica a trovare spazio in ordinamenti a prevalente proprietà concentrata (cfr. PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., spec. 110 e ss.), si assiste negli ultimi anni a un processo di deconcentrazione (rispetto all'egemonia dell'azionista di controllo) degli assetti proprietari di alcune società, specie di maggiori dimensioni od operanti in settori soggetti a particolari

Il *monitoring board* è caratterizzato, tra le altre cose, dalla presenza dominante, se non totalizzante, di amministratori indipendenti *part-time*, di spiccata professionalità e reputazione ma generalmente poco conoscitori del *business* specifico della società, che sono perciò dipendenti dal *senior management* della società, che gli stessi dovrebbero monitorare, per la provvista di informazioni necessarie per svolgere la propria attività[637]. Gli amministratori nominati dagli attivisti, per contro, sono sostanzialmente immuni a tali problemi e possono avvalersi delle analisi di *back-office* fornite dallo sponsor e quindi mitigare gli effetti di "cattura" del *board*, colmandone l'asimmetria informativa dello stesso rispetto al *management* e incrementando le capacità di effettivo monitoraggio[638].

Al tempo stesso, né il fondo né gli amministratori designati possono, singolarmente, compiere scelte strategiche più efficienti degli *insider* sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili. Per raggiungere tale obiettivo, sono necessari, da un lato, una qualche forma di collaborazione tra società e fondo ma, soprattutto, un dialogo continuo con gli amministratori designati, che fornisca a quest'ultimo le base informativa necessaria per elaborare la strategia migliore[639]. Tale flusso di informazioni tende ad essere, il più delle volte, bidirezionale, ma particolare rilievo assumono le comunicazioni ascendenti, per le ragioni appena esposte[640]. Inoltre, le informazioni oggetto di comunicazione riguardano aspetti strategici dell'emittente e, il più delle volte, possono avere natura di informazioni privilegiate. Per tali ragioni, gli emittenti cercano di contrattare, specie in sede di *settlement*, un divieto per gli amministratori di nuova nomina del fondo di condividere informazioni con lo *sponsor*, il che va di pari passo con la natura più o meno collaborativa dell'iniziativa attivista. Tuttavia, accade non di rado che i fondi prevalgano nella negoziazione di tale clausola o che tale previsione non trovi applicazione per assenza di una contrattazione privata tra le parti, come nel caso in cui le nomine siano ottenute a seguito di *proxy fight*. In tutti questi casi, l'interesse dell'emittente e del fondo convergono per lo meno sulla necessità che lo scambio di informazioni avvenga in forma riservata, e dunque selettiva. Da un lato, l'emittente ha la necessità che le informazioni non siano diffuse al pubblico, per paura che i propri *competitor* se ne approprino senza costi. Dall'altro lato, i fondi attivisti vogliono evitare la dispersione del valore delle informazioni proprietarie sviluppate nello studio della strategie, che tipicamente nelle ipotesi di

---

trasformazioni, come quello bancario, e di parziale riconcentrazione (in mano ai grandi investitori istituzionali), che favorisce l'insorgenza, in via di fatto, come accaduto a suo tempo negli Stati Uniti (cfr., per tutti, EISENBERG, *Corporations*, op. cit.), di assetti organizzativi che si ispirano e si avvicinano al *monitoring board*.

[637] Per una disamina approfondita dei problemi del *monitoring board* si veda *infra*, capitolo quinto, paragrafo 1.1.

[638] KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 22, 31-32.

[639] Alcuni studi recenti si sono occupati di questo aspetto, seppure sotto profili diversi: cfr. LASTER, ZEBERCKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 33 e ss.; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 19 e ss.; FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., spec. p. 23-30; GORDON-GILSON, *Board 3.0*, op. cit., p. 351 e ss.; HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., p. 971 e ss.

[640] Tra l'altro, il più delle volte la comunicazione discendente non è formalizzata, dal momento che i soggetti collocati nei *board* sono in molti casi dirigenti apicali del fondo stesso (cfr. LASTER, ZEBERCKIEWICZ, *op. ult. cit.*, p. 49).

strategic activism è anche maggiore del normale[641].

Una recente dottrina ha sostenuto che l'attivismo strategico collaborativo arrechi effetti migliori, in termini di efficienza, non soltanto rispetto all'attivismo ostile ma anche rispetto alle ipotesi di assenza di qualsiasi attivismo. Ciò dipenderebbe, in sostanza, dal fatto che il *board* e i fondi attivisti possiedono informazioni diverse e complementari in merito al *business* della società medesima[642]. È ragionevole pensare che, come accennato in precedenza, l'emittente soltanto sia in possesso di informazioni riservate riguardanti aspetti industriali e operativi del *business* (quali ad esempio, le specifiche tecniche riguardanti i prodotti e i servizi, i costi di produzione e di approvvigionamento di specifiche componenti, etc.). Per contro, i fondi attivisti hanno competenze specifiche e maggiori risorse, per svolgere ricerche di mercato e formulare strategie in maniera più efficiente di molti *manager* aziendali. Inoltre, tale modello di attivismo consente di risparmiare buona parte degli ingenti costi, di natura strettamente transattiva, tipici delle campagne ostili[643].

Le osservazioni svolte in questo paragrafo consentono di formulare alcune considerazioni di sintesi in merito al quesito principale cui si deve dare risposta (*i.e.* le comunicazioni selettive sono *necessarie* per lo sviluppo dell'attivismo?). Le comunicazioni selettive tra emittente e fondi sono sempre più frequenti nel contesto dell'attivismo e, per diverse ragioni, rappresentano un elemento ormai necessario e imprescindibile, direttamente o indirettamente, affinché i fondi godano di incentivi sufficienti ad essere attivisti. L'importanza di tale fattispecie è ancora maggiore nelle ipotesi di *strategic activism*, che si mostrano maggiormente in linea con gli obiettivi dell'agenda europea in materia di *corporate governance*. Effetti analoghi non sarebbero conseguibili mediante un sistema di *public disclosure* che imponesse agli emittenti di scegliere la tra non comunicare del tutto con i fondi oppure di rendere pubblica qualsiasi informazione privilegiata condivisa con gli stessi: sia perché la selettività consente di per sé di non disperdere incentivi all'attivismo, sia perché a condizioni diverse gli emittenti stessi non sarebbero disponibili a fornire le medesime informazioni, stante la rilevanza strategica, per paura di subire uno svantaggio competitivo. Nel complesso, quindi, le comunicazioni selettive rivestono un ruolo fondamentale nel fornire incentivi sufficienti per i fondi specializzati a intraprendere iniziative attiviste; e ciò con riferimento sia al modello operativo di attivismo attualmente prevalente sia, ed anzi ancor di più, a quello che prevedibilmente diventerà dominante nel prossimo futuro.

Al tempo stesso, l'analisi condotta in questo e nel precedente paragrafo ha toccato, per ora soltanto incidentalmente, alcuni profili problematici di assoluto rilievo che possono derivare dall'ammettere legittimamente comunicazioni selettive con i fondi attivisti. In particolare, se ne possono segnalare tre principali. Il primo problema riguarda il rischio che gli attivisti utilizzino le

---

[641] Ciò per la duplice ragione che, da un lato, sono risparmiati gli ingenti costi di esecuzione tipici di un'iniziativa ostile e, dall'altro lato, l'elaborazione di una strategia più granulare richiede una componente di studio e analisi preventiva più approfondita, per comprendere la bontà dell'investimento. Ad esempio, con riferimento all'intervento "collaborativo" di Value Act su Microsoft nel 2013, il fondo aveva condotto una ricerca *di mesi* per evidenziare quali fossero le debolezze strategiche della società, prima di proporre un *settlement agreement* alla medesima (come riportato da FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., p. 28).

[642] FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., p. 35 e ss.

[643] Si veda *supra*, nota 564 e nel testo.

informazioni ricevute a proprio esclusivo vantaggio, con ripercussioni negative sul sistema. L'ipotesi più significativa in questo senso (almeno in astratto) è quella in cui i fondi utilizzino le informazioni a scopo di *trading*. Il secondo problema è legato alla collusione tra i fondi e il *management* dell'emittente, in cui lo scambio di informazioni sia lo strumento per realizzare un *quid pro quo* tra le parti, che tuttavia può non beneficiare l'emittente e certamente non gli altri azionisti. Tali ipotesi sono riconducibili al problema più generale del *dark relational investing*. Infine, un ultimo problema deriva dal fatto che gli interessi dei fondi attivisti non sono allineati (o non sempre) con quelli dell'emittente e degli altri azionisti, il che comporta significative ripercussioni sul ruolo fiduciario degli amministratori designati e, indirettamente, sulla legittimità delle comunicazioni selettive con gli sponsor nelle ipotesi in cui siano in concreto destinate al soddisfacimento di interessi confliggenti con l'interesse sociale.

Tuttavia, mi pare che tali problematiche, di assoluto rilievo teorico e pratico, non valgano a mettere in discussione la centralità che le comunicazioni selettive rivestono per uno sviluppo *fisiologico* dell'attivismo. Come per altri fenomeni del diritto societario, l'esistenza di possibili degenerazioni patologiche del fenomeno, la cui concreta portata è comunque ancora da dimostrare nel caso di specie, non è sufficiente per fondare un giudizio negativo sul fenomeno in sé, né tantomeno conclusiva per dichiarare l'illegittimità delle comunicazioni selettive *tout court*.

4. I dialoghi selettivi con gli istituzionali quale strumento per favorire la *stewardship*

In precedenza si è avuto modo di illustrare il problema della *rational reticence* degli investitori istituzionali e del perché essi tendono ad esprimere un livello di *engagement* sub-ottimale in un'ottica di sistema[644]. Tale problema affligge, seppure per ragioni solo parzialmente analoghe e con diversa intensità, non soltanto i fondi *actively managed* (che investono secondo strategie di *stock picking*), ma anche i fondi passivi, fondamentalmente per ragioni competitive e di costi[645]. Con riferimento a questi ultimi, sebbene l'estrema diversificazione del portafoglio e il conseguente orizzonte temporale, che fa di essi dei «*permanent shareholder*», possa in teoria esercitare una qualche forma di incentivo all'*engagement*[646], le conclusioni sono sostanzialmente assimilabili in via di approssimazione.

Ciò detto, iniziative di *engagement* di qualche genere da parte di questo tipo di investitori sono ormai osservabili in tutti i mercati con un andamento crescente, sebbene al di sotto dei livelli

[644] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafi 3.1 e 3.2.

[645] Su questo specifico punto si veda, in particolare, STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 831, che evidenzia come la ragione principale alla base dello scarso *engagement* dei fondi passivi è legata ai costi di tale attività.

[646] Cfr. BIOY ET AL., *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*, dicembre 2017, https://www.morningstar.com/lp/passive-providers-active-approach, p. 3; APPEL ET. AL., *Passive investors, not passive owners*, in 121 *Journal of Financial Economics*, 2016, p. 113-114. Come sottolineato da William McNabb III, CEO e Presidente di Vanguard, i grandi fondi indicizzati agiscono come «*permanent shareholder*», con un orizzonte di lungo periodo pressoché perpetuo: per tali ragioni essi non sono interessati a gestire le società partecipate, quando piuttosto a monitorarne l'operato e ad instaurare assetti di *governance* che siano allineati con i loro orizzonti temporali di investimento (cfr. MCNABB III, *Getting to Know You*, op. cit.).

auspicati dal legislatore. Un importante studio pubblicato di recente da The Conference Board evidenzia come negli Stati Uniti più del 50% dei *mutual fund* abbia dichiarato di aver svolto attività di *engagement* nei dodici mesi precedenti il sondaggio[647]. Analogamente, altri studi recenti hanno evidenziato un crescente interesse da parte dei principali investitori istituzionali a dedicare risorse all'attività di *stewardship*[648]. Tali dati, tutt'altro che privi di significato, non devono però trarre in inganno circa la portata reale del fenomeno.

A tal proposito, è utile richiamare la tassonomia introdotta da un autore, in merito alle diverse tipologie di *engagement* e al relativo impatto. In particolare, è possibile distinguere tra tre principali categorie di iniziative, così definite: *compliance*, *intervention* e *stewardship*[649]. La prima categoria descrive ipotesi di coinvolgimento estremamente limitato, che tipicamente si identifica con i comportamenti minimi che le norme regolamentari o i doveri fiduciari pongono in capo ai gestori dei fondi. E' il caso, ad esempio, delle norme che impongono di esprimere un voto nelle assemblee delle società partecipate, o di adottare una qualche *voting policy*[650]. In queste ipotesi, i comportamenti tenuti dagli investitori sono volti al rispetto di tali regole con il minor costo possibile: il che si risolve, ad esempio, nel voto sistematico a favore del *management* o in osservanza pedissequa delle indicazioni dei *proxy advisor*[651].

La seconda categoria identifica un novero ampio e variegato di iniziative, accomunate dalla caratteristica di intervenire in maniera più incisiva ma limitata a specifici aspetti delle società partecipate. Ciò può riguardare sia situazioni di difficoltà contingente sia profili settoriali, come ad esempio le *dividend policy* o i temi ESG. Le iniziative di questo tipo sono generalmente giustificate da situazioni occasionali che spingono gli investitori a intervenire *una tantum* per cercare di rimediare a problematiche contingenti dell'emittente. Tra l'altro, alcuni gestori di attivi cominciano a offrire sul mercato fondi espressamente dedicati all'intervento su temi specifici, in particolare in tema ESG.

La terza tipologia di *engagement* presuppone forme di intervento stabili e strutturali, nonché un dialogo costante e costruttivo con le società partecipate. La nozione di *stewardship*, che al suo

---

[647] Cfr. GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices*, op. cit., p. 8, commentato da ID., *Board-Shareholder Engagement Practices*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 30 dicembre 2019.

[648] Tale tendenza vale, trasversalmente, per tutti i grandi gestori (cfr. ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., p. 368-69), in considerazione del fatto che essi gestiscono sia fondi *actively managed* sia *index fund* (cfr. tuttavia BIOY ET AL., *op. ult. cit.*, p. 16, che evidenzia come i fondi passivi spesso non si avvantaggino in concreto dell'attività svolta dagli *stewardship team* che si occupano della gestione dei fondi attivi). Con riferimento a questi ultimi, in particolare, si registra una recente tendenza all'incremento delle risorse destinate alle attività di *stewardship*, alle quali sono tuttavia destinate risorse ancora insufficienti (BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit. p. 46-54).

[649] WINTER, *Shareholder Engagement*, op. cit., p. 12-16.

[650] Negli Stati Uniti, si veda quanto previsto dalla Department of Labor's Avon Letter del 1988 e dalla SEC Rule 206(4)-6 (si veda *supra*, nota 147). Analogamente, le nuove regole recentemente introdotte dalla revisione della Direttiva *Shareholder Rights* in Europa prevedono l'obbligo per gli investitori istituzionali di pubblicare le proprie *policy* in materia di voto e di *stewardship*, con l'obiettivo, indirettamente, di incentivarne l'esercizio, esponendo i gestori alla "pressione" dei propri clienti (cfr. LUND, *The Case Against*, op. cit., p. 527: «*if the institution is perceived as being an involved and engaged steward, that will help funds attract assets and clients, especially from pension funds […] or other groups that view governance as a priority*»).

[651] Cfr. STRAMPELLI, *Are Passive Index*, op. cit., p. 819-22, ove ulteriori riferimenti.

interno a sua volta include un ampio ed eterogeneo novero di comportamenti e misure, implica un'attività di affiancamento e, in alcuni casi, di guida da parte degli investitori istituzionali nei confronti delle società partecipate, che dovrebbe avviarle verso comportamenti sostenibili nel lungo periodo[652]. In questo senso, il concetto di *stewardship* tende a identificarsi con quello di "monitoraggio", da intendersi però in un'accezione ampia, sull'attività dell'organo gestorio e del *management*[653].

La tabella in Figura 2 offre un'immagine sinottica dei principali ambiti di intervento nei quali si registrano iniziative di *engagement* da parte degli investitori istituzionali, gli strumenti di intervento generalmente utilizzati e i possibili esiti dei medesimi.

Occorre premettere che tale rappresentazione ha una valenza esclusivamente qualitativa, mentre l'effettiva ricorrenza, sotto il profilo della distribuzione di frequenza, delle ipotesi ivi riportate è in concreto tutt'altro che omogenea. Al contrario, numerose fonti riferiscono, in maniera conforme, di una sostanziale predilezione degli investitori istituzionali per forme di *engagement* a minor costo (c.d. *low cost engagement*), ma al tempo stesso meno incisive: in molti casi, infatti, gli investitori tendono a limitarsi a iniziative di tipo *compliance* o, al più, *intervention*, oltretutto con frequenze saltuarie[654]. Inoltre, anche per quanto riguarda gli ambiti di intervento, vi è una chiara prevalenza per quelli che richiedono minori costi: le iniziative degli istituzionali sono dunque concentrate sulle tematiche ESG, che ben si prestano all'adozione di *policy* più standardizzate per tutte le società in portafogli[655], mentre raramente riguardano questioni strategiche legate al *business* o alla struttura finanziaria dell'emittente, che richiedono analisi specifiche e dunque maggiori costi[656], rispetto alle quali essi tendono a comportarsi come veri investitori passivi.

---

[652] Emblematica in questo senso la dichiarazione contenuta nell'introduzione della nuova versione dello *UK Stewardship Code*, redatto dal Financial Report Council (in vigore dal 2020), p. 4: «*[s]tewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society*».

[653] STRAMPELLI, *Engagement*, op. cit., p. 394.

[654] Cfr. WINTER, *Shareholder Engagement*, op. cit., 13.

[655] Gli investitori istituzionali in generale, e in particolare i fondi passivi (soprattutto di grandi dimensioni), godono di economie di scala che possono ridurre anche significativamente i costi di *engagement*. Al tempo stesso, per poter sfruttare i vantaggi derivanti da tali economie di scala, traducendoli in una maggiore competitività nella struttura delle commissioni, essi possono ricorrere solamente a tipologie di intervento standardizzate e replicabili su larga scala (cfr. FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans of Wall Street*, op. cit., p. 38-39). Ad esempio, gli investitori istituzionali tendono a votare sistematicamente a favore dell'eliminazione di previsioni *anti-takeover* negli statuti delle società partecipate, al fine di creare migliori *chance* per la contendibilità del controllo, che possono incrementare il valore delle azioni.

[656] Cfr. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 823 e 825; FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *op. ult. cit.*, in tutto il testo ma spec. p. 37; SCHMIDT, FAHLENBRACH, *Do exogenous changes*, op. cit., p. 287.

Materie	**Strumenti**	**Esiti**
Remunerazione degli amministratori esecutivi	Incontri occasionali su specifiche esigenze	Incremento di *public disclosure* su un dato tema
▪ remunerazione (base e bonus)	Incontri telefonici e scambi di email	Modifica delle prassi aziendali/organizzative
▪ piani di incentivazione	Incontri periodici	Cambio nel *proxy vote* (solo USA)
▪ *corporate benefit*	*Say-on-pay* in sede assembleare	Nomina di uno o più amministratori
▪ accordi "*golden parachute*"	Espressione del voto assembleare	Approvazione / rigetto proposta (propria/altrui)
▪ limiti e *disclosure* della remunerazione	Proposte di voto	Sviluppo di un dialogo e collaborazione costante
Environmental Social and Governance (ESG)		
▪ report su sostenibilità		
▪ diritti umani/lavoro/salute		
▪ *disclosure* su attività di *lobbying*		
Corporate governance		
▪ dimensione del *board* e composizione		
▪ qualifiche e requisiti amministratori		
▪ modalità di elezione e voto		
▪ separazione CEO/Presidente		
▪ *lead independent director*		
▪ misure anti-*takeover*		
▪ modalità di deliberazione		
Operazioni strategiche (su capitale o *asset*)		
▪ M&A o *joint venture*		
▪ vendita/scorporo di *asset*		
▪ dividendi e riacquisto di azioni		
▪ ricapitalizzazioni		
▪ politica di investimento (e.g. R&D)		
Significativi eventi societari		
Performance finanziaria e strategia		

Figura 2 (fonte: elaborazione di sintesi su dati pubblicati da GATTI, TONELLO, Board-Shareholder Engagement, op. cit., e PWC-WEIL, Director dialogue, op. cit.)

Ciò non significa, ovviamente, che gli investitori istituzionali non possano esprimere, anche allo stato, forme di *engagement* comunque rilevanti e di impatto positivo per gli emittenti. In particolare, essi sono in grado di produrre efficienza, attraverso i seguenti principali canali: (*a*) attraverso iniziative di *engagement* a "basso costo", come ad esempio il voto su alcune materie di *corporate governance* (*e.g.* politiche di remunerazione) e sui temi ESG, che meglio si prestano a strategie di voto standardizzato[657]; (*b*) controllando la veridicità delle informazioni che il *management* fornisce al mercato[658]; (*c*) fornendo supporto in vista di operazioni straordinarie, ad esempio tramite il meccanismo dei c.d. sondaggi di mercato, così riducendo il costo dell'incertezza per gli emittenti, e più in generale in situazioni eccezionali di difficoltà[659]; (*d*) svolgendo attività di *gatekeeping* nei confronti dell'iniziative attiviste più aggressive e orientate a una logica maggiormente predatoria[660]. Inoltre, gli emittenti che intrattengono buone e durevoli relazioni con gli investitori istituzionali possono contare su sul supporto finanziario di questi ultimi laddove dovessero incorrere in un periodo di particolare difficoltà[661].

4.1 Il "problema" delle comunicazioni selettive nel contesto dell'attività di *stewardship*

Uno degli strumenti fondamentali attraverso cui gli investitori istituzionali esercitano un'attività di *stewardship* è proprio quello dei dialoghi riservati con gli emittenti. Sono infatti sempre più frequenti le occasioni di interazione a porte chiuse tra alcuni esponenti del consiglio di amministrazione e gli investitori istituzionali più rilevanti su diverse questioni riguardanti l'emittente. Si tratta generalmente di incontri di persona o tramite strumenti di comunicazione plurilaterali (audio o video *conference call*), su base non ricorrente (o comunque non a scadenze fisse), che coinvolgono alcuni degli esponenti di più alto grado di entrambe le parti. In particolare, senza pretesa di esclusività, oggetto di riferimento nella presente trattazione saranno gli incontri nei quali il dialogo implica una comunicazione bilaterale (c.d. *two-way*) tra emittente e investitori, in quanto presenta maggiori profili problematici rispetto alla disciplina qui in esame.

Tali occasioni di dialogo offrono agli investitori la possibilità di comunicare le priorità della propria agenda e di suggerire cambiamenti in linea con essa. Dall'altro lato, gli amministratori acquisiscono in anticipo il parere degli azionisti di maggior peso su alcuni temi e possono eventualmente apportare modifiche alla propria linea di azione in maniera coerente. Inoltre, essi possono

---

[657] Cfr., per tutti, lo studio di DYCK ET AL., *Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence*, in 131 *Journal of Financial Economics*, 2018, p. 693 e ss., condotto su di un campione di società di 45 Paesi, lungo il periodo 2004-2013, il quale individua una correlazione positiva tra *institutional ownership* e andamento dei valori ESG nelle società partecipate, rilevando che «*firms are stepping up their E&S performance because investors are asking for it*». Tale effetto è maggiore per gli investitori istituzionali provenienti da ordinamenti dove il contesto sociale e culturale è maggiormente attento alle tematiche in questione.

[658] BENGTZEN, *Private Investor Meetings*, op. cit., p. 63-64.

[659] FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 834 («*effective shareholder engagement can translate into shareholder support in times of turmoil*»).

[660] GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., spec. 897-98; FAIRFAX, *op. ult. cit.*, p. 833-34.

[661] BENGTZEN, *op. ult. cit.*, p. 52-53.

cogliere l'opportunità per spiegare, con maggiore dettaglio o con anticipo rispetto a quanto sarebbe consentito in pubblico, le ragioni di determinare scelte, al fine di persuadere gli investitori della bontà delle medesime. Nel complesso, i dialoghi consentono senz'altro agli investitori di far sentire la propria voce ma soprattutto di evitare, laddove è possibile, forme di attivismo più aggressive e più costose per entrambe le parti in gioco[662]. In questo senso, il fenomeno dei dialoghi con gli investitori va ad affiancarsi e in parte a sovrapporsi, riducendone l'influenza, alla funzione di c.d. *investor relations*, dalla quale si distingue però per modalità, soggetti coinvolti e, in buona parte, anche obiettivi[663].

Tale strumento catalizza le preferenze di un crescente numero di investitori, al punto da essere diventato il fondamento dei programmi di *stewardship* di molti fondi[664], ed è altresì fortemente incentivato dai *policymaker*[665]. Rispetto al *private engagement* di cui si è parlato in precedenza con riferimento ai fondi attivisti, siamo di fronte a un fenomeno che presenta significative differenze: sebbene le condotte in questione (i dialoghi) non siano di per sé particolarmente diverse, ciò che ne modifica significativamente la funzione è il fatto che tali dialoghi risentano dei diversi obiettivi degli investitori istituzionali e, soprattutto, della portata più limitata, in generale, della propensione all'*engagement* di questi ultimi. È sintomatico, in questo senso, che per la maggioranza degli investitori tali dialoghi si concentrino quasi esclusivamente su questioni di *corporate governance*[666]. Al tempo stesso, trattandosi di un dialogo tendenzialmente collaborativo e meno incisivo (tanto con riferimento ai temi trattati che alle modalità), esso è generalmente visto positivamente anche dagli emittenti. Tale forma di *engagement*, infatti, nella misura in cui consente di superare l'approccio di "*check the box*"[667] altrimenti tipico degli investitori istituzionali, e al tempo stesso di legare maggiormente gli interessi di questi ultimi ai risultati di uno specifico emittente, per il tramite dei costi di *stewardship* che, per quanto limitati, richiede di sostenere, risulta desiderabile anche in una prospettiva più generale.

La prassi dei dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali, diversamente da quanto accade

---

[662] Cfr. YOCKEY, *On the Role and Regulation of Private Negotiations in Governance*, in 61 *South Carolina Law Review*, 2009, p. 197-205; FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 823 («*failing to effectively engage shareholders may be a more costly option than enhancing board-shareholder engagement*»).

[663] Cfr. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 193-95.

[664] Cfr. BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., p. 54-57, spec. nota 140, i quali riferiscono che alcuni grandi fondi come BlackRock e Vanguard preferiscono lo strumento del *private engagement* rispetto a quello del voto assembleare, ritenendolo più efficace.

[665] STRAMPELLI, *Engagement*, op. cit., p. 394.

[666] Cfr. il sondaggio condotto da PWC-WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 7, dove le materie ritenute più appropriate per tali dialoghi sono le seguenti: *governance policy*, la remunerazione degli amministratori e dirigenti e le nomine. Al contrario, questioni riguardanti la gestione della società, quali la strategia imprenditoriale, la struttura finanziaria e la natura degli impieghi sono considerate «*not appropriate*» per una discussione in tale sede dalla maggioranza degli intervistati. Riscontri coerenti si rinvengono anche nell'ultimo report elaborato da Assogestioni sull'implementazione dei Principi italiani di *stewardship* (cfr. ASSOGESTIONI, EY, *Principi Italiani di Stewardship. Monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi Italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle Società quotate*, Report 2018, https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/report_stewardship_20191209.pdf, p. 8, figura 4), nonostante il campione molto limitato di società partecipanti all'indagine.

[667] ROCK, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, in 97 *Cornell Law Review*, 2012, p. 897.

nel caso dei fondi attivisti, trova altresì riconoscimento legislativo in numerosi corpi di *soft law* e indirettamente nella direttiva *Shareholder Rights*, come recentemente modificata[668]. In particolare, in numerosi codici di *stewardship* e in alcuni codici di autodisciplina tali dialoghi sono oggetto non soltanto di regolamentazione ma anche di vere e proprie "raccomandazioni"[669]. Il tema dei dialoghi tra emittenti e azionisti è menzionato nei codici di autodisciplina di Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Olanda, Portogallo, Spagna e Regno Unito. In alcuni di questi (Belgio e Spagna), inoltre, si fa riferimento specifico al caso in cui riguardino gli investitori istituzionali. In un numero limitato di casi, è prevista la raccomandazione di dotarsi di specifiche *policy* in proposito[670] e/o sono individuate le materie sulle quali vertono tali dialoghi[671]. Vi sono inoltre ipotesi in cui associazioni di categoria definiscono protocolli di comportamento, ad adesione volontaria, che prevedono in maniera dettagliata le modalità attuative secondo cui dovrebbero svolgersi i dialoghi con tali soci[672].

Indicazioni e regole ancora più precise sono previste al riguardo dai codici di *stewardship*, specificamente destinati agli investitori istituzionali e redatti da associazioni ed enti del settore. In generale, tutti i principali codici di *stewardship* predispongono una serie di norme procedurali, pur

---

[668] Cfr. considerando 16, dove tra gli obiettivi perseguiti figura quello di «facilitare il dialogo tra le società e i loro azionisti». Inoltre, la politica di impegno che gli investitori istituzionali sono tenuti a redigere e pubblicare ai sensi dell'art. 3-*octies* della Direttiva deve includere, tra le altre cose, le modalità con cui essi dialogano con le società partecipate.

[669] Emblematico in questo senso quanto previsto dallo *UK Corporate Governance Code*, dove dispone espressamente che «*[i]n addition to formal general meetings, the chair should seek regular engagement with major shareholders in order to understand their views on governance and performance against the strategy. Committee chairs should seek engagement with shareholders on significant matters related to their areas of responsibility*» (principio 1, provision 3): ciò viene posto in stretta relazione con l'obbligo per il *board* di perseguire uno sviluppo sostenibile nel lungo termine.

[670] Cfr, ad esempio, il *2020 Belgian Code on Corporate Governance*, paragrafi 8.8 («*[t]he company should discuss with institutional investors the implementation of their policy on the exercise of institutional investors' voting rights and […] ask […] for explanations for their voting behavior*») e 8.9 («*The board should encourage shareholders, and in particular, institutional investors to communicate their evaluation of the company corporate governance prior to the general shareholders' meeting*»); le *Recommendations on corporate governance* danesi del 2017, par. 1.1 («*The company's dialogue with its shareholders may be summarized in an Investor Relations Strategy that inter alia indicates the type of information to be published*»); il *Corporate governance code* francese del 2018, par. 4.1 («*[i]t is up to each Board of Directors to define the company's financial disclosure policy*»); il nuovo codice di autodisciplina italiano, in vigore dall'esercizio 2021, art. 1, raccomandazione 3 («*[l]'organo di amministrazione […] adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di* engagement *adottate dagli investitori istituzionali*»). Formulazioni sostanzialmente analoghe si rinvengono anche nei codici di autodisciplina adottati da Olanda (*The Dutch Corporate Governance Code*, 2016, par. 4.2.2), Portogallo (*Corporate governance code*, 2018, par. I.1), Spagna (*Good governance code for listed companies*, 2015, principle 4) e Regno Unito (*The UK Corporate Governance Code*, 2018, principle 1, provision 4).

[671] E' il caso dei codici di autodisciplina di Belgio, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. Tra le materie oggetto di dialoghi figurano, in primo luogo, quelle attinenti alla *corporate governance* (in tutti gli esempi considerati) e, in alcuni casi, anche la strategia operativa (Francia, Spagna e Regno Unito), i risultati finanziari (Francia) e i temi ESG (Francia e Germania, ma nella versione previgente del 2017).

[672] Si veda, negli Stati Uniti, lo *SDX Protocol* redatto nel 2014 dallo *Shareholder-director Exchange*, un gruppo di lavoro composto da amministratori indipendenti e rappresentanti di alcuni dei principali gruppi multinazionali e investitori istituzionali, e indirizzato agli emittenti (THE SHAREHOLDER-DIRECTOR EXCHANGE, *Introduction and Exchange Protocol*, 2014, http://www.sdxprotocol.com/what-is-the-sdx-protocol).

non vincolanti, volte a raccomandare particolari modalità cui gli investitori dovrebbero attenersi nel dialogare con le società partecipate, inclusa, in molti casi, l'indicazione dei soggetti con i quali è opportuno rapportarsi[673]. Inoltre, sia l'*EFAMA Code for external governance*, sul quale sono modellati molti codici di *stewardship* europei, incluso quello italiano, sia lo *UK Stewardship Code*, nella nuova versione in vigore dal 2020, raccomandano la redazione di uno *stewardship statement*, nel quale gli investitori istituzionali devono indicare preventivamente la disponibilità a intrattenere dialoghi con l'emittente, su quali materie e quali informazioni sono disponibili a ricevere (con particolare riferimento a quelle aventi natura privilegiata)[674]. Previsioni analoghe sono previste, tra gli altri, nei Principi italiani di *stewardship* di Assogestioni[675]. In alcuni casi si raccomanda, inoltre, che gli investitori istituzionali rendano pubbliche al mercato le attività di *engagement* compiute con riferimento alle società del proprio portafogli, inclusi i dialoghi intrattenuti con il *board* e gli esponenti di queste ultime[676].

Nel complesso, uno dei principali vantaggi dei dialoghi con gli emittenti, quale strumento di *engagement*, è determinato dallo scarso costo e dall'elevata flessibilità con cui i fondi possono modulare l'intensità del loro intervento, che in molti casi si svolge soltanto *una tantum* e solo in circostanze straordinarie[677]. Per contro, ciò rappresenta anche uno dei principali problemi, in una prospettiva più generale, dal momento che comporta una tendenziale scarsa incisività di tali iniziative. Complessivamente, infatti, le risorse destinate dagli investitori istituzionali all'attività di *stewardship* in generale, e ai dialoghi con l'emittente in particolare, sono ancora largamente

---

[673] Cfr. GERMAN INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION, *Guiding principles*, op. cit., guiding principle no. 7; Assogestioni, *Principi italiani di* stewardship, op. cit., principio n. 3; EFAMA, *Code for External Governance*, op. cit., principle no. 3.

[674] Cfr. FRC, *The UK Stewardship Code*, 2012, principle no. 3 («*Institutional investors […] should give a timely explanation to the company, in writing where appropriate, and be prepared to enter a dialogue if they do not accept the company's position […] Institutional investors may not wish to be made insiders. They will expect investee companies and their advisers to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their agreement*»); EFAMA, *op. ult. cit.*, principle no. 1 («*[w]hen the Investment Management Companies have a policy on how they exercise their ownership responsibilities, the policy should include, inter alia […] [h]ow issues around insider information are handled*»).

[675] Cfr. ASSOGESTIONI, *op. ult. cit.*, principio n. 3: «[i]l confronto con i competenti membri, anche di minoranza, degli organi sociali degli emittenti quotati partecipati può costituire una valida forma di intervento e dialogo attivo a condizione che sia svolto all'interno di una procedura organizzata e collegiale che […] preveda espressamente l'impegno di detti componenti degli organi sociali a non divulgare informazioni sensibili o riservate in occasione di tali confronti […] Nell'ambito delle attività di intervento ed engagement, le Società di gestione chiedono agli emittenti quotati partecipati e ai loro consulenti di assicurare che eventuali informazioni che potrebbero compromettere la capacità di negoziare le azioni di detti emittenti non siano comunicate senza preventivo consenso».

[676] È quanto previsto, ad esempio, dagli *stewardship principles* elaborati dall'Investor Stewardship Group statunitense (cfr. ISG, *Stewardship principles*, 2017, https://isgframework.org/, principio B.3) e ora anche dall'art. 3-*octies* della SRD II.

[677] Cfr. THE CONFERENCE BOARD, *Guidelines for Engagement*, Research Report 1541-14-RR, 2014, p. 7 («*[s]uch direct communication is not the routine engagement model for company and investor engagement in the United States, but it is an aspect of engagement that institutional investors expect during special circumstances or relating to specific governance or other matters where they may deem interaction with management to be insufficient or inappropriate*»); nello stesso senso, anche ROCK, *Shareholder Eugenics*, op. cit. p. 895.

sottodimensionate rispetto ai livelli desiderabili, sia per quanto riguarda i fondi attivi, che tendono a lasciare ai fondi passivi tale attività, per ragioni di convenienza e specializzazione[678], ma di fatto anche con riferimento a questi ultimi, dove i dialoghi con gli emittenti coinvolgono, nei casi migliori, una percentuale molto minoritaria delle società partecipate, in quanto trattasi di attività che richiedono un impegno individuale che i *team* dedicati non sono in grado di garantire a ciascun investimento[679]. Da qui nasce anche l'obiettivo, perseguito tramite i codici di *soft law* e ora con la nuova SRD II, di cercare di promuoverne ulteriormente lo sviluppo.

Nel quadro così delineato, il tema delle comunicazioni selettive ha un ruolo di assoluto primo piano, ma per ragioni diverse da quelle analizzate con riferimento al fenomeno dell'attivismo vero e proprio. Nella prospettiva degli investitori, infatti, i dialoghi con gli emittenti recano con sé il rischio di ricevere informazioni privilegiate, e con ciò la potenziale restrizione all'attività di *trading* che ciò comporta, ai sensi delle norme vigenti in materia di *market abuse* in tutti i principali ordinamenti. Su questo punto, nonostante l'opinione di chi in dottrina sostiene che i divieti di *selective disclosure* non costituirebbero un limite ai dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali, tanto negli Stati Uniti sotto la Regulation FD quanto in Europa in relazione al MAR[680], la preoccupazione di questi ultimi rimane molto alta, come traspare da alcune recenti indagini[681].

Le ragioni fondamentali sono due. La prima è l'incertezza interpretativa circa l'(in)applicabilità in merito dei divieti in materia di abusi di mercato. Infatti, è pressoché incontrovertibile che

---

[678] FISCH, HAMDANI, DAVIDOFF, *The New Titans*, op. cit., p. 24 e ss. (ma *contra* QIN, WANG, *Are* Passive *Investors a Challenge to Corporate Governance?*, 23 marzo 2018, https://ssrn.com/abstract=3148309, che oltretutto evidenziano invece un impatto negativo dei fondi passivi sulla *governance* delle società partecipate).

[679] BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., p. 42 e ss.

[680] Con riferimento al contesto normativo statunitense, si vedano, ad esempio, ROCK, *Shareholder Eugenics*, op. cit., p. 898, che afferma che «*regulation FD […] is beside the point*»; FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 834-36; nonché BUSINESS ROUNDTABLE, *Principles of Corporate Governance*, 2016, p. 25 («*[c]ommunications with shareholders are subject to applicable regulations (such as Regulation Fair Disclosure) and company policies on confidentiality and disclosure of information. These regulations and policies, however, should not impede shareholder engagement*»). Tra l'altro, nel 2010, la stessa SEC ha pubblicato un documento interpretativo in cui si precisa che la *Regulation FD* non proibisce i dialoghi tra amministratori e azionisti, a condizione che siano rispettate alcune cautele procedurali, in particolare in presenza di un accordo esplicito di riservatezza o comunque di misure che impediscano che le informazioni comunicate rendano «*reasonably foreseeable that the shareholder will purchase or sell the company's securities on the basis of that information*» (cfr. SEC, *Compliance and disclosure interpretations*, 4 giugno 2010, *question* 101.01). Con riferimento alla disciplina comunitaria, tale posizione è condivisa, ad esempio, da STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 213-219.

[681] Cfr. DAVIS, ALOGNA, *Talking Governance. Board-Shareowner Communications on Executive Compensations*, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Policy Briefing no. 2, 2008, p. 5; BREHENY, *Can We Talk? The Continuing Demand for Shareholder Engagement*, in 14 *Corporate Governance Report*, 4 aprile 2011, p. 1 e 3; LATHAM & WATKINS LLP, *Dangerous Talks? When/How Should Directors Communicate with Shareholders* (secondo cui «*a consensus of opinion has yet to form among commentators with respect to the value and feasibility of director-shareholder communication*»); PWC-WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 14 e ss. («*some directors and board advisors have pointed to Regulation Fair Disclosure's ban on selective disclosure as a key reason to avoid director-shareholder communication*»); GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement*, op. cit., p. 33 e ss. (che mostrano come la regolamentazione, in specie proprio la *Regulation FD*, rappresenti ancora una delle principali ragioni di freno ai dialoghi tra amministratori e azionisti per molte società).

la fattispecie rientri nell'ambito di applicazione tanto della Regulation FD (dove per altro le linee guida interpretative della SEC del 2016 espressamente lo confermano) quanto del MAR (dove è desumibile dalla lettura dell'art. 10): pertanto, lo spazio di legittimità di tale fenomeno è delineato dalle incerte fattispecie di esenzione previste da tale regolamentazione. Poiché, tuttavia, tali esenzioni non sono pensate specificamente per il fenomeno in esame, ne risulta una significativa incertezza interpretativa, che spinge gli operatori a un livello di prudenza superiore a quello idealmente ottimale[682]. In secondo luogo e in maniera più decisiva, va detto che, soprattutto con riferimento al MAR, le esenzioni cui gli autori più permissivi riconducono la legittimità di tali dialoghi non sono in concreto facilmente praticabili. Da un lato, l'obbligo di stipulare un accordo di riservatezza[683] può risultare eccessivamente costoso e vincolante per gli investitori istituzionali[684]. Dall'altro lato, il più generale obbligo di astenersi da ogni attività di *trading* sulla base delle informazioni ricevute[685] può costituire una condizione insormontabile per gli investitori istituzionali *actively managed*, per i quali per altro i ritorni attesi dell'*engagement* sono minori, mentre potrebbe essere di minore impatto per i fondi passivi, che operano secondo logiche da *perpetual shareholder*. Nel contesto comunitario, tale problema è ulteriormente accentuato dal fatto che la disciplina pone a carico di chi riceve le informazioni l'onere di valutare se le informazioni ricevute abbiano o meno natura privilegiata[686], unitamente a una maggiore incertezza circa il regime i casi in cui una decisione di investimento sia presa sulla base di una combinazione di informazioni proprie e ricevute dall'emittente[687].

Tali considerazioni sembrerebbero suggerire, almeno *prima facie*, che i dialoghi tra investitori istituzionali ed emittenti non richiedano, diversamente da quanto detto per il fenomeno dell'attivismo, un canale di comunicazione riservato. Al contrario, proprio tale riservatezza sembrerebbe foriera di particolari problematiche, che spingono gli investitori a ricorrere a tali pratiche con

---

[682] Cfr. DAVIS, ALOGNA, *op. ult. cit.*, p. 5, secondo i quali un intervento di chiarimento dell'autorità di supervisione sulla (non) applicabilità dei divieti di *selective disclosure* ai dialoghi tra amministratori e azionisti consentirebbe di ridurre i costi, soprattutto legali, legati all'incertezza.

[683] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 220.

[684] *Idem*, p. 215-16.

[685] *Idem*, p. 220.

[686] Ad esempio, con riferimento alla disciplina dei sondaggi di mercato, l'art. 11, comma 7, MAR prevede che il soggetto che riceve il sondaggio di mercato valuta autonomamente se è in possesso di informazioni privilegiate o quando cessa di essere in possesso di informazioni privilegiate. Tale principio, che ha lo scopo di responsabilizzare il soggetto destinatario, che dovrà autonomamente valutare la sua natura privilegiata o meno, a prescindere da dall'esito della valutazione fatta dall'emittente (CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 139), ispira più in generale la disciplina delle comunicazioni selettive, a cui, non a caso, alcuni tendono a volere applicare prudentemente la disciplina dei sondaggi (MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 63).

[687] Sebbene tale fattispecie non impinga necessariamente nel divieto di cui all'art. 8 MAR, almeno testualmente (CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 136; STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1056; ID., *I dialoghi*, op. cit., p. 126: anche perché gli amministratori non possono essere tenuti ad anticipare la possibile "unione" da parte dell'azionista delle informazioni comunicate con altre già in suo possesso), rientra tuttavia in un'«area grigia» (ID., *L'informazione societaria*, p. 1056), nella quale chi riceve informazioni (non privilegiate) si trova in una situazione di incertezza in merito alla possibilità di compiere (legittimamente) operazioni di mercato sugli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.

frequenza sub-ottimale. Tale conclusione, tuttavia, appare affrettata. Per comprendere per quali ragioni i dialoghi con gli investitori istituzionali debbano svolgersi in una cornice in cui le comunicazioni selettive sono consentite è necessario considerare che l'*engagement* degli investitori istituzionali può realizzarsi in concreto soltanto in presenza di alcuni particolari fattori.

4.2 Tre argomenti a favore della legittimità delle comunicazioni selettive

L'effettiva "necessità" delle comunicazioni selettive nelle attività di *engagement* degli investitori istituzionali può essere compresa correttamente soltanto guardando al contesto complessivo in cui essi operano e alle dinamiche fondamentali che lo caratterizzano. In particolare, tre aspetti principali devono essere presi in considerazione, in ordine crescente di rilevanza.

Il primo aspetto riguarda il fenomeno di c.d. *information overload*, in base al quale, in estrema sintesi, la disponibilità di una quantità sovrabbondante di informazioni spinge gli investitori verso scelte irrazionali, poiché riduce la capacità di filtrare le informazioni più significative per la decisione di investimento, o comunque di farlo a condizioni economicamente vantaggiose[688]. Un effetto negativo correlato all'*information overload* è quello di favorire investimenti di breve termine, dal momento che le prospettive a lungo-termine tendono a incorporarsi con maggiore difficoltà nei prezzi e dunque richiedono un meccanismo di *discovery* più costoso[689]. Numerosi studi, soprattutto in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008, hanno analizzato il tema con riferimento alla figura più vulnerabile agli effetti di tale dinamica, cioè l'investitore individuale (*retail*)[690]. Tuttavia, anche gli investitori professionali non ne sono necessariamente immuni. Infatti, poiché l'effetto principale dell'*information overload* è quello di aumentare i costi di raccolta e analisi delle informazioni[691], ciascuna tipologia di investitore può diventarne vulnerabile, in dipendenza della frontiera di costo sul quale opera il proprio modello di investimento. In questo senso, gli investitori istituzionali che tendono a competere secondo un modello che incentiva la riduzione dei costi di *governance* possono essere più vulnerabili a tale effetto. La manifestazione più evidente di ciò consiste nel fatto che, come detto, essi tendono strategicamente a non intraprendere iniziative che reputano *a priori*

---

[688] Cfr., ad esempio, SHAHAR, SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in 159 *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, p. 687-89, che evidenziano il legame tra *information overload* e *mandate disclosure*. In Italia, tale fenomeno e i rischi connessi sono stati evidenziati da G. ROSSI, *I diritti dei cittadini fra le crisi dell'impresa e della giustizia*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 148.

[689] STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1011. Il fatto che non tutte le informazioni si riflettano nei prezzi di mercato con la medesima efficienza (e velocità) era già stato segnalato da STOUT, *The Mechanisms*, op. cit., spec. p. 655-59: per ragioni inerenti alla maggiore difficoltà di prevedere eventi più lontani nel futuro, i mercati tendono a incorporare questi ultimi con minore precisione, in eccesso o in difetto (PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 12) e gli investitori a farci minore affidamento.

[690] STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1006-1010, 1035-39.

[691] Cfr. GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms*, op. cit., p. 615 (che evidenziano la correlazione tra un incremento di informazioni disponibili sul mercati e quello riguardante i costi di informazione); PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in 81 *Washington University Law Quarterly*, 2003, p. 444 e ss.; DALLEY, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, in 34 *Florida State University Law Review*, 2007, p. 1129.

troppo costose e non remunerative, preferendo un atteggiamento di apatia razionale. Coerentemente, in tali circostanze essi tendono a ignorare le informazioni, anche quando materialmente accessibili.

Come sottolineato da alcuni autori, un aumento della *public disclosure* favorisce, in generale, il fenomeno dell'*information overload*[692]. Nelle ipotesi specifiche di cui trattasi, l'alternativa rispetto a consentire lo svolgersi di dialoghi riservati tra emittenti e investitori potrebbe essere quella di prevedere un meccanismo di *disclosure* volontaria da parte dell'emittente (su base periodica od episodica) di informazioni aggiuntive riguardanti aspetti di presumibile interesse degli investitori istituzionali, oppure obbligo di *disclosure*, derivante da un'applicazione intransigente delle norme del MAR (in particolare dell'art. 17), che imponga agli emittenti di comunicare immediatamente al pubblico qualsiasi informazione trasmessa selettivamente nei colloqui con gli investitori. Per le ragioni sopra esposte, entrambe le soluzioni avrebbero il prevedibile effetto di incrementare i costi di *engagement* per gli investitori istituzionali. Nel primo caso, infatti, la stessa informazione viene trasmessa agli investitori in forma aggregata, cioè congiuntamente ad un insieme di informazioni diverse, all'interno del quale è compito del ricevente individuare i dati di suo interesse (non diversamente da quello che accade per le informazioni contenute nella documentazione periodica di natura finanziaria: bilancio, rendiconto finanziario, etc.). L'informazione aggregata diffusa dagli emittenti impone, infatti, di norma un costo di analisi superiore (diversamente, i dialoghi selettivi consentono agli investitori di confrontarsi con gli emittenti direttamente sugli aspetti di loro interesse), oltre al fatto che gli emittenti sarebbero liberi di rendere note soltanto le informazioni più favorevoli. Inoltre, questa forma di comunicazione unilaterale, inoltre, farebbe venire meno una delle funzione fondamentali dell'*engagement*, forse quella fondamentale: ovverosia quella di consentire all'emittente di acquisire le indicazioni e le preferenze degli investitori istituzionali. Effetto analogo di incremento dei costi dell'informazione si avrebbe anche nel secondo caso, con l'aggravante che la tempestiva *disclosure* dei dialoghi avrebbe l'effetto di nullificare l'utilità dell'investimento in costi di analisi e ricerca (per quanto limitato) effettuato dal "primo" investitore in via prodromica ai dialoghi e, così facendo, di disincentivare il ricorso a tale attività.

Il secondo aspetto ha che fare con l'interesse alla riservatezza. Entrambe le parti coinvolte nei dialoghi hanno, per ragioni diverse, interesse a tenerne riservato il contenuto. Per gli emittenti, vale in linea generale quanto già detto con riferimento ai dialoghi con i fondi attivisti. Qualcuno ha sostenuto che le informazioni più frequentemente condivise con gli investitori istituzionali (riguardanti, in generale, questioni di *governance*) hanno minor probabilità di ricadere nell'ambito di quelle aventi natura privilegiata[693]. Conseguentemente, si potrebbe sostenere che, data la minore sensibilità, vi è un interesse più debole dell'emittente rispetto alla loro divulgazione. Tuttavia, si

---

[692] Cfr., ad esempio, GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., p. 86; STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1006-1011.

[693] Cfr. *SDX Protocol*, op. cit., p. 19 («*[t]opics appropriate for shareholder-director engagement – such as succession planning, executive compensation, director nominating criteria, governance philosophies, and general board oversight (including of accounting, internal controls, risk, auditing and other related matters) – do not typically rise to the level of materiality commonly understood to be important to an investor making an investment decision and otherwise significantly alter the total mix of information available*»), con riferimento ai limiti posti dalla *Regulation FD*.

può constatare come ciò sia vero essenzialmente perché le iniziative di c.d. *low cost engagement* sono quelle preferite, per altre ragioni, dagli investitori istituzionali. Diversamente, l'auspicabile sviluppo, anche da parte di questi ultimi, di iniziative di attivismo di natura maggiormente strategica e più incisive possono richiedere informazioni più specifiche, la cui comunicazione richiede maggiori cautele. Vista in un'altra prospettiva, ciò equivale a dire che, in assenza di un canale di comunicazione riservato, l'interesse dell'emittente lo porterebbe a non comunicare le informazioni necessarie per sviluppare forme di attivismo di maggiore impatto. In altri termini, dunque, l'assenza di uno spazio di libera comunicazione selettiva rappresenterebbe un ostacolo aggiuntivo, sebbene senza dubbio non l'unico. Dall'altra parte, anche gli investitori istituzionali possono avere un generale interesse alla riservatezza dei colloqui che intrattengono con gli emittenti. Ciò si spiega anzitutto con il fatto che colloqui riservati, specie se *one-to-one*, consentono alle parti di parlare in maniera più franca e quindi di impostare un confronto più costruttivo[694]. La riservatezza consente altresì di selezionare, nell'ipotesi di incontri plurilaterali, investitori che abbiano interessi e istanze omogenee, con l'obiettivo di massimizzarne l'utilità. Inoltre, gli investitori istituzionali possono avere interesse a salvaguardare il valore delle informazioni dagli stessi elaborate, sulle quali si fondano le raccomandazioni che rivolgono agli emittenti. Sebbene tale aspetto sia di minore rilevanza rispetto, ad esempio, al caso dei fondi attivisti, costituisce comunque un fattore di cui tenere conto.

Il terzo aspetto, senz'altro più decisivo, ha a che fare le dinamiche collaborative che favoriscono lo sviluppo di iniziative attiviste (in senso lato) degli investitori istituzionali. Infatti, l'attivismo espresso dagli investitori istituzionali, se considerati individualmente, è ancora più limitato. Allo stato, ciò può dirsi sostanzialmente vero anche per i fondi passivi, nonostante numerosi autori ripongano significative speranze nello sviluppo di tale fenomeno[695]. Le forme di attivismo più efficace espresse da queste tipologie di investitori avvengono, invece, nel contesto di fenomeni di cooperazione, là dove consentono una condivisione efficiente dei costi e una limitazione degli effetti di fenomeni di *free riding*. Tra queste, la forma di cooperazione al momento più diffusa è quella tra investitori istituzionali e fondi attivisti, secondo la strategia, originariamente suggerita da Gilson e Gordon, per cui i secondi fungono da "catalizzatori" del supporto dei primi, che decidono di volta in volta quali iniziative supportare[696].Tale forma di cooperazione non è l'unica possibile per gli investitori istituzionali[697] ma, senza dubbio, al momento è quella maggiormente studiata, con

---

[694] FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 852.

[695] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafo 3.3.

[696] Cfr. GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 888-902, spec. 896-97; più di recente, tra i molti che confermano l'emergere di tale tendenza, HAMDANI, HANNES, *The Future*, op. cit., spec. p. 990; KAHAN, ROCK, *Index Funds*, op. cit., spec. p. 32.

[697] Cfr. BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3449989, settembre 2019, https://ssrn.com/abstract=3449989, p. 35 e ss., che evidenziano l'esistenza anche di forme di cooperazione, a fianco di quelle che coinvolgono i fondi attivisti, tra i soli investitori istituzionali, quali, ad esempio, quelle coordinate da associazioni od organizzazioni no-profit di categoria, come lo *UK Investor Forum* nel Regno Unito ed Assogestioni in Italia. Tali forme di intervento potrebbero consentire, tra le altre cose, di ridurre i rischi regolamentari legati ad eventuali violazioni delle norme in materia di abusi di mercato. Ad esempio, il *Framework* dello *UK Investor Forum* prevede espressamente che il Forum «*actively seek to avoid obtaining inside information from Companies and Members without its prior consent […] actively*

risultati incoraggianti[698].

In questo contesto il ruolo degli investitori istituzionali è senza dubbio pivotale nella competizione tra *board* e attivisti per il "controllo" dell'emittente. Conseguentemente, sempre più spesso l'esito della partita si fonda sulla capacità di ciascuna parte di persuadere prima dell'altra il maggior numero di investitori istituzionali a supportare la propria "visione imprenditoriale"[699]. È evidente che tale sfida si gioca in parallelo tra entrambe le parti della contesa (emittente e attivisti), in particolare attraverso una serrata serie di contatti e dialoghi con gli investitori istituzionali più importanti, all'insaputa dei mercati: soltanto quando le parti sono già in grado di anticipare di fatto quale sarà l'esito finale, il tutto viene reso noto al mercato[700]. Tali dialoghi, dunque, per evidenti ragioni strategiche, non possono che svolgersi a porte chiuse.

Sopratutto nel rapporto tra *board* e investitori istituzionali è altresì prevedibile che siano comunicate informazioni riguardanti la strategia futura e le prospettive dell'emittente, aventi per lo meno natura sensibile (quando non privilegiata). La condivisione di tali informazioni è il principale strumento con cui il *management* può persuadere gli investitori istituzionali ad appoggiare una linea di continuità, in particolare promettendo cambiamenti rispetto allo *status quo* che incontrino il favore di questi ultimi[701].

---

seek to avoid passing on any inside information that it may receive to Members without their prior consent» (cfr. INVESTOR FORUM, *Collective Engagement Framework. Summary*, 2016, https://www.investorforum.org.uk/wp-content/uploads/2018/08/Collective-Engagement-Framework- Summary.pdf, p. 4): in pratica, esso si interpone quale filtro nelle relazioni tra investitori e società, anche al fine di evitare violazioni (specie "involontarie") delle norme regolamentari.

[698] Cfr., ad esempio, DIMSON, KARAKAS, LI, *Active Ownership*, in 28 *The Review of Financial Studies*, 2015, p. 3225 e ss., spec. 3241 (che dimostrano che la cooperazione con i c.d. *hard collaborators*, cioè i fondi attivisti, comporta probabilità di successo maggiore delle iniziative); RINGE, *Shareholder Activism: a Renaissance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, 2015, p. 20 (secondo il quale la cooperazione tra investitori istituzionali e attivisti «*seems to be developing into a broader market trend*»); BRAV ET AL., *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper 601/2019, 1 marzo 2018, https://ssrn.com/abstract=3101473 (con particolare riferimento alle *proxy fight*, i quali sostengono che l'esistenza di una "base" di investitori pro-attivisti nell'azionariato è uno dei fattori guida nella selezione delle società bersaglio da parte degli attivisti, implicando che tale aspetto può essere determinante per le *chance* di successo).

[699] Cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 6: «*[f]rom the moment the hedge funds formulate their demands to the management, both parties start to speak with the largest institutional investors while the investing public is in the dark about the engagement. Management will give in to the activists' demands when it is clear they are going to lose the vote, whereas hedge funds will withdraw from engagement when they realize that not enough institutional investors will vote for them*».

[700] *Idem*, p. 7.

[701] Cfr. FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 833 («*one crucial difference between companies that have won shareholder support for their policies and those that have failed, is companies' willingness to engage directly with shareholders*»). Non a caso, già in tempi più risalenti, Martin Lipton, uno dei più grandi sostenitori della *director primacy* contro le ingerenze degli azionisti, suggeriva che i consigli implementassero una procedura per favorire incontri annuali con i principali azionisti (cfr. LIPTON, LORSCH, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in 48 *The Business Lawyer*, 1992, p. 74). Più di recente, in un *memorandum* dello studio Wachtell Lipton Rosen & Katz pubblicato sull'*Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, si afferma che «*no technique is more effective in winning the vote than direct shareholder outreach*» (cfr. GOLDSTEIN ET AL., *Say on Pay 2012,* in *Harvard Law School Forum on*

Infine, non è da sottovalutare il fatto che, fintanto che il coinvolgimento degli investitori istituzionali dipenderà dall'azione degli attivisti, per lo sviluppo del primo sarà necessario preservare tutte le condizioni che in concreto servono alla permanenza della seconda (tra cui, come si è visto in precedenza, proprio la possibilità di un dialogo selettivo con gli emittenti), e questo a prescindere da qualsiasi valutazione in merito alla desiderabilità o alla preferibilità dell'uno sull'altro.

5. Un'analisi critica della disciplina positiva in materia di comunicazioni selettive alla luce del quadro d'insieme in tema di dialoghi con gli investitori professionali

Nei precedenti paragrafi si è visto che, complessivamente, le comunicazioni selettive costituiscono uno strumento necessario per creare le condizioni favorevoli all'*engagement* sia dei fondi attivisti sia, in ultima istanza, degli investitori istituzionali. Tale considerazione, unita al dichiarato intento del legislatore comunitario di promuovere l'attivismo – in generale e specie con riferimento a questi ultimi – a beneficio di una *governance* più efficiente e sostenibile per le società quotate, porta coerentemente a dover riconoscere una qualche legittimità alla *selective disclosure* in questi casi. Ciò deve ora essere calato nel contesto delle norme e dei principi che regolano la materia. In particolare, è necessario verificare se l'attuale quadro normativo consenta effettivamente di conseguire, *de iure condito*, un simile risultato, soprattutto con riferimento all'ipotesi di comunicazione di informazioni privilegiate.

Sussiste infatti un concreto rischio che gli investitori professionali, ove lasciati liberi, possano utilizzare le informazioni ricevute tramite *selective disclosure* ad esclusivo beneficio personale oppure per finalità di collusione con gli esponenti del *board*. In entrambe le ipotesi, tali condotte opportunistiche possono comportare facilmente una distruzione di valore, per l'emittente e/o per gli altri azionisti, e dunque necessitano di essere regolate, per evitare una *selective disclosure* "eccessiva" e, più in generale, effetti controproducenti sull'efficienza complessiva del mercato. In particolare, tra le problematiche fondamentali legate alla divulgazione selettiva di informazioni agli investitori professionali vi è, al primo posto, quella legata alle ipotesi di utilizzo delle informazioni a fini di *trading*.

Le complesse interrelazioni tra *selective disclosure* ed *engagement* degli investitori istituzionali, nonché la difficoltà nel raggiungere un equilibrio per via legislativa, si possono apprezzare considerando i seguenti profili. I dialoghi con gli investitori professionali *possono* comportare la trasmissione di informazioni privilegiate, anche se questo non sempre accade. Inoltre, anche nell'ipotesi in cui l'emittente comunichi informazioni non privilegiate, è possibile che tali informazioni, ove combinate con le conoscenze pregresse del destinatario, acquistino un carattere *price sensitive* e dunque permettano di compiere decisioni di *trading* informate. Ciò è in concreto tanto più frequente quanto i destinatari siano soggetti che investono nel reperimento strategico di informazioni sulle proprie società partecipate (tendenzialmente ai fini dell'acquisizione della

---

Corporate Governance, 14 luglio 2012, http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/ 07/14/say-on-pay-2012/#more-30571).

partecipazione). Più la collaborazione con gli emittenti può comportare, alla luce della regolamentazione in materia di *insider trading*, un limite all'operatività degli investitori sul mercato, più gli investitori istituzionali che investono secondo strategie altamente diversificate e basate sul *turnover* azionario tendono ad astenersi da essa. Per contro, investitori di lunghissimo termine (come i fondi passivi) oppure meno diversificati e strutturalmente attivisti (come, ad esempio, gli *hedge fund*) sono, per ragioni diverse, meno sensibili alle restrizioni al *trading* che l'attività di *engagement* può indirettamente comportare. Al tempo stesso, non tutte le tipologie di *engagement* comportano un eguale rischio di trasmissione di informazioni privilegiate o potenzialmente privilegiate (nella prospettiva della *mosaic theory*). In particolare, in via di approssimazione, si può anticipare che le iniziative di *low cost activism* presentano un basso livello di rischio di comunicazione di informazioni privilegiate, diversamente invece da quelle che implicano una cooperazione più incisiva tra investitori ed emittenti, in particolare su aspetti anche gestionali. Ciò implica che, di fatto, regole più severe in materia di *selective disclosure* tendono a impattare maggiormente, in negativo, sulle forme di attivismo più efficace, incluse quelle con una maggiore componente collaborativa (*constructivist activism*).

Alla luce di ciò, occorre comprendere se l'attuale disciplina tolleri, *de iure condito*, la possibilità di "modulare" le regole circa l'*an*, il *quantum* e le modalità di comunicazione selettiva a seconda dei soggetti destinatari e fino a che livello di granularità tale discriminazione sia accettabile, in particolare con riferimento al principio di parità di trattamento.

Infine, non va dimenticato, come accennato in precedenza, che l'ipotesi di *trading* informato non esaurisce le ipotesi di comportamenti opportunistici con i quali gli investitori possono (astrattamente) beneficiare della *selective disclosure* a danno degli emittenti. In particolare, vi è da segnalare quel novero variegato di ipotesi riconducibile al *dark relational investing*, con ciò riferendomi in generale ai casi in cui le comunicazioni selettive diventino uno strumento di collusione tra *insider* e investitori, ponendoli al riparo da qualsiasi controllo da parte del mercato. Infine, un ulteriore ordine di problemi riguarda le ipotesi in cui gli interessi di alcuni investitori e quelle dell'emittente e/o degli altri azionisti possano venire a divergere in concreto e quindi le informazioni ricevute selettivamente possano essere utilizzate dai primi a proprio vantaggio ma a danno degli interessi (sociali) altrui.

Se, da un lato, nessuno dei rischi illustrati costituisce argomento sufficiente per vietare la *selective disclosure*, in ossequio all'argomento generale per cui un istituto si deve valutare in rapporto ai risultati che mediamente può produrre e non in base a quelli che possono verificarsi in presenza di condizioni particolari[702], dall'altro lato, si tratta di problematiche da tenere in considerazione nella ricerca della migliore regolamentazione possibile. In particolare, esse invitano ad adottare, già nella ricostruzione ermeneutica della disciplina, un approccio interpretativo volto a consentire la massima flessibilità, con lo scopo precipuo di minimizzare le ipotesi in cui la *selective disclosure* favorisca in concreto comportamenti inefficienti, ma non impedire, ed anzi massimizzare, quelle in cui gli effetti sono invece positivi, soprattutto laddove gli stessi non si verificherebbero in uno scenario in cui viga un divieto assoluto o un obbligo di *public disclosure*.

[702] DENOZZA, *L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 771.

Nei prossimi paragrafi verranno analizzate criticamente le principali soluzioni interpretative ipotizzate dalla dottrina per argomentare la legittimità di comunicazioni selettive nei confronti degli investitori professionali, con riferimento al MAR e al problema del rispetto della parità di trattamento. In particolare, si cercherà di comprendere se tali soluzioni siano sufficienti per realizzare un adeguato equilibrio tra esigenze di trasparenza, da un lato, e incentivi all'attivismo e dunque efficienza del mercato, dall'altro lato.

5.1 I sondaggi di mercato

Le novità introdotte in materia di disciplina dei sondaggi di mercato sono state già analizzate in precedenza[703]. Tale disciplina può assumere rilievo anche per gli investitori professionali sotto due profili fondamentali. In primo luogo, anche gli investitori professionali possono esserne destinatari di sondaggi di mercato. In secondo luogo, la relativa procedura può essere, in principio, utilizzata dall'emittente su base volontaria anche per comunicazioni più generali, al fine di ridurre (astrattamente) i limiti della normativa *market abuse*. In linea di principio, la *ratio* che informa la disciplina in parola appare allineata con gli interessi degli investitori istituzionali, specie nella misura in cui si enfatizza l'importanza di informare preventivamente il destintario dell'eventuale natura privilegiata delle informazioni e la necessità che esse siano effettivamente comunicate soltanto previo consenso del destinatario. Tale cautela dovrebbe, almeno teoricamente, ridurre il rischio che i sondaggi di mercato si trasformino, di fatto, in un fattore di danno per gli investitori, come successo in passato, ad esempio nel procedimento condotto dalla FSA inglese nei confronti del fondo Greenlight[704].

---

[703] Si veda *supra*, capitolo terzo, paragrafo 4.1.

[704] Nel 2012 la FSA ha sanzionato il fondo *hedge* Greenlight per aver, nella qualità di socio della società Punch Tavern Group, sfruttato informazioni privilegiate ricevute nell'ambito di un sondaggio di mercato effettuato dall'emittente con i propri azionisti, in relazione a una rilevante operazione di ricapitalizzazione. In seguito a tale notizia, comunicata in via riservata ad alcuni selezionati azionisti, il fondo aveva deciso di cedere le azioni dell'emittente. Tale vicenda è particolarmente emblematica dal momento che la sanzione è stata comminata dalla FSA nonostante il fondo avesse comunicato espressamente, prima dell'inizio dei contatti con l'emittente, di non voler ricevere informazioni privilegiate e l'emittente avesse confermato che non sarebbero state comunicate informazioni privilegiate. Siffatta circostanza non è stata ritenuta decisiva come esimente dalla FSA, la quale ha ritenuto che il fondo avrebbe dovuto prestare diligenza qualificata nel valutare se le informazioni ricevute fossero o meno privilegiate, a prescindere dalle indicazioni dell'emittente (la vicenda è riportata da STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 408, ove ulteriori riferimenti bibliografici; in particolare, si veda il testo della decisione finale: FSA, *Final Notice in respect of David Einhorn*, 12 gennaio 2012, https://www.cfauk.org/-/media/files/ethics-case-study/davideinhorn.pdf). La nuova disciplina dei sondaggi di mercato non elimina tale rischio, nella prospettiva degli investitori che ricevono le informazioni, ma impone procedure più stringenti che dovrebbero aumentare la consapevolezza di questi ultimi circa la necessità di un'autonoma valutazione. La vicenda in esame, inoltre, evidenzia come la cornice normativa in materia di abusi di mercato possa diventare parte di una strategia "offensiva" degli emittenti nei confronti degli investitori (specie se potenzialmente ostili), secondo cui è possibile comunicare informazioni allo scopo preciso di inibire o limitare i comportamenti di questi ultimi (sul punto, si veda VERSTEIN, *Insider Tainting: Strategic Tipping of Material Nonpublic Information*, in 112 *Northwestern University Law Review*, 2018, p. 725 e ss., che sottolinea come in questo modo si possano eventualmente anche far fallire operazioni acquisizione ostile).

Per giunta, alcuni autori rinvengono nella disciplina introdotta con riferimento ai sondaggi di mercato, che nel complesso esprime un approccio permissivo rispetto al generale divieto di *selective disclosure*, una conferma indiretta della legittimità dei dialoghi tra amministratori e azionisti[705]. Ciò anche a dispetto del fatto che tali dialoghi si situano generalmente al di fuori dell'ambito di applicazione di tale fattispecie normativa, che deve intendersi correttamente limitata ai casi di stretta interpretazione[706]. Mi sembra infatti pacifico che le fattispecie riconducibili alla disciplina in questione siano caratterizzate dal fatto che la parte destinataria debba potersi qualificare come «investitore potenziale» con riferimento all'operazione oggetto di sondaggio. In questa misura, gli azionisti attuali vi rientrano soltanto con riferimento a quelle operazioni in cui viene loro richiesto un potenziale incremento dell'investimento iniziale (come ad esempio nell'ipotesi di aumento di capitale in opzione). In secondo luogo, l'ambito di applicazione di tale disciplina dipende dal ricorrere di un preciso nesso funzionale tra la comunicazione delle informazioni e la possibilità di ottenere un riscontro circa l'interesse (e, indirettamente, la fattibilità, atteso il necessario supporto degli investitori) dei destinatari, relativamente all'operazione proposta.

Alla luce di tali considerazioni, pare difficile riscontrare le circostanze sufficienti per ricondurre a tale fattispecie le ipotesi generali di dialoghi selettivi di cui si è discorso sin qui. Il che mi pare ancor più comprensibile se si considera che la logica di tale disciplina è quella di consentire una momentanea eccezione alle regole generali di divieto di comunicazioni illecite e di *public disclosure* per il solo tempo necessario (verosimilmente, piuttosto breve) per l'effettuazione dei sondaggi, sul duplice assunto che il sacrificio in termini di trasparenza sia fisiologicamente limitato nel tempo (il che è compatibile anche con la *ratio* della disciplina del ritardo nelle comunicazioni al pubblico) e che tale sacrificio sia consentito in quanto più che compensato, in un'ottica di sistema, dai benefici così conseguibili in termini di risparmio di costi di transazione[707].

Piuttosto, viene da domandarsi se la disciplina "sostanziale" prevista per i sondaggi di mercato possa essere utilmente applicata, su base volontaria, anche alle ipotesi più generali di comunicazioni selettive tra gli emittenti e gli investitori istituzionali e quali siano, eventualmente, i benefici. A tal proposito, vi è chi ha suggerito che le regole di condotta previste dall'art. 11 MAR «*are useful in defining a legal framework applicable to director-shareholder dialogue that falls outside the scope of market soundings*»[708], se non altro con l'obiettivo di tenere sotto controllo e ridurre le occasioni

---

[705] MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 64 («[n]el disciplinare il *market sounding*, il legislatore europeo ha chiaramente preso posizione a favore dell'interesse dell'emittente di instaurare un dialogo selettivo con gli investitori (includendo gli azionisti […]), lasciando l'emittente libero nell'individuazione del gruppo di soggetti ai quali rivolgere il sondaggio (senza imporre, in altri termini, un trattamento paritario dei soggetti che appartengono a gruppi omogenei di investitori)»); dello stesso avviso, STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., p. 218.

[706] A tal proposito, il regolamento fa riferimento alle offerte primarie (IPO) e secondarie di azioni (considerando n. 32), aumenti di capitale ed emissioni obbligazionarie (considerando n. 33), nonché alle ipotesi di offerte pubbliche di acquisto (specificamente disciplinate dal paragrafo 2 dell'art. 11); inoltre, sarebbero da includersi anche altre ipotesi – come le operazioni di c.d. *accelerated bookbuilding*, generalmente impiegate nella vendita di partecipazioni minoritarie rilevanti (così LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 160) – che siano coerenti con la descrizione e le finalità della fattispecie di cui al considerando n. 32 e all'art. 11, par. 1.

[707] Cfr. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 162.

[708] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 219.

di violazione della normativa *market abuse*, fermo restando però che, verosimilmente, non troverebbero applicazione in tal caso le presunzioni favorevoli previste per i sondaggi di mercato veri e propri[709]. Alla base vi è la considerazione che tali cautele vanno incontro, almeno astrattamente, alle preoccupazioni principali degli investitori istituzionali in relazione al tema dei dialoghi con gli emittenti, nella misura in cui sono volte a ridurre il rischio che questi ultimi ricevano informazioni che "inconsapevolmente" ne inibiscano l'attività di *trading* o – nell'ipotesi in cui siano ignari della natura privilegiata delle informazioni ricevute ed effettuino operazioni (come nel citato caso Greenlight)[710] – che li sottopongano al rischio di pesanti sanzioni.

A tale approccio si ispirano anche alcune raccomandazioni adottate nei codici di *stewardship*, ad esempio quelle che suggeriscono l'adozione di *stewardship statement*, cioè un documento guida redatto dagli investitori nel quale sia indicata la disponibilità a ricevere informazioni privilegiate e, più in generale, le tipologie di informazioni sulle quali sono disponibili a un dialogo[711]. Più in generale, al fine di garantire le condizioni per un "*safe dialogue*", si è proposto di ridurre i rischi normativi attraverso un controllo *ex ante*, che dovrebbe coinvolgere anche le funzioni legali interne, sulle materie oggetto di discussione con l'emittente. Tale aspetto è specialmente importante ove, come spesso accade, gli investitori non sono disponibili a firmare impegni di riservatezza[712]. Da questo punto di vista, i dialoghi tra gli emittenti e gli investitori istituzionali non dovrebbero impingere nei limiti di cui alla disciplina *market abuse* fintanto che le materie oggetto di discussione siano generalmente riconducibili ai temi di *governance*, i quali non sarebbero da considerarsi come *material*[713]. Per contro, nell'attenersi a tali raccomandazioni, gli investitori dovrebbero evitare di interagire con gli emittenti sugli aspetti gestionali della società, come ad esempio previsioni finanziarie, questioni strategiche e relative alla gestione dei rischi, ma nemmeno le proposte di nuove nomine per gli organi sociali. A questo proposito, alcuni codici di *soft law* raccomandano di limitare i dialoghi tra emittenti e investitori alle materie a minor rischio.

Tale approccio, sebbene possa contribuire in concreto a ridurre le *chance* di pericolo in alcune situazioni, non è senz'altro risolutivo, così come non lo è un'applicazione estensiva della disciplina dei sondaggi di mercato, per diverse ragioni.

In primo luogo, perché la procedura formalizzata prevista in tema di sondaggi di mercato è pensata per essere adottata dagli emittenti in una serie standardizzata (e limitata) di situazioni, già

---

[709] Di incerta interpretazione, sul punto, l'opinione di STRAMPELLI, *op. ult. cit.*, p. 219, dove afferma: «*there is a question as to whether, in order to prevent possible breaches of market abuse law, the procedural steps designed by Article 11 of the MAR may give rise to the same protective effects if applied to director-shareholder dialogue concerning governance or strategic issues. Although the MAR does not address this issue at all, it would appear reasonable to answer this question in the affirmative*». Tuttavia, mi pare corretto ritenere che tale presunzione abbia natura eccezionale e sia dunque da collegarsi alle sole limitate ipotesi di sondaggi di mercato, viste con particolare favore dal legislatore, in considerazione dell'importanza delle operazioni generalmente coinvolte (si veda anche *supra*, nota 706).

[710] Si veda *supra*, nota 704.

[711] Si veda *supra*, nota 704.

[712] Tale profilo sarà trattato in dettaglio in questo capitolo, al successivo paragrafo 5.3.

[713] STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., p. 226-231, il quale evidenzia come tale assunzione di fondo sia condivisa anche dall'approccio di numerosi codici di *soft law*, sia negli Stati Uniti sia in alcuni ordinamenti europei, incluso quello italiano.

ben note e identificabili sul mercato anche prima dell'intervento legislativo[714]. Tale standardizzazione mal si attaglia, invece, alle molteplici manifestazioni con cui si esplica il fenomeno dell'attivismo, se non a quelle di minore impatto (c.d. *low cost engagement*), relative, per l'appunto, ad aspetti più superficiali della *governance*, rispetto ai quali gli investitori possono adottare strategie di intervento uniformi per tutte le società partecipate[715]. Inoltre, le procedure descritte si fondano su di una valutazione caso per caso in merito alla "desiderabilità" delle informazioni oggetto di comunicazione che, da un lato, incrementa i costi di *stewardship* e, dall'altro lato, tende ad ostacolare forme di collaborazione continua. In altre parole, il rischio, come sottolineato da un autore, è quello che un'eccessiva rigidità nelle forme consentite di comunicazione, per quanto necessitata dall'obiettivo di evitare pericoli più gravi, possa trasformare i dialoghi tra emittenti e investitori in una «*lawyer-driven, sterile interaction*»[716].

In secondo luogo, la disciplina dei sondaggi di mercato presuppone in ogni caso restrizioni molto significative per i destinatari delle informazioni di fare *trading* e, in aggiunta, la sottoposizione a un obbligo di riservatezza: entrambe le condizioni, tuttavia, tendono ad essere poco gradite agli investitori professionali, soprattutto agli istituzionali[717].

In terzo luogo, proprio con riferimento alle limitazioni al *trading*, va detto che esse possono non esaurirsi con riferimento ai soli casi di comunicazione di informazioni privilegiate. Infatti, è ben possibile, ed anzi realisticamente frequente, che le informazioni comunicate agli investitori nel contesto di attività di *engagement* con gli emittenti non abbiano di per sé natura di informazioni privilegiate ma che, tuttavia, esse acquistino tale qualità in combinazione con le conoscenze pregresse dei destinatari. Ciò è assai verosimile se si considera che si tratta di soggetti altamente specializzati nel reperimento di informazioni di mercato e, soprattutto, che il modello "collaborativo" su cui si fondano le modalità di *engagement* più efficienti si fonda, in buona parte, proprio sulla capacità di condivisione delle informazioni e delle conoscenze delle due parti in gioco (emittenti ed investitori)[718].

In proposito, non è chiaro se le informazioni che risultano da tale combinazione possano essere o meno utilizzate con finalità di *trading* da parte degli investitori. Secondo un'opinione, sebbene tale circostanza non proibisca all'emittente di comunicarle (non configurandosi una

---

[714] Il riferimento è, appunto, alle pratiche note, a seconda dei contesti operativi, con i termini di *pilot fishing*, *pre sounding*, *soft sounding* e *pre-pre marketing* (cfr. AHERN ET AL., *Pre-marketing*, in *Practical Law Company Magazine*, https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-524-0551, marzo 2013). Inoltre, come sottolineato da MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 66, i sondaggi di mercato comportano una «estrema formalizzazione» dei dialoghi con gli investitori, anche in considerazione del fatto che l'art. 3, comma 2, del Regolamento delegato UE 2016/960 (che stabilisce le norme tecniche sulle modalità, le procedure e i sistemi opportuni applicabili ai partecipanti al mercato che comunicano le informazioni quando effettuano sondaggi di mercato) prevede che l'emittente debba stabilire preventivamente l'insieme standard di informazioni per ogni sondaggio e comunicare tale insieme standard di informazioni a tutte le persone alle quali rivolge un dato sondaggio».

[715] Si veda *supra*, nota 654 e nel testo.

[716] ROCK, *Shareholder Eugenics*, op. cit., p. 905.

[717] Quanto alla prima, si veda *supra*, in questo capitolo, paragrafo 4.1; quanto alla seconda (obbligo di riservatezza), il tema sarà affrontato *infra*, al successivo paragrafo 5.3.

[718] Si veda *supra*, nota 642 e nel testo.

violazione dell'art. 10 MAR), al tempo stesso dalla *ratio* generale della disciplina discenderebbe un divieto per gli investitori di utilizzarle sul mercato, valorizzando il dettato letterale dell'art. 11, par. 7, MAR nonché la teoria del c.d. "*insider* di sé stesso"[719]. Tale circostanza può non essere rilevante con riferimento al alcuni modelli di attivismo (ad esempio, nel caso di iniziative ostili da parte di *hedge fund*, che mirano ad altri obiettivi), mentre può sollevare significative preoccupazioni in altri casi e, in una prospettiva *ex ante*, i rischi che ne derivano possono disincentivare gli investitori a prendere contatti con la società, se non in maniera sporadica e superficiale.

Nel complesso, dunque, si può dire che tali soluzioni non offrono le sicurezze necessarie alla gran parte degli investitori professionali e l'incertezza relativa alle possibilità di utilizzo delle informazioni ricevute può finire per essere un disincentivo per l'attivismo, specie con riferimento alle manifestazioni più efficaci, che richiedono una collaborazione più stretta e duratura e dunque anche maggiori certezze.

5.2 Il «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione»

Anche al di fuori delle ipotesi che rientrano nella più favorevole disciplina dei sondaggi di mercato, cioè anche in assenza di circostanze che rendano necessaria per l'emittente la collaborazione degli investitori rispetto a specifiche decisioni od operazioni, gli emittenti possono (astrattamente) comunicare in via selettiva con gli investitori istituzionali[720], purché nei limiti di quanto consentito dal più generale art. 10, par. 1, MAR: ovverosia, nei casi in cui la comunicazione avvenga durante il «normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione». Tale previsione, tuttavia, tende ad essere interpretata in maniera molto restrittiva, soprattutto dopo la nota sentenza della già citata sentenza della Corte di Giustizia europea nel caso Knud Grøngaard and Allan Bang[721]. Alla luce di tale pronuncia, il requisito della «normalità» sussiste qualora sia riscontrabile

[719] In particolare, LOMBARDO, *I sondaggi di mercato*, op. cit., p. 163-166, ha sostenuto che l'informazione che diventa privilegiata soltanto una volta ricevuta dal destinatario (vuoi per effetto della combinazione con informazioni preesistenti, vuoi in considerazione del fatto che essa diventa tale nell'istante in cui il destinatario si determina in merito al *feedback* che intende dare al sondaggio effettuato dall'emittente) – debba essere qualificata come (*market*, e *noncorporate*) *inside information* al fine di proibire che l'investitore possa sfruttarla sul mercato. Tale effetto può essere ottenuto, secondo l'opinione dell'autore tramite applicazione estensiva della teoria dell'"*insider* di sé stesso", nel senso che il destinatario dell'informazione deve considerarsi alla stregua di *insider*, fintanto che l'informazione di ritorno non sia pervenuta all'emittente, il quale avrà a sua volta l'obbligo di comunicarla al pubblico, in ottemperanza all'art. 17 MAR. L'obbiettivo è, secondo tale opinione, quello di evitare che nel mentre (ossia nel periodo fra creazione dell'informazione privilegiata e la comunicazione al pubblico) gli azionisti sondati (anche senza che in questo caso via sia stata la trasmissione di informazioni privilegiate), singolarmente o "in cartello" tra di loro possano operare sul mercato, compiendo gli illeciti vietati dalla disciplina.

[720] Cfr. il *discussion paper* ESMA, *ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation*, ESMA/2013/1649, 14 novembre 2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1649_discussion_paper_on_market_abuse_regulation_0.pdf, paragrafo 62 («*[i]t is important to note that the market soundings regime under MAR is not intended to inhibit relations between the issuer and its investors*»).

[721] Cfr., ad esempio, LANGENBUCHER, *Insider trading and European law*, in *Research Handbook on Insider*

uno «stretto legame», avente i connotati della necessità, tra la comunicazione e l'esercizio del lavoro, professione o funzione di chi riceve l'informazione. Inoltre, in presenza di tali condizioni è legittima la comunicazione delle sole informazioni necessarie allo svolgimento del suddetto ruolo. Ne consegue altresì che non è "normale" di per sé la trasmissione selettiva di informazioni privilegiate effettuata nei confronti di un soggetto per il solo fatto che intrattenga un rapporto con l'emittente astrattamente riconducibile ai casi previsti dalla norma[722].

Con particolare riferimento alla posizione degli azionisti in generale, da tale interpretazione discendono alcuni corollari importanti. Anzitutto, la comunicazione selettiva di informazioni a questi ultimi dovrà avvenire sulla base di una preventiva verifica *in concreto* della sussistenza degli elementi dello stretto legame e della necessarietà, da svolgersi caso per caso. In questo senso, vi è chi ritiene che anche l'eventuale rapporto di direzione e coordinamento intercorrente tra il socio di controllo e l'emittente potrebbe non essere *di per sé solo* sufficiente a soddisfare tale test. Ne consegue che un approccio ancora più restrittivo dovrebbe essere applicato, coerentemente, nel caso in cui le comunicazioni siano rivolte agli azionisti di minoranza[723]. Rispetto a questi ultimi, infatti, da un lato, è complesso individuare quale sia la "funzione" che essi svolgono, cui ricondurre la legittimità delle comunicazioni; dall'altro lato, tali ragioni sembrano, almeno in astratto, meno stringenti di quelle che possono connotare il socio di controllo.

L'individuazione del corretto significato di "funzione" utilizzato dalla norma rappresenta la chiave interpretativa della questione. A tal proposito, se è vero che la norma fa riferimento alla "funzione" del soggetto che riceve l'informazione, va anche detto che essa si lega implicitamente all'"utilità" che tale funzione svolge nella prospettiva dell'emittente[724]. Tale necessità, tra l'altro, deriva, in fin dei conti, dal fatto che le ipotesi di comunicazioni selettive agli azionisti, che rientrino o meno nella fattispecie dei sondaggi di mercato, devono trovare giustificazione, come detto in precedenza, nella ricorrenza di un interesse (legittimo) dell'emittente. Nel caso degli investitori professionali, tale valutazione impone di chiarire almeno due aspetti fondamentali.

In primo luogo, si potrebbe argomentare che, poiché secondo una lettura combinata dell'art. 8, par. 4, lett. b), e dell'art. 10, par. 2, del MAR tutti i partecipanti al capitale degli emittenti sono da considerarsi alla stregua di *insider* primari anche per quanto riguarda la comunicazione di informazioni privilegiate, allora la circolazione di informazioni a questi soggetti si svolgerebbe esclusivamente all'interno dell'emittente, e dunque non sarebbe soggetta alle limitazioni di cui

---

Trading, a cura di Bainbridge, Cheltenham, 2013, p. 434; NELEMANS, SCHOUTEN, *Takeover bids and insider trading*, in *Research Handbook*, op. ult. cit., p. 457; GILOTTA, RAFFAELE, *Informazione privilegiata*, op. cit., p. 117; MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 54.

[722] MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 54.

[723] Di questo avviso, ANNUNZIATA, *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate*, commento a Corte di Giustizia delle Comunità Europee, causa C-384/02, in *RDS*, 2007, II, p. 121; in termini sostanzialmente analoghi anche GIANNELLI, MOSCA, *Flussi informativi*, op. cit., p. 38, sulla considerazione che sia più realistico aspettarsi che siano i soci di controllo i soggetti destinatari di una trasmissione motivata di queste informazioni, senza però escludere che, in talune circostanze, anche altre tipologie di azionisti ne siano destinatari.

[724] Cfr. MOSCA, *op. ult. cit.*, p. 54: «la scelta di parlare ai soci deve rispondere a una specifica finalità; deve cioè potersi considerare *normalmente* effettuata nello svolgimento dei doveri degli amministratori […] solo se strettamente necessario ai fini dell'assunzione di una decisione societaria».

all'art. 10, par. 1, MAR, che riguarderebbero soltanto ipotesi di comunicazione all'esterno. Tale argomentazione incontra però alcuni ostacoli, per due fondamentali ragioni. Prima di tutto, perché il fatto di essere considerati *insider* primari in virtù della partecipazione al capitale non giustifica *in ogni caso* la legittimità a ricevere informazioni selettive[725]. Inoltre, perché vi è dubbio in dottrina se gli investitori di minoranza rientrino effettivamente nella nozione di *insider* primari, in considerazione della minore rilevanza, sotto il profilo quantitativo, della loro partecipazione, rispetto ai soci di controllo[726]. Tale ultima obiezione, essenzialmente basata sulla formulazione dell'art. 184, comma 1, TUF (che faceva riferimento a chi «essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione […] della partecipazione al capitale dell'emittente)[727], in parte ripresa anche dall'art. 8, par. 4, lett. b) MAR («qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che [ha] una partecipazione al capitale dell'emittente»), tende però ad essere superata, in considerazione del fatto che non si può escludere che in concreto anche i soci diversi dall'azionista di controllo possano essere in possesso di informazioni privilegiate[728].

In secondo luogo, atteso che l'argomentazione precedente non risulta comunque dirimente, è necessario chiedersi se gli investitori professionali possano svolgere una "funzione" in relazione alle iniziative attiviste (o di *engagement*) che eventualmente possono intraprendere. Tale approccio trae fondamento dal fatto che la partecipazione di tali azionisti nella *governance* e, in alcuni casi, nella direzione strategica dell'emittente ha assunto un rilievo importante in molte società quotate e promette di farlo sempre di più in futuro, di pari passo con i fenomeni di *equity re-intermediation* e sofisticazione degli investitori[729] e, parallelamente, con la de-specializzazione degli amministratori indipendenti che siedono nei *board*[730]. Da un punto di vista giuridico, però, anche al netto delle incertezze di un fenomeno ancora *in fieri*, è lecito domandarsi se ciò sia sufficiente per ritenere che l'attivismo rappresenti oggi la "funzione" giustificatrice della *selective disclosure* per gli investitori professionali.

Sulla base di quanto illustrato in precedenza, mi pare che a tale interrogativo non possa darsi risposta univoca. Da un lato, se è vero che il legislatore pone in capo agli investitori istituzionali il compito di assistere sempre più da vicino il *board* nelle sue funzioni di monitoraggio, non si può nascondere che in concreto essi adempiono a tale ruolo in maniera ancora poco efficace e

---

[725] Cfr. GIANNELLI, MOSCA, *op. ult. cit.*, p. 38, i quali sostenevano che «l'inserimento del partecipante al capitale [nel novero degli *insider* primari] «a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente» (come recita l'art. 2, paragrafo 1, lett. d) della direttiva *market abuse*) non dovrebbe nemmeno implicare necessariamente che un socio […] sia, in quanto tale, indiscriminatamente e, senza filtri, destinatario di informazioni privilegiate»; nello stesso senso anche DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 36.

[726] Cfr. GIANNELLI, MOSCA, *op. ult. cit.*, p. 38, con posizione dubitativa sul punto.

[727] *Ibidem*.

[728] *Ibidem*.

[729] Cfr., per tutti, GILSON, GORDON, *Agency capitalism*, op. cit., p. 32 e ss. Secondo GOSHEN, HANNES, *The Death of Corporate Law*, in 94 *New York University Law Review*, 2019, p. 263 e ss., tale fenomeno di reintermediazione dagli investitori *retail* agli istituzionali ha, tra le altre cose, «*relocated control over corporations from courts to markets and has led to the death of corporate law*».

[730] Cfr., ad esempio, KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., spec. p. 25-31; GILSON, GORDON, *Board 3.0*, op. cit., p. 351 e ss.

troppo sporadica[731]. Per contro, le forme di attivismo che essi tendono ad esprimere (riconducibili al concetto di *stewardship*), ove del caso, caratterizzate da un approccio tendenzialmente collaborativo con l'emittente, potrebbero in astratto considerarsi funzionali al buon governo dell'emittente e quindi riconducibili al concetto di necessità richiamato dalla Corte di Giustizia.

Dall'altro lato, le iniziative dei fondi attivisti veri e propri possono più facilmente connotarsi per un grado di stabilità che la nozione di "funzione" richiede: ciò vale, in particolare, per quel sottoinsieme di *hedge fund* e fondi di altro tipo che fanno dell'attivismo la propria strategia distintiva sul mercato. Al tempo stesso, però, va detto che in questi casi tale funzione si pone, il più delle volte, in antagonismo con l'emittente, il che potrebbe impedire la possibilità di riconoscere che essa sia svolta nel contesto dell'emittente, come la norma sembra richiedere. Considerazioni almeno parzialmente diverse potrebbero valere per le forme di *constructivist activism* dei fondi attivisti[732], che si caratterizzano per un approccio collaborativo con le società *target* e al tempo stesso per una maggiore stabilità, derivante dalle maggiori risorse che i fondi attivisti investono su tale tipologia di iniziative.

Nel complesso, tuttavia, tali considerazioni sembrano segnalare che, almeno per il momento, l'eccezione prevista dall'art. 10, par. 1, del MAR non sia in grado di garantire un sufficiente *safe harbor* per gli investitori istituzionali, non foss'altro per l'eccessiva incertezza interpretativa e l'assenza, almeno per il momento, di chiarimenti o interpretazioni dottrinali forti nel senso appena divisato. Da ultimo, non va trascurato anche il fatto che l'art. 17, par. 8, del MAR prevede che «[q]uando un emittente […] comunica informazioni […] ai sensi dell'art. 10, paragrafo 1, ha l'obbligo di dare integrale ed effettiva comunicazione al pubblico di tale informazione, contemporaneamente in caso di comunicazione intenzionale e tempestivamente in caso di comunicazione non intenzionale», ma che tale obbligo non si applica se la persona che riceve le informazioni è tenuta a un obbligo di riservatezza, di qualsiasi natura. Se, da un punto di vista concettuale, l'art. 10, par. 1, MAR prevede un'eccezione distinta da quella fondata sugli obblighi di riservatezza, da un punto di vista pratico, va detto che essa finisce per perdere autonoma rilevanza, nell'ottica di consentire determinate forme di *selective disclosure*, alla luce dell'ultima disposizione citata e per essere ricondotta nell'alveo di tale regola più generale, che sarà analizzata qui di seguito[733].

5.3 Gli obblighi di riservatezza

Tanto nell'ipotesi più generale di cui all'art. 10 MAR quanto nell'esenzione specifica

[731] Sul punto, è bene considerare che, secondo condivisibile opinione, nemmeno la presentazione di una lista di candidati per il rinnovo del consiglio di amministrazione (a prescindere che sia di maggioranza o di minoranza) rappresenta una base sufficiente per giustificare una comunicazione selettiva di informazioni privilegiate, in quanto non rientrante nel "normale esercizio" di alcuna delle attività indicate dall'art. 10 MAR e non determina un rapporto privilegiato tra coloro che abbiano predisposto, e votato, la lista e i componenti di quest'ultima (cfr. DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione*, op. cit., p. 45), verosimilmente proprio per la natura occasionale dell'evento.

[732] Si veda *supra*, nota 625 e nel testo.

[733] Si veda *infra*, paragrafo 5.3.

prevista per i sondaggi di mercato, una delle condizioni necessarie per il riconoscimento di un'area di legittimità della *selective disclosure* è rappresentata dall'esistenza di un obbligo di riservatezza assoluta in capo a chi riceve le informazioni. In altre parole, la *selective disclosure* è ammissibile, al ricorrere degli altri presupposti, nei confronti di alcuni soggetti (per quanto a noi interessa, gli azionisti) a patto che essi siano tenuti, in forza di previsioni legali, contrattuali o di altra fonte, a non divulgare a terzi le informazioni ricevute[734]. Inoltre, tale condizione è espressamente disposta dall'art. 17, par. 8, MAR, al fine di consentire all'emittente di avvalersi in tal caso della facoltà di ritardare la comunicazione al pubblico dell'informazione stessa. Considerazioni analoghe sul punto possono farsi con riferimento alla disciplina americana della *Regulation FD*[735]. La possibilità di ritardo, anche se concettualmente distinta[736], appare in molti casi imprescindibile se si vuole attribuire una qualche concreta utilità alla *selective disclosure*, per lo meno con riferimento alle informazioni privilegiate: diversamente, l'informazione comunicata selettivamente rimarrebbe privata per il solo tempo tecnico consentito dalla legge al fine di effettuare la comunicazione al mercato[737].

Una parte della dottrina ritiene che l'esistenza di un obbligo di riservatezza di natura contrattuale, che vincoli il destinatario dell'informazione, possa essere considerata *di per sé* sufficiente a configurare un'eccezione al divieto di *selective disclosure*[738]. Tale opinione, originariamente concepita con riferimento alle comunicazioni infra-gruppo – in particolare dall'eterodiretta alla capogruppo – può essere estesa, almeno astrattamente, a qualsiasi ipotesi di comunicazione selettiva, a condizione che sia riscontrabile un interesse sociale e che l'accordo contenga presidi procedurali adeguati a garantire l'effettiva riservatezza delle informazioni[739]. In altri termini, secondo tale argomentazione, ammessa la ricorrenza di un interesse sociale (di cui si è già ampiamente discusso nel capitolo precedente), gli emittenti potrebbero cautelarsi[740] contro il rischio di violazioni del divieto

---

[734] Ciò deriva essenzialmente dal fatto che, poiché l'azionista che riceve informazioni privilegiate viene considerato alla stregua di *insider* primario ex art. 8, par. 4, MAR, ne consegue una presunzione che l'azionista, una volta informato, riconosca la natura di queste informazioni e gli obblighi che ne derivano, incluso quello di non divulgarle a terzi ove ciò costituisca violazione dei divieti di cui agli articoli 8 e 10 del MAR (cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit., p. 55).

[735] Si veda *supra*, nota 680.

[736] Si veda *supra*, capitolo terzo, paragrafo 5.

[737] Come osservato da MAUGERI, *Gruppi di società*, op. cit., p. 930, «[u]n problema di comunicazione *selettiva* delle informazioni ha modo di configurarsi solo in pendenza di una procedura di ritardo: se nota al pubblico perché già comunicata, l'informazione perderebbe la propria natura "privilegiata" e non si porrebbe un problema di sua comunicazione "selettiva" ad alcuni azionisti soltanto» (citando, in senso conforme, GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., p. 167).

[738] Cfr. MONTALENTI, «Disclosure» *e riservatezza*, op. cit., p. 251-52; ID., *L'informazione nei gruppi societari*, op. cit., p. 312-13; ID., *Investitori istituzionali e gruppi di società*, op. cit., p. 84; di analogo avviso anche GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., p. 170 e ss. (entrambi con riferimento alla disciplina previgente dell'art. 114 TUF).

[739] Così sembrerebbe suggerire lo stesso MONTALENTI, «Disclosure» *e riservatezza*, op. cit., p. 251-52. Originariamente, l'argomentazione dell'autore era fondata sulla formulazione dell'allora vigente comma 4, dell'art. 114 TUF, ora abrogato dall'art. 3 del D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107, che dispone l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del MAR (cfr. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società*, op. cit., p. 71). In ogni caso, tale ricostruzione può oggi trovare fondamento proprio in quanto previsto dal par. 8 dell'art. 17 MAR.

[740] Il riferimento è, volutamente, al solo emittente perché il divieto (e la conseguente possibilità, al ricorrere delle eccezioni previste) di effettuare comunicazioni selettive è previsto, comprensibilmente, nell'ottica dell'emittente.

di comunicazioni illecite semplicemente imponendo agli investitori con cui intendono instaurare dei dialoghi la firma di un accordo di riservatezza.

Tale interpretazione non incontra consenso unanime in dottrina, specie con riferimento alla nuova norma dell'art. 17, par. 8, MAR, che ha di fatto sostituito, con riferimento all'ordinamento italiano, la previsione del previgente art. 114, comma 4, TUF. In particolare, non manca chi ha sottolineato come l'obbligo di riservatezza non costituisca un *safe harbor* generale rispetto all'obbligo di informazione continua da parte degli emittenti, ma, al contrario, che le ipotesi di comunicazione selettiva ammesse in nome della riservatezza debbano avere natura eccezionale e richiedano non solo la ricorrenza di un interesse sociale ma la circostanza aggiuntiva che esso sia «preminente» rispetto a quello del mercato (ad essere adeguatamente informato)[741].

Tuttavia, anche a prescindere da tale ultima notazione, vi sono ragioni per le quali, con riferimento agli investitori professionali, la soluzione sopra divisata non risulta in concreto percorribile in maniera analoga a ciò che accade per il socio di controllo, e può produrre effetti indesiderati. Tali ragioni in parte sono comuni a tutti gli investitori professionali e, in parte, si differenziano in base alle diverse strategie. In generale, gli accordi di riservatezza sono spesso mal visti dagli investitori professionali, anzitutto per ragioni di costi. Sebbene gli accordi di riservatezza possano apparire come documenti legali piuttosto *standardizzati*, essi richiedono in ogni caso un tempo di negoziazione non insignificante, soprattutto nelle ipotesi in cui l'individuazione dell'ambito di applicazione e gli effetti degli obblighi ivi contenuti siano cruciali per l'attività di almeno una delle due parti coinvolte. La negoziazione anche solo di alcuni aspetti di tali accordi implicherebbe il coinvolgimento di un *team* legale interno, in affiancamento a quello responsabile dell'attività di *stewardship*, che in molti casi gli investitori (specie gli istituzionali) non sono in grado di, o non intendono, coinvolgere[742]. In secondo luogo, tali accordi comportano, indirettamente, un limite alla libertà di investimento, dal momento che preludono, di fatto, alla comunicazione di informazioni privilegiate (e in molti casi prevedono anche espressamente, per quanto occorrer possa, un divieto di utilizzare le informazioni ricevute). Per tale ragione, molti investitori possono, per ragioni di liquidità, non essere disponibili ad accettare la firma di un accordo di riservatezza quale condizione per dialogare con gli emittenti[743]. Il che, in ultima istanza, può verosimilmente spingere questi ultimi

---

Per contro, anche nelle ipotesi in cui sia consentito, chi riceve le informazioni è, in ogni caso, soggetto ai limiti di legge inerenti l'utilizzo di tali informazioni.

[741] CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 134-36, la quale afferma altresì la necessità che l'emittente valuti preventivamente il rischio di un utilizzo abusivo delle informazioni da parte del destinatario (citando in senso conforme anche STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1044).

[742] Cfr. sul punto BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future*, op. cit., p. 46 e ss., che sottolineano l'attuale inadeguatezza delle risorse dedicate dai grandi fondi all'attività di *stewardship* (in senso ampio). Secondo le stime, meno di 3.5 giorni all'anno e meno di 4.000 dollari vengono dedicati alle attività di *stewardship* relative a ciascun investimento: in quest'ottica, l'utilizzo delle risorse dei team legali interni, anche solo per mansioni di routine, avrebbe comunque un impatto importante in termini allocativi, rispetto ai attuali livelli di *budget*. Si veda anche STRAMPELLI, *Knocking at the boardroom*, op. cit., 220, che sottolinea come la necessità di subordinare la comunicazione di informazioni privilegiate alla sottoscrizione di accordi di riservatezza da parte degli investitori «*can discourage engagement by institutional investors, these constraints should be scaled back*».

[743] Quale risultato, i *settlement agreement* possono contenere o meno clausole di riservatezza (che limitino o meno gli amministratori designati dagli attivisti dal comunicare le informazioni apprese nell'esercizio di tali funzioni ai

ad astenersi da tale attività. A riprova di ciò, un recente sondaggio effettuato negli Stati Uniti con riferimento a 145 società quotate evidenzia come gli emittenti stessi, in un'ampia maggioranza dei casi (in media, superiore all'80%), hanno dichiarato di non aspettarsi che gli investitori istituzionali firmino un accordo di riservatezza prima di incontrare gli esponenti del *board*[744].

Ragioni ulteriori di ostilità verso gli accordi di riservatezza sussistono, poi, per i fondi attivisti, in particolare nelle ipotesi in cui uno o più rappresentanti degli stessi siano designati quali amministratori nel consiglio di amministrazione della *target* e, in ragione di tale ruolo, vengano in possesso di informazioni privilegiate. Il tema della facoltà e dei limiti di accesso alle informazioni degli *activist director* sarà affrontato in dettaglio nel prossimo capitolo[745]. Per il momento, è sufficiente osservare che lo scambio di informazioni tra quest'ultimo e il fondo che lo ha designato è fondamentale, come visto, per le strategie dell'attivismo, sia pubblico sia privato, e in particolare nelle ipotesi di attivismo collaborativo[746]. È ben possibile che tale scambio – ove ritenuto in principio legittimo – sia sottoposto in concreto, per volere degli emittenti, ad un accordo di riservatezza[747]. In tali occasioni, tuttavia, per effetto delle pattuizioni dell'accordo, che nella prassi escludono ogni possibilità di utilizzo o comunicazione delle informazioni ricevute, fuori dai casi strettamente imposti dalla legge o dall'autorità, gli amministratori designati dai fondi vengono a trovarsi in una situazione deteriore anche rispetto ai normali *corporate insider*. A questi ultimi, infatti, non è fatto assoluto divieto di compiere investimenti, anche con riferimento alle azioni dell'emittente stesso, pur secondo criteri e regole molto stringenti[748]. Si arriverebbe quindi all'effetto paradossale di prevedere un divieto assoluto in capo a soggetti per i quali la necessità di *trading* è fisiologicamente connaturata e dunque, in una certa misura, più giustificabile. Inoltre, forzare i soli *activist director* a firmare un accordo di riservatezza quale condizione per l'assunzione della carica costituisce un segnale di diffidenza nei confronti dei fondi che li hanno designati che può minare all'origine

---

propri *sponsor*) a seconda dell'esito della negoziazione, tra il fondo e l'emittente: cfr. COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 396 e ss. Tuttavia, gli autori rilevano come all'interno del campione considerato, la maggioranza dei *settlement agreement* non prevede alcuna previsione riguardante tale scambio di informazioni (cfr. la precedente versione COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs: What Happens When an Activist Director Goes on the Board?*, Columbia Business School Research Paper no. 18-15, 2018, https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3082&context=faculty_scholarship, p. 53).

[744] GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement*, op. cit., p. 42-43.

[745] Si veda *infra*, capitolo quinto, paragrafo 4.

[746] A questo proposito si rinvia a quanto detto in proposito nei precedenti paragrafi 3.1, 3.2 e 3.3.

[747] È il caso, ad esempio, della nota vicenda tra il fondo Trian e DuPont. A seguito del fallimento della *proxy contest* iniziata dal primo, il *management* dell'emittente decise di invitare il fondo a collaborare nello sviluppo della struttura relativa all'imminente fusione con DowChemicals. Poiché a quel tempo i termini della fusione erano ancora oggetto di negoziazione tra le parti coinvolte, e si tratta di informazioni non pubbliche e "*highly market sensitive*", Trian acconsentì a firmare un accordo di riservatezza al fine di poter collaborare (cfr. *Dow/DuPont Final Proxy Statement and Prospectus, Background of Merger*, 10 giugno 2016, 72, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1666700/000119312516618361/d125888d424b3.htm).

[748] Cfr., ad esempio, FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., p. 47 («[*c*]*orporate officials are, for example, free to trade in their company's stock with appropriate safeguards such as a requirement that trades be pre-approved or take place only during specified trading windows*»). Discorso nella sostanza analogo può farsi anche nel contesto regolamentare europeo, dove l'iscrizione nel registro *insider* (*ex* art. 18 MAR) non preclude di per sé (ed anzi implica, almeno astrattamente) la possibilità di effettuare operazioni sugli strumenti finanziari dell'emittente.

l'instaurazione di un rapporto collaborativo[749], e spingere inutilmente i fondi stessi ad adottare un atteggiamento più ostile.

Per contro, va detto lo sviluppo di *policy* da parte degli emittenti che impongano di ottenere un impegno di riservatezza in via preliminare può avere un impatto benefico, nella misura in cui allontana gli attivisti con strategie di profitto meno efficienti per l'emittente, senza necessariamente discriminare (in egual maniera) quelli con strategie cooperative. In uno scenario fisiologico, infatti, il profitto degli attivisti dipende dall'andamento del titolo della *target* rispetto al prezzo *floor* a cui hanno acquistato la partecipazione. Tuttavia, qualora essi possano profittare anche della possibilità di effettuare operazioni di *trading* informato (non soltanto sulle azioni dell'emittente), grazie alle informazioni reperite, ciò può incentivare l'intrapresa di iniziative inefficienti (*i.e.* che non valorizzano la partecipazione nella società ma comunque consentono di generare un sufficiente ritorno sull'investimento per gli attivisti)[750]. Conseguentemente, in una prospettiva *ex ante*, l'imposizione di obblighi di riservatezza può, almeno in una certa misura, dissuadere tali strategie senza però scoraggiare coloro che perseguono progetti di effettiva valorizzazione dell'emittente. Il fatto che tali clausole non siano ricorrenti nei *settlement agreement* stipulati con gli emittenti[751] segnala però un ulteriore potenziale problema: cioè il fatto che spesso il potere contrattuale degli attivisti è tale da poter neutralizzare in concreto gli effetti di tale strumento.

Inoltre, gli accordi di riservatezza possono rappresentare un fattore di ostacolo per lo sviluppo di forme di collaborazione tra investitori. Ciò vale in misura molto limitata, se non risibile, con riferimento al fenomeno della cooperazione tra soli attivisti (c.d. *wolf-pack*), dal momento che la condivisione di informazioni avviene in questi casi in una fase preliminare, con l'obiettivo di aggregare il consenso di più attori in merito a una medesima iniziativa. Non va comunque sottovalutato il fatto che, come evidenziato in un recente studio, la prospettiva di poter profittare di opportunità di *trading* informato può rappresentare un collante per il gruppo di attivisti, altrimenti instabile[752]. Invece, l'adesione da parte di investitori istituzionali alle iniziative degli attivisti non può essere motivata dalle medesime prospettive, specie in considerazione della minor partecipazione detenuta nella singola *target*[753]: al contrario, essa si fonda principalmente sulla capacità di persuaderli circa la bontà progetto imprenditoriale (rispetto a quello corrente). Al riguardo vi è chi sostiene che tale dinamica di aggregazione non necessiti di una comunicazione diretta tra attivisti e istituzionali, poiché le iniziative pubbliche degli attivisti consentono ai secondi di valutare

---

[749] Cfr. FROST, *Activist-Appointed Directors Causing Confidentiality Concerns*, 4 aprile 2016, https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=AgendaWeek-040416.pdf&type=subsite, («*sometimes forcing [activist-appointed directors] to sign new confidentiality agreements is used to oppress directors […] You want to create a cohesive group, and a confidentiality agreement says you don't trust them from the get-go, and that's a terrible way to start*»).

[750] COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 42, ove anche un esempio numerico.

[751] *Idem*, p. 43 e in nota 82, che tuttavia segnala come vi siano comunque altri ostacoli esterni che possono impedire in concreto agli *hedge fund* il ricorso al *trading* informato, per lo meno con riferimento agli strumenti finanziari dell'emittente (discorso diverso, invece, va fatto con riferimento alle ipotesi di c.d. *network trade*, al momento non soggetto alle medesime restrizioni: sul punto si veda *supra*, nota 444 e nel testo).

[752] COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 3 e 42 e ss., in senso critico, sottolineando che tale opportunità possa condurre gli attivisti a perseguire soluzioni inefficienti.

[753] BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor*, op. cit., p. 34

autonomamente se prestare o meno il proprio appoggio[754]. Tuttavia, da un lato, tale considerazione non si applica egualmente al fenomeno del *private engagement*, nel quale la collaborazione non può, per evidenti ragioni, nascere "spontaneamente", quale effetto dei segnali che il fondo che fa da "apripista" può dare sul mercato. Inoltre, vi è chi, contrariamente, sostiene che il tentativo di persuasione degli investitori istituzionali da parte degli attivisti (e, parallelamente ma in senso contrario, del *management* in carica della società) avvenga tramite veri e propri colloqui riservati[755]. Non è necessario prendere posizione in merito alle due diverse visioni, le quali, a ben vedere, stante il carattere estremamente variegato delle manifestazioni dell'attivismo, possono entrambe descrivere correttamente parti diverse della realtà effettuale. Ci si può limitare ad osservare, ragionevolmente, che almeno in alcuni casi non si può escludere che la collaborazione tra attivisti e istituzionali comporti veri e propri scambi di informazioni e che è verosimile che tali informazioni, riguardando aspetti strategici dell'emittente, le sue prospettive e i progetti di cambiamento che gli attivisti intendono effettuare, possano includere anche informazioni riservate di cui gli attivisti siano entrati in qualche modo possesso, anche dall'emittente[756]. In tali casi, il vincolo imposto da accordi di riservatezza, che per ipotesi gli attivisti fossero stati obbligati a sottoscrivere in sede al fine di dialogare con gli emittenti in prima istanza, finirà per limitare le possibilità di tale forma di cooperazione, a tutto vantaggio del *management* in carica.

5.4 Parità di trattamento e "selezione" degli interlocutori. In particolare: la rilevanza dell'orizzonte temporale nell'individuazione del criterio discretivo

In molti casi le comunicazioni selettive con gli investitori professionali possono effettivamente non comportare la trasmissione di informazioni privilegiate. Tale condotta rileva, come già analizzato in precedenza, anche rispetto all'applicazione del principio di parità di trattamento. Si è già detto che tale principio non osta, in linea generale, a che l'emittente possa discriminare tra diverse *tipologie* di azionisti con cui comunicare selettivamente, a patto che tale scelta sia in concreto sorretta dal soddisfacimento di un interesse riconducibile a una nozione (per quanto informata a una visione pluralista) di interesse sociale.

Le considerazioni svolte in relazione agli investitori professionali spingono a porsi un

---

[754] *Idem*, p. 35 (citando, in senso favorevole, KAHAN, ROCK, *Index Funds and Corporate Governance*, op. cit, p. 40, e STRINE JR., *Who Bleeds*, op. cit., p. 1902-3, che sottolineano come il comportamento compiuto dagli *hedge fund* sul mercato, nelle campagne di *public activism*, sia spesso sufficiente per attrarre l'eventuale disponibilità di altri soggetti a supportarne l'iniziativa).

[755] PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 6-7.

[756] Ad esempio, in una fase preliminare di negoziazione con l'emittente, poi non andata a buon fine (si veda *supra*, in questo capitolo, paragrafo 3). Tuttavia, la necessità di collaborazione e dialogo con gli istituzionali può sorgere, per gli attivisti, anche in una fase successiva della campagna – cioè anche dopo aver ottenuto rappresentanza nel *board* dell'emittente – in quelle di più lungo periodo, là dove, per ragioni contingenti, sia necessario nuovamente un appoggio, per esempio al fine di sostenere misure proposte dagli *activist director* ma che richiedono l'approvazione dell'assemblea (quali, ad esempio, operazioni straordinarie o sul capitale, acquisto di azioni proprie, alienazioni di partecipazioni, oppure in ragione di particolari clausole autorizzative contenute in statuto).

ulteriore e più complesso interrogativo, nel solco di tale discorso sulla parità di trattamento. E cioè se l'emittente abbia la facoltà – e nel caso con quali criteri ed entro quali limiti – di individuare anche *singolarmente* i soggetti ai quali comunicare determinate informazioni, senza imporre, in altri termini, un trattamento paritario dei soggetti appartenenti a una medesima tipologia di azionisti (oppure anche a un sottogruppo omogeneo, per caratteristiche, di investitori)[757]. Il che significa, in sostanza, valutare se le comunicazioni selettive possano rientrare nell'ambito della discrezionalità gestoria degli amministratori. La questione, che in principio si pone anche nell'ipotesi di comunicazioni al socio di controllo, ha una rilevanza particolare nel caso in cui i destinatari ipotetici siano gli investitori professionali, in virtù particolare pluralità ed eterogeneità degli stessi.

Anzitutto, va detto che la facoltà di selezionare individualmente tra tali soggetti è di fatto consentita, anche se non esplicitamente, nel contesto della disciplina dei sondaggi di mercato. Da questo punto di vista, infatti, la disciplina europea lascia libero l'emittente di pre-determinare gli investitori (inclusi gli azionisti) cui comunicare le informazioni funzionali al sondaggio[758]. A tal fine rilevano in particolare alcune caratteristiche oggettive dei potenziali destinatari, tra cui *in primis* l'entità della partecipazione detenute, che fanno sì che l'acquisizione di un loro orientamento circa l'operazione prospettata possa contribuire in maniera decisiva al buon esito della stessa. Coerentemente, è ben possibile che, ad esempio, nel sondaggio relativo a una potenziale operazione di aumento di capitale in opzione vengano sentiti soltanto gli investitori istituzionali più rilevanti, che congiuntamente siano in grado di garantire all'azionista di riferimento il supporto necessario per l'approvazione assembleare.

Una simile interpretazione è inoltre coerente con la *ratio*, applicabile anche al di fuori della ristretta fattispecie, di limitare i destinatari delle comunicazioni selettive allo stretto numero necessario per realizzare l'interesse sociale che le giustifica. Al tempo stesso, ciò consente di evitare un inutile aggravio di costi per l'emittente (legati alla comunicazione e alla gestione dei rapporti con gli investitori), nonché di ridurre i rischi di *leakage* che sono inevitabilmente connessi alle comunicazioni selettive[759]. Infine, essa può rispondere, in molti casi, a un più generale principio di economia dei mezzi, dal momento che in questo modo vengono esclusi dalla comunicazione investitori che, come si è avuto modo di evidenziare, per caratteristiche soggettive intrinseche o per il contenuto dell'informazione in questione, tenderebbero comunque a ignorare l'informazione loro comunicata. Le suddette ragioni non mi paiono specifiche rispetto alla disciplina dei sondaggi di mercato e, in assenza di indicazioni normative che suggeriscano il contrario, suggeriscono la possibilità di un'interpretazione estensiva anche al di fuori di quello stretto ambito.

Atteso che, coerentemente con quanto discusso nel precedente capitolo, non sussiste un

---

[757] Sul punto si interroga, ad esempio, STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 123.

[758] Cfr. MOSCA, *Comunicazione selettiva*, op. cit, p. 66; STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 124.

[759] Come sottolineato da FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, op. cit., p. 43, in molti casi «*[a] shareholder may also simply be careless or sloppy with the information in a way that harms the interests of the company*», specie con riferimento alle informazioni che non possono essere utilizzate per il *trading* (citando il noto caso di Bill Ackman, che all'epoca sedeva quale *activist director* nel *board* della società J.C. Penney, il quale aveva condiviso con la stampa finanziaria alcune lettere indirizzate internamente al consiglio: sulla vicenda si veda la cronaca di CHERIAN HUSKINS, *Boardroom Confidential: Directors and Their Duty*, 13 settembre 2016, https://woodruffsawyer.com/do-notebook/boardroom-confidential/).

diritto degli investitori professionali ad avere un dialogo con l'organo amministrativo[760], la relazione deve essere inquadrata nei termini per i quali gli investitori approcciano il *board* con le modalità e secondo le esigenze che caratterizzano la propria strategia di investimento e agli amministratori spetta la valutazione, caso per caso, circa l'opportunità se rispondere o meno a tali sollecitazioni. La domanda è se tale decisione debba fondarsi su criteri pre-determinati dal legislatore, o comunque desumibili in via interpretativa dalla cornice normativa, oppure se, invece, debba essere lasciata alla discrezionalità gestoria degli amministratori (e quindi, di conseguenza, alla *business judgement rule*).

Nel solco della prima teoria, vi è chi ha sostenuto che il criterio discretivo dovrebbe essere costituito dalla maggiore o minore propensione dei diversi investitori all'investimento di lungo periodo. Il che sarebbe motivato, da un lato, da ragioni di coerenza con gli attuali obiettivi del legislatore comunitario in materia di *corporate governance*, e, dall'altro lato, dall'asserita evidenza che gli investitori *long-term* siano più frequentemente coinvolti nei dialoghi con gli emittenti[761]. Conseguentemente, è stato proposto di inserire un'esplicita esenzione dai divieti di *selective disclosure* per le comunicazioni agli investitori che rientrino in tale profilo[762]. Anche senza entrare nel merito degli obiettivi fissati dal legislatore comunitario, mi pare che tale soluzione non sia condivisibile, per due fondamentali ordini di ragioni, la prima più specifica e la seconda più generale.

La prima ragione è che la distinzione tra breve e lungo termine è controversa in teoria, in particolare con riferimento alle sue giustificazioni economiche[763], ma ancora più incerta ove si tratti di applicarla alla realtà. In primo luogo, perché la nozione di "lungo periodo" implica di individuare un momento temporale di riferimento nel futuro, sul quale proiettare il problema di *wealth maximization*: tale operazione è quindi, inevitabilmente, il prodotto di una scelta convenzionale. In secondo luogo, dal momento che i prezzi di mercato tendono a incorporare informazioni con precisione marginalmente decrescente più esse si riferiscono a progetti di lungo periodo[764], la

---

[760] L'opinione della dottrina è, sul punto, categorica: cfr., per i molti, STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 118.

[761] Cfr. MCCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the Scenes*, op. cit., p. 2905 e ss.

[762] WINTER, *Shareholder Engagement*, op. cit., p. 17.

[763] Secondo la teoria finanziaria più ortodossa, una simile distinzione non avrebbe ragione di esistere perché, assunta l'efficienza informativa dei mercati secondo il modello della *ECMH*, il prezzo attuale delle azioni sarebbe in grado di incorporare le prospettive reddituali di qualsiasi iniziativa, sia di "breve" sia di "lungo" periodo. Conseguentemente, non dovrebbe sussistere alcun conflitto tra gli interessi degli azionisti *short-* e *long-term*: il punto è ben sintetizzato da HILL, MCDONNELL, *Short- and long- term investors (and other stakeholders too): must (and do) their interests conflict?*, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, a cura di Hill e Davidoff Solomon, Cheltenham, 2016, p. 400 («*if an action has high current costs but an even higher promise of increased profits in the future, so that long-term shareholders would want the firm to undertake that action, short-term shareholders should agree, because taking that action should increase the current share price*»). Se calata nella realtà operativa, questa visione suggerisce che la differenza tra breve e lungo periodo si assottiglia fino a scomparire con il crescere dell'efficienza informativa dei mercati. In concreto, però, l'efficienza reale dei mercati è, secondo ammissione quasi unanime, lontana da quella delineata dalla ECMH nella sua versione "forte" e, per molti, anche in quella c.d. "semi-forte" (si veda *supra*, nota 106).

[764] Il mercato tende a scontare in maniera molto più significativa (e più che proporzionale) le previsioni relative a un orizzonte temporale anche medio (ad esempio, cinque anni), in quanto la precisione predittiva si riduce per eventi più lontani nel tempo: ciò comporta che l'impatto sui prezzi di progetti a lungo termine sia minore di quello di progetti di realizzazione immediata (anche a parità di impatto positivo netto sul valore "fondamentale" della società): cfr., ad

misurazione dell'operato degli amministratori diventa più difficile man mano si allontana l'orizzonte di riferimento. In terzo luogo, come evidenziato da alcuni autori, il perseguimento di una strategia di lungo termine non comporta *di per sé* un beneficio per la società e può, anzi, in alcuni casi distruggere valore[765]. A riprova di ciò, non è difficile immaginare situazioni nelle quali l'adozione di progetti di lungo termine possa in concreto non solo recare detrimento alla società alla redditività di breve termine ma, di riflesso, pregiudicare anche la realizzabilità di tali progetti futuri.

Tali considerazioni suggeriscono che la dicotomia tra breve e lungo periodo sia, in realtà, una falsa dicotomia. Il che rende, a sua volta, il perseguimento in via assoluta dell'uno o dell'altro obiettivo nient'altro che un'astrazione. Al contrario, esiste un orizzonte "strategico" (da alcuni definito "*strategic term*"), sul quale è possibile misurare la capacità dell'impresa di massimizzare il profitto e al tempo stesso di farlo nella maniera più sostenibile. Tale orizzonte, tuttavia, non è universale ma al contrario è endogeno ad ogni singola società e dipende da una serie di variabili specifiche per ciascuna (tra cui, ad esempio, il modello di *business*, il settore di riferimento, il tipo di mercato e la concorrenza cui è sottoposto)[766].

Ancora più difficile è, in concreto, comprendere *ex ante* su quale orizzonte temporale si misurino gli effetti della politica di investimento di singole categorie di investitori (o, ancor peggio, di singoli investitori). In generale, sussiste una tendenza a una categorizzazione eccessivamente semplicistica. È quella che spinge, ad esempio, a considerare i fondi attivisti, e in particolare gli *hedge fund*, necessariamente quali investitori *short term*, in considerazione delle misure che tipicamente spingono gli emittenti ad adottare (c.d. *activist playbook*)[767]. Tuttavia, è stato evidenziato

---

esempio, STOUT, *The Mechanisms*, op. cit., spec. p. 656; HALDANE, DAVIES, *The short long*, in *29th Société Universitaire Européene de Recherches Financiéres Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?*, Bruxelles, 2011; HILL, MCDONNELL, *op. ult. cit.*, p. 402; PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 13.

[765] Cfr., per tutti, BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in 113 *Columbia Law Review*, 2013, p. 1637, e FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, in 124 *Yale Law Journal*, 2015, p. 1558 e ss.

[766] PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., spec. p. 12; VERSTEIN, *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, in 41 *Seattle University Law Review*, 2018, p. 577 e ss.; KATZ, MCINTOSH, *The Long Term*, op. cit.

[767] HILL, MCDONNELL, *Short- and long- term investors*, op. cit., p. 396. Tali misure possono includere, tipicamente: tagli alla spesa per il personale o per la ricerca e sviluppo, il riacquisto di azioni da parte della società o la distribuzione di maxi dividendi tramite l'utilizzo della cassa disponibile, le operazioni di disinvestimento di partecipate o di riorganizzazione in funzione essenzialmente "cosmetica", fino ad arrivare alla manipolazione (più o meno consentita) dei conti aziendali. Le ragioni strategiche di ciò si ascrivono al fatto che la massimizzazione costante del valore delle azioni non è praticabile sul lungo periodo, dal momento che ogni incremento nel valore di mercato aumenta il *benchmark* (*i.e.* il denominatore del rapporto) per la misurazione della performance successiva. Dal momento che una crescita del *valore* della società e del suo patrimonio non è ragionevolmente conseguibile all'infinito, la soluzione più semplice per chi si trova alla guida del *management* è quella di gestire le aspettative del mercato, piuttosto che cercare di migliorare continuamente i fondamentali dell'impresa (cfr. MARTIN, *Fixing the Game: Bubbles, Crashes, and What Capitalism Can Learn from the NFL*, Boston, 2011, p. 192-193). A tal fine, quindi, potrebbe decidere di utilizzare tecniche di "manipolazione" dei conti (c.d. *earnings management* – cfr. CHANEY, LEWIS, *Earnings Management and Firm Valuation Under Asymmetric Information*, in 1 *Journal of Corporate Finance*, 1995, p. 319 e ss., per una spiegazione di come tale prassi possa comunque ottenere risultati anche in mercati teoricamente efficienti dal punto di vista informativo) per determinare l'apparenza di un pessimo risultato trimestrale, in maniera da riazzerare le aspettative del

come tali iniziative non comportino necessariamente una distruzione di valore nel medio-lungo periodo (a fronte di un significativo incremento nel breve)[768], ma soprattutto che anche gli *hedge fund* adattino il proprio modello comportamentale a seconda del contesto e possano, in molti casi, adottare anche strategie di cooperazione orientate a un orizzonte temporale meno immediato[769]. Più in generale, l'osservazione della prassi, coerentemente con quanto discusso in precedenza, suggerisce che i comportamenti di ciascun investitore non sono rigidamente legati alla loro "identità" (intesa come appartenenza tassonomica ad una certa tipologia – *e.g. hedge fund*, fondi di *private equity*, *mutual fund*, *index fund*, etc.), quanto invece alla strategia che in concreto adottano, la quale può differenziarsi anche tra soggetti appartenenti a un medesimo gruppo ma anche, con riferimento a uno stesso soggetto, nel contesto di diverse opportunità di investimento[770].

La seconda ragione è strettamente dipendente dalla prima. Infatti, dalle considerazioni precedenti si può evincere che la determinazione dell'orizzonte temporale "giusto" è parte integrante dell'attività di definizione ed esecuzione della strategia imprenditoriale e quindi, in sostanza, al merito della gestione aziendale. Pertanto, essa dovrebbe essere tenuta al riparo anche in questo caso, coerentemente con l'impostazione del nostro attuale diritto societario, dall'influenza dei giudici ma anche del legislatore medesimo, che non dovrebbe favorire aprioristicamente l'una visione sull'altra. Al tempo stesso, l'operato degli amministratori è, anche in questo frangente, sottoposto alle dinamiche di mercato e ai suoi meccanismi di controllo. La crescente ingerenza degli investitori professionali nella conduzione delle società partecipate rappresenta una delle manifestazioni di ciò. In particolare, attraverso il canale dell'attivismo, la visione imprenditoriale proposta dal *management* in carica è posta a confronto con altre visioni concorrenti e sottoposta al giudizio degli azionisti. In questo contesto, analogamente a quanto accade nell'ambito dei *takeover*, il *management* in carica si trova nella situazione di poter, in virtù del proprio ruolo (contingente) di comando, influire sull'esito del confronto in maniera più favorevole alla propria conservazione in carica. Il che può

---

mercato e poterle nuovamente rialzare successivamente. Parimenti, tramite operazioni di scissione o scorporo aziendale, è possibile separare divisioni di *business* diverse, senza un effettivo risparmio ma anzi potenzialmente con duplicazioni di costi, per far sì che il prezzo relativo a ciascuna linea di prodotto sia fissato dagli investitori che hanno aspettative più ottimistiche sul quel dato prodotto (ma che potrebbero non averle su altre linee, che originariamente venivano prodotte congiuntamente in un'unica entità societaria). È ciò che accaduto, ad esempio, nella vicenda dell'acquisizione di Cadbury da parte di Kraft nel 2010 e della scissione, di poco successiva, dell'incorporante in due società (cfr. CHON, *Activists Pressed for Kraft Spinoff*, in *The Wall Street Journal*, 5 agosto 2011, https://www.wsj.com/articles): «*[t]he surprise announcement […] is an acknowledgment that Kraft, the world's second-largest global-food company by sales behind Nestlé SA, can't rev its shares by mixing together higher-growth brands such as Cadbury chocolate with refrigerator staples such as Oscar Mayer lunch meats and Jell-O desserts*».

[768] BEBCHUK, BRAV, JIANG, *The Long-Term Effects*, op. cit., p. 1085 e ss. (che evidenziano come gli effetti positivi dell'attivismo sulla *performance* delle società *target* permangano anche ove si consideri un orizzonte temporale fino a cinque anni successivi al disinvestimento); ma *contra*, almeno parzialmente, CREMERS ET AL., *Hedge Fund Activism, Firm Valuation and Stock Return*, 19 dicembre 2018, https://ssrn.com/abstract=2693231 (i quali riscontrano sì un effetto di incremento significativo, anche nel lungo periodo, nel valore delle azioni delle società oggetto di iniziative attiviste, ma precisano che tali effetti sono indipendenti dalle misure imposte dagli attivisti, dovendosi attribuire invece alle capacità di questi ultimi di selezionare bene i bersagli migliori).

[769] Si veda *supra*, nota 624 e seguente e nel testo corrispondente.

[770] Sul punto cfr. MADSEN, *Promoting the 'Right' Kind*, op. cit., p. 150.

richiedere che il legislatore intervenga per imporre in capo a questi ultimi gli obblighi necessari a consentire un "*fair game*". L'equilibrio sarebbe, in questo caso, rappresentato dalla decisione di negare agli azionisti un diritto di accesso alle informazioni riservate riguardanti l'emittente ma, al contempo, di consentire – a determinate condizioni – la possibilità per il consiglio di comunicare selettivamente con alcuni azionisti.

Tale possibilità potrebbe essere utilizzata dagli amministratori per finalità anche molto eterogenee, ad esempio: per favorire iniziative collaborative con investitori che forniscano competenze necessarie per migliorare la gestione societaria, oppure per attrarre semplicemente gli investitori disponibili che garantiscano loro di rimanere in carica; per accomodare alcune richieste degli attivisti che consentano di evitare campagne ostili più lunghe e costose, oppure per comunicare informazioni privilegiate quale merce di scambio per una tregua. Tali scelte, sebbene possano avere conseguenze anche dirette sulla posizione degli azionisti (o di alcuni di loro), appartengono, a mio parere, alla sfera della gestione imprenditoriale, di tendenziale competenza dell'organo amministrativo. Pertanto, il legislatore dovrebbe astenersi dal predeterminare criteri rigidi cui tali decisioni devono conformarsi, atteso che, in ogni caso, si richiede che esse siano coerenti con il perseguimento dell'interesse sociale.

A parziale conferma di ciò, si può osservare che nella prassi delle società quotate la gestione dei rapporti con gli investitori sta assumendo – ed è destinata ad assumere sempre più – un'importanza crescente nel contesto delle attività dei componenti di vertice dell'organizzazione. Già oggi le attività collegate all'*engagement* degli investitori istituzionali travalicano, dal lato dell'emittente, l'ambito della funzione di *investor relations*[771] e richiedono il coinvolgimento di soggetti e competenze diversi, nonché il crescente interessamento anche del *board* e di esponenti del *senior management* (tra cui, ad esempio, il *chief financial officer* e il *general counsel*)[772]. In tale sviluppo si riscontra una tendenza all'accentramento della competenza alla gestione di tali affari verso le funzioni di vertice dell'amministrazione (e sopratutto verso il consiglio di amministrazione), il che sottende un'acquisita centralità di tali questioni nel contesto della strategia imprenditoriale delle società.

Nel complesso, dunque, le considerazioni qui svolte portano a ritenere ragionevolmente che rientri nella facoltà degli amministratori individuare, anche singolarmente, gli investitori professionali ai quali comunicare selettivamente determinate informazioni. Tali decisioni rientrano nel merito amministrativo di loro competenza, e sono quindi slegate da criteri *aprioristici*, ma restano comunque soggette a un giudizio (*ex post*) di congruità con l'interesse sociale.

La scelta di valorizzare il ruolo degli amministratori *insider* nell'*engagement* degli investitori istituzionali, investendoli del compito di fornire le informazioni necessarie agli investitori, risulta coerente, a livello sistematico, con il ruolo che il legislatore ha assegnato agli stessi nel contesto della disciplina delle offerte pubbliche, rispetto alla quale si riscontrano significative analogie[773].

---

[771] Cfr. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 194: «*directors' strategic engagement with key shareholders represents a new form of investor relations and these interactions, compared to traditional investor relations, are "more episodic, led by high-level outside actors, and involve . . . the highest levels of the company"*» (citando ROCK, *Shareholder Eugenics*, op. cit., p. 895).

[772] Di questo aspetto si parlerà diffusamente nel successivo capitolo quarto.

[773] In particolare, entrambi i fenomeni possono essere accomunati sotto il profilo della funzione, ovverosia

Da tempo, infatti, il nostro ordinamento ha abbandonato, in tal materia, la filosofia della *passivity rule* (secondo cui la disciplina dell'opa dovrebbe occuparsi esclusivamente delle relazioni tra azionisti, attribuendo agli amministratori della società bersaglio soltanto obblighi o doveri di non fare, anziché di fare, al fine di mantenerli neutrali) ed investe, invece, gli amministratori del compito di fornire un'assistenza, principalmente informativa, agli azionisti, al fine di garantire a questi ultimi un'effettiva capacità di auto-determinarsi nella scelta se aderire o meno all'offerta[774].

Analogamente, la soluzione qui divisata comporta, inevitabilmente, un'accettazione razionale di una certa misura di rischio di conflitto di interessi in capo agli amministratori, che si trovano investiti del potere di decidere se ed a chi comunicare informazioni anche nelle ipotesi in cui i potenziali destinatari siano soggetti ostili ai loro interessi particolari (è il caso, ad esempio, degli *hedge fund*, che spesso spingono per la sostituzione di una parte del *board* o degli *executive* in carica, prima di tutto del CEO). Tuttavia, da un lato, l'accettazione di tale conflitto è in un certo senso inevitabile, nella misura in cui non è possibile escludere gli amministratori da questo ruolo, pena, come si è cercato di mostrare in precedenza, l'abbandono di qualsiasi iniziativa di *engagement*[775]. Dall'altro lato, l'attribuzione di tale potere agli amministratori è, almeno in parte, bilanciata dalla concreta possibilità per gli investitori di costringere il *management* ad accettare le proprie proposte, eventualmente anche in via ostile. Tali considerazioni sembrano suggerire che la tutela degli investitori rispetto ad eventuali condotte in conflitto di interessi degli amministratori nell'esercizio discrezionale del loro ruolo informativo possa essere rimessa alla disciplina ordinaria del conflitto di interessi e della responsabilità degli amministratori.

6. Ripensare un nuovo approccio alla luce del fenomeno dell'*equity (re)intermediation*

Tanto la disciplina di mercato quanto le norme in materia di parità di trattamento non sembrano in grado di offrire soluzioni adeguate rispetto ai problemi che le comunicazioni selettive sollevano con riferimento ai rapporti tra emittenti e investitori professionali. In particolare, anche al netto di un'interpretazione estensiva e orientata ai principi generali del sistema, le norme positive in materia – specie quelle del MAR – finiscono per costituire, direttamente o indirettamente, un argine allo sviluppo di fenomeni di *engagement* e attivismo da parte degli investitori istituzionali. Inoltre, non sempre queste norme conducono neppure a risultati "ottimali", nel senso di massimizzare i comportamenti efficienti e minimizzare quelli dannosi o distorsivi. L'impressione complessiva è che la disciplina delle comunicazioni selettive, per quanto rinnovata in tempi relativamente

quella di disciplinare, sotto un profilo efficientistico, il mercato finanziario e di mitigare (ove non risolvere) gli *agency problems* tipici del governo societario (ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 545): in questo senso, non manca chi sottolinea come i fenomeni di *engagement* e, soprattutto, di attivismo rappresentino un evoluzione che, per varie ragioni, sta progressivamente sostituendo lo strumento dei *takeover* ostili nello svolgere tale funzione (ad esempio, RIBSTEIN, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, in 81 *Notre Dame Law Review*, 2006, p. 1476).

[774] REGOLI, *Doveri di assistenza*, op. cit., p. 793-95.

[775] Nel caso di specie, forse ancora più che nelle situazioni di pendenza di opa, il flusso informativo è infatti fondamentale per garantire quel principio di corrispondenza fra ricerca di vantaggi e costi informativi (ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 549), che è alla base degli incentivi degli azionisti a investire in attività di *engagement*.

recenti, non prenda in dovuta considerazione i numerosi risvolti che lo sviluppo dell'attivismo solleva in tale ambito. Al netto di alcune pur significative novità, infatti, l'impianto normativo è rimasto complessivamente costante nel tempo, negli Stati Uniti come in Europa, e in sostanza riflette ancora in larga parte le soluzioni (e i problemi) di inizio millennio, quando, per l'appunto, negli Stati Uniti veniva approvata la *Regulation FD*.

L'aspetto di maggiore obsolescenza di tale disciplina consiste, a mio parere, nell'essere incentrata in maniera pressoché esclusiva sulle esigenze del piccolo investitore-risparmiatore e, parallelamente, di non tenere ancora in dovuta considerazione gli effetti del fenomeno di riconcentrazione della proprietà azionaria (c.d. *equity (re)intermediation*), in atto ormai in tutti i mercati globali. Tale fenomeno comporta un ripensamento dei paradigmi alla base di molte regole del diritto societario e dei mercati finanziari, se non addirittura un ripensamento del ruolo degli stessi[776]. Quella delle comunicazioni selettive rientra, senza dubbio, tra le materie direttamente più interessate.

Numerose opinioni criticano, già da tempo, la disciplina della *corporate disclosure* proprio perché incentrata sulla tutela del socio/piccolo investitore, la quale risulterebbe anacronistica in considerazione degli sviluppi più recenti dei mercati di capitali (non da ultimo, l'avvento di investitori professionali e del *trading* algoritmico e automatizzato). Tale circostanza sarebbe facilmente riscontrabile con riferimento alle norme in materia di informazione periodica (soprattutto, in tema di prospetto informativo)[777], ma anche la disciplina dell'informazione continua non ne sarebbe esente[778]. Discorso analogo può essere fatto con riferimento al principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 TUF, anch'esso rivolto principalmente – almeno nel contesto della disciplina dell'informazione – alla protezione del piccolo risparmiatore rispetto alle asimmetrie informative[779].

---

[776] Cfr. GOSHEN, HANNES, *The Death*, op. cit., spec. p. 265-72, i quali sostengono che lo spostamento della proprietà azionaria dagli investitori individuali a quelli istituzionali sta determinando un parallelo trasferimento il potere di controllo dalle Corti (in particolare, quelle del Delaware) al mercato: conseguentemente, il diritto societario, quale strumento di regolazione dei conflitti di potere tra azionisti e *management* (specie nelle controversie sul controllo delle società) è stato ora «*eclipsed by shareholder activism*», quale effetto di una sempre maggiore specializzazione e competenza dei primi.

[777] STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1015-17.

[778] In particolare, con riferimento alla qualificazione dell'"investitore-tipo" rispetto al quale valutare la sussistenza del requisito di precisione (*price sensitivity*) delle informazioni: già nel vigore della disciplina previgente, si discuteva in merito all'opportunità o meno di ricondurre tale nozione alla figura dell'investitore medio non sofisticato, oppure invece all'investitore professionale (cfr., tra i molti, LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive»*, op. cit., p. 142 e ss.; SEMINARA, Disclose or abstein? *La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieto di* insider trading, in *Banca borsa*, 2018, p. 331 e ss.; DENOZZA, *La nozione di informazione*, op. cit., p. 591-95; STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1038 e ss). Tale dibattito teorico non ha perso rilievo anche dopo l'entrata in vigore del MAR, sebbene l'art. 7 non richiami espressamente tale nozione (a differenza dell'art. 181, comma 4, TUF, ora abrogato dal decreto legislativo di adeguamento della disciplina nazionale), anche se parrebbe assestarsi nel senso del superamento del concetto di investitore "medio" (cfr. CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 121-123).

[779] Come osservato da KLÖHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, in *ECFR*, 2010, spec. p. 358-9, il principio di *market egalitarianism* può essere declinato in diversi aspetti, tra i quali quello sostanziale, che prevede che l'informazione pubblicata debba essere in un formato comprensibile tanto all'investitore professionale quanto a quello non sofisticato.

Le critiche tradizionali si appuntano su due argomenti fondamentali: in primo luogo, che qualsiasi sforzo di semplificazione informativa non sarebbe sufficiente a consentire in concreto agli investitori non sofisticati di comprendere l'informazione offerta e di compiere decisioni basate su di esse[780]; in secondo luogo, perché, in conseguenza di ciò, le decisioni di tali investitori sono orientate esclusivamente dai prezzi di mercato e dunque la disciplina della *disclosure* dovrebbe essere orientata a favorire l'operato efficiente di quei soggetti professionali che contribuiscono all'incorporazione delle informazioni nei prezzi[781]. Detto in altre parole, la perdita di centralità della figura dell'investitore individuale nell'operatività dei mercati finanziari, pur continuando a giustificare l'intervento del legislatore in materia di *disclosure*, impone un ripensamento dell'impianto e della filosofia di tali regole.

Nel caso specifico delle comunicazioni selettive vi è di più. In tale contesto, il processo di progressiva intermediazione della proprietà azionaria, che ha portato all'avvento del c.d. *agency capitalism*, comporta implicazioni ulteriori e più incisive. Si fa riferimento a quel fenomeno evolutivo che ha portato negli ultimi trent'anni circa a una riconcentrazione della proprietà azionaria delle società quotate nelle mani degli investitori professionali[782]. Tale fenomeno ha avuto, senza dubbio, una portata più significativa negli ordinamenti a proprietà diffusa, dove ha comportato il superamento del paradigma della *public company* di Berle e Means[783]. Tuttavia, un'evoluzione simile si osserva, seppure con qualche anno di ritardo, anche negli ordinamenti europei, con

---

[780] Cfr. PERRONE, *Informazione al mercato*, op. cit., p. 13 e ss., con ampi riferimenti alla letteratura statunitense che individua nella figura dell'investitore informato un "*conventional myth*"; STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1017. Tale effetto – che si spiega in termini essenziali per una ragione di costi, tempo e competenze – è, tra l'altro, incrementato dal fenomeno di *information overload* derivante dalla crescente complessità dell'informazione finanziaria e, in altra parte, anche dalla progressiva estensione dell'ambito oggettivo della *disclosure* operata dal legislatore, da ultimo proprio ad opera del MAR (sul punto, ad esempio, CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 111-112, che parla di «dilatazione della nozione di informazione privilegiata»).

[781] Cfr., tra i molti, GOSHEN, PARCHOMOVSKY, *The Essential Role*, op. cit., spec. p. 726-732 e 755-766 (che argomentano l'opportunità di un sistema di *mandatory disclosure* in quanto garantisce le condizioni per un operato più efficiente da parte degli investitori professionali e, indirettamente, una migliore formazione dei prezzi); GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms*, op. cit., *passim*; ID., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later*, op. cit., p. 715 e ss. Tale visione, tuttavia, non è unanimemente condivisa: infatti, essa si presta a convincenti critiche, derivanti, da un lato, dalla distanza tra il funzionamento reale del mercato e il modello teorico della *efficient capital market hypothesis* "forte" (si veda *supra*, nota 106) e, dall'altro lato, dal fatto che anche il processo decisionale degli investitori professionali non è esente da *bias* cognitivi, come la più recente letteratura in tema di *behavioral finance* ha cercato di illustrare (cfr., ad esempio, STOUT, *The Mechanisms*, op. cit., p. 651 e ss., ove più ampi riferimenti).

[782] Cfr., per tutti, GILSON, GORDON, *Agency Capitalism*, op. cit., p. 32: «*[t]his is the shift in equity ownership from dispersed individual owners to concentrated institutional owners, specifically investment intermediaries such as pension funds, mutual funds, and bank trust departments, a 'reconcentration' of ownership through equity intermediation*».

[783] Secondo quanto rilevato da GILSON, GORDON, *op. ult. cit.*, p. 34-35, nel 1980 gli investitori istituzionali detenevano il 28.4% del mercato azionario americano, nel 2009 il 50.6% (e il 73% delle prime mille società quotate, per capitalizzazione), mentre alla fine del 2017 era pari al 72% del totale (secondo lo studio di DE LA CRUZ, MEDINA, TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris, 2019, www.oecd.org/corporate/capital-markets, p. 11, che prende in considerazione circa 41.000 società quotate nel mondo, pari al 90% della capitalizzazione di mercato globale).

riferimento alla parte di flottante corrispondente al pubblico risparmio[784]. Sotto il profilo regolamentare, ciò comporta, tra le altre cose, la possibilità (e per certi versi l'opportunità) di superare un approccio paternalistico da parte del legislatore, fondato su di una concezione ormai anacronistica della scarsa distribuzione e sofisticazione degli azionisti[785]. L'avvento di investitori professionali sempre più qualificati, che si sostituiscono ai risparmiatori individuali quali interlocutori diretti degli emittenti, interponendosi nel rapporto partecipativo tra i primi e i secondi, ha portato altresì a un'evoluzione degli strumenti di tutela dei diritti degli azionisti di minoranza, che avvengono sempre più su di un piano di "autotutela", demandato ai meccanismi di mercato[786]. Anche il legislatore sembra adattarsi, pur lentamente e per ora limitatamente ad alcuni aspetti, al cambiamento[787].

Da questo punto di vista, sebbene il tema dei dialoghi con gli investitori istituzionali sia al centro dell'agenda di *corporate governance* del legislatore comunitario, la disciplina delle comunicazioni selettive (che risente ancora dell'attrazione nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari) deve, invece, ancora adattarsi al nuovo scenario. Il fenomeno dell'*equity intermediation*, sempre più accentuato dal rapido avvento dei grandi fondi passivi, solleva alcuni spunti per ripensare proprio tale disciplina.

La prima e fondamentale funzione della *mandatory disclosure* (e, specularmente, la ragione per proibire, astrattamente, fenomeni di *selective disclosure*) è, tradizionalmente, quella di proteggere gli investitori non sofisticati, assicurando un *level playing field* sul quale si svolgono le

---

[784] Alla fine del 2017, in Europa la quota rappresentata dagli investitori istituzionali rappresentava il 38% dell'azionariato totale (cfr. DE LA CRUZ, MEDINA, TANG, *loc. ult. cit.*: rispetto agli Stati Uniti, è significativamente superiore la quota del flottante (*other free-float*), che include gli investitori non rilevanti, anche *retail* – 32% contro 19% – nonché quella detenuta dagli azionisti privati, presumibilmente di controllo – 13% contro 2% – e da enti pubblici – 9% contro 3%). In Italia, l'*institutional ownership* risulta mediamente inferiore rispetto agli altri Paesi occidentali (cfr. MARCHETTI ET AL., *Uno sguardo*, op. cit., p. 257), ma vede comunque, da un lato, una crescente influenza dei grandi fondi, specie in sede assembleare (OLIVIERI, *Eni, Atlantia, Unicredit*, op. cit.) e, dall'altro, una trasformazione nella composizione qualitativa, con una significativa contrazione della presenza di banche e assicurazioni e l'aumento delle quote di capitale riferibili agli investitori cosiddetti attivi (soprattutto esteri), quali *private equity*, *venture capital* e fondi sovrani (cfr. CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 3 e 19 (tabella 1.10), di seguito "*Report on corporate governance 2019*").

[785] GILSON, GORDON, *Agency Capitalism*, op. cit., p. 32.

[786] GOSHEN, HANNES, *The Death*, op. cit., p. 308-9: l'avvento di investitori sofisticati rende meno costosi gli strumenti di autotutela (in particolare, i c.d. «*discretionary control rights*», cioè la capacità di controllare l'operato degli emittenti tramite meccanismi di mercato, complessivamente riconducibili al fenomeno dell'attivismo), a fronte di una riduzione degli incentivi economici al ricorso alla tutela giurisdizionale quale strumento di risoluzione dei conflitti tra *principal* ed *agent*.

[787] In questo senso STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1021-22, rileva come la volontà di incentivare l'esercizio consapevole del voto da parte dei piccoli azionisti che contraddistingueva la prima *Shareholder Rights Directive* (SRD) del 2007 sottendesse, di fatto, un'attenzione del legislatore verso il risparmio individuale e, coerentemente, il fatto che lo stesso continui a rappresentare «una quota non irrilevante (seppure in progressiva contrazione) della complessiva platea degli investitori». Non può non constatarsi la distanza rispetto alla filosofia che ispira ora, a distanza di più di dieci anni, la recente modifica alla medesima direttiva (SRD 2), la quale sembrerebbe segnare un approccio radicalmente diverso, che dedica un'attenzione quasi esclusiva al coinvolgimento degli investitori istituzionali e, parimenti, a limitare i problemi di agenzia in capo a questi ultimi (i c.d. *agency costs of agency capitalism*).

transazioni di mercato, con il primario fine di preservare la fiducia degli investitori stessi[788]. Tale funzione viene progressivamente svalutata nella misura in cui il risparmio individuale viene investito non più direttamente ma tramite investitori professionali. Fino ad arrivare alla situazione limite – ma certo non implausibile e anzi probabile in un prossimo futuro – la quasi totalità del risparmio investito sui mercati azionari lo sarà in forma intermediata[789]. In questo contesto, una regola di *mandatory disclosure* può risultare controproducente, in quanto porta a una disseminazione di informazioni sub-ottimale. La quantità di informazioni che essa impone di disseminare può essere, infatti, al tempo stesso eccessiva per alcune tipologie di investitori (che dunque tenderanno a ignorarle) e troppo limitata per altre (il cui modello di investimento si fonda su analisi finanziarie particolarmente dettagliate). Ciò può condurre in concreto – e così veniamo alla seconda funzione – a ridurre gli incentivi all'*engagement* degli investitori a livelli sub-ottimali.

La seconda funzione è, appunto, quella di *corporate governance* e vede nella *public disclosure* uno strumento di trasparenza che dovrebbe, almeno astrattamente, aumentare il potere degli azionisti e così ridurre i costi di agenzia tramite il monitoraggio[790]. Su questo punto, l'effetto del cambiamento in atto è ancora più radicale: alla luce di tutto quanto detto in precedenza dovrebbe essere agevole constatare come tale azione "disciplinante" – nei confronti del *management* o degli azionisti di controllo, a seconda dei casi – sia affidata, ormai già quasi esclusivamente, agli strumenti dell'attivismo.

Il terzo aspetto che preme segnalare è legato al tema della parità di trattamento. Anche in questo caso, la concezione tradizionale vede in tale principio uno strumento di protezione sì del mercato (indirettamente), ma – almeno nella declinazione di cui all'art. 92 TUF – indirizzato primariamente alla tutela delle opportunità di investimento del risparmiatore individuale[791]. Tale principio, declinato in termini positivi, consente – ove applicabile – di superare la "spersonalizzazione" tipica dell'organizzazione azionaria e di affermare la rilevanza di *alcuni* interessi "personali" (cioè non riconoscibili in una considerazione oggettiva del possesso azionario) dei soci[792]. Il tutto a condizione che sussista una uguaglianza nelle condizioni *rilevanti*, avuto riguardo al trattamento da applicare, a seconda del caso. Sebbene non formalmente, l'applicazione del principio di

---

[788] Cfr., ad esempio, ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 513-14.

[789] Per una panoramica delle ragioni storiche alla base di tale tendenza (negli Stati Uniti) si veda, per tutti, GILSON, GORDON, *The Agency Costs*, op. cit., p. 874-888; per un'analisi dei fattori che determinano la partecipazione degli investitori istituzionali (non bancari) nelle società quotate dei cinque principali paesi europei (Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito), cfr. FANCELLO ET AL., *La presenza degli investitori istituzionali*, op. cit.; con riferimento specifico all'Italia, sul punto, si veda anche COSSU, *L'attivismo degli investitori*, op. cit., *passim*.

[790] FOX, *Required Disclosure and Corporate Governance*, op. cit., p. 118-20; KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Wymeersch, 2004, p. 95; più di recente, ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure*, op. cit., p. 516-18.

[791] Il principio di parità dell'art. 92 TUF ha finalità più ampie di quelle che caratterizzano lo stesso principio nell'ordinamento societario, in quanto costituisce espressione dell'aspirazione al c.d. *market egalitarianism* (VENTORUZZO, *Art. 92*, op. cit., p. 18; in senso analogo, F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità*, op. cit., p. 199). Della stessa opinione anche, MONTANARI, *Il principio di parità*, op. cit., p. 900-1, il quale sottolinea in particolare come tale disposizione sia volta a «tutela[re] le potenzialità di guadagno, aspettativa di conseguimento di un plusvalore che sempre accompagna l'investimento in borsa».

[792] ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 116-18.

trattamento postula, da un punto di vista logico, l'esistenza di una tendenziale omogeneità di partenza tra gli azionisti. Tale condizione dovrebbe sussistere non soltanto in generale (in considerazione, cioè, del solo fatto di essere tutti gli azionisti accomunati dalla partecipazione al contratto sociale), ma anche rispetto al criterio discretivo rispetto al quale si dovrà misurare eventualmente l'eguaglianza (o meno) delle condizioni (nel caso delle comunicazioni selettive, la funzione di utilità che ciascuna tipologia di azionista ha rispetto alle informazioni così comunicate). Funzione che, come si è avuto modo di dire ampiamente, è strettamente dipendente dalla strategia e dagli obiettivi di investimento di ciascuna tipologia. Si può osservare come la concentrazione del pubblico risparmio in una pluralità di canali (istituzionali) di investimento, aventi caratteristiche intrinsecamente diverse – sulle quali, per altro, i gestori fanno leva per conquistare la propria clientela – erode progressivamente la valenza del principio di parità di trattamento, a fronte di una sempre maggiore eterogeneità nella platea degli investitori-tipo delle società quotate.

Al tempo stesso, non può non dimenticarsi come l'Italia, così come la gran parte degli ordinamenti europei, si trovai oggi in una fase intermedia nel processo evolutivo sopra descritto. Ancora oggi, è significativa la quota di flottante costituita da investimenti diretti di investitori individuali, al di sotto delle soglie di rilevanza[793]. Il che impone un approccio equilibrato, che consenta di modernizzare il quadro normativo assecondando le trasformazioni già in atto ma comunque di non far venir meno le esigenze di tutela del piccolo risparmio ancora attuali.

Complessivamente, tali considerazioni spingono comunque verso un ripensamento organico, nel solco di quanto già suggerito da qualcuno[794], della disciplina delle comunicazioni selettive, con particolare riferimento ai rapporti con gli investitori professionali, volto a valorizzare – anche in maniera asimmetrica, ove le circostanze richiedano e gli strumenti lo consentano – la reale importanza di questi soggetti nel contesto della *corporate governance* degli emittenti e più in generale del funzionamento dei mercati, nonché a favorire un livello efficiente di *engagement* a livello sistemico.

7. Alcune proposte *de iure condendo*

All'esito dell'analisi svolta sin qui, emerge che, sebbene i dialoghi tra amministratori e investitori professionali costituiscano prassi ormai largamente diffusa anche con riferimento alle società quotate italiane, la disciplina dei medesimi in Italia resta ancora limitata alle indicazioni contenute nei principi di *stewardship* e, in parte, nel nuovo codice di autodisciplina che entrerà in vigore a

[793] Secondo le rilevazioni effettuate da CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 3, con riferimento all'anno 2018, gli investitori istituzionali sono presenti nell'azionariato rilevante di 62 società quotate italiane (60 nel 2017), pari a circa il 27% del mercato. Inoltre, da un confronto sinottico dei dati presentati da DE LA CRUZ, MEDINA, TANG, *Owners of the World's*, op. cit., p. 12 è agevole constatare la differenza ancora macroscopica tra la quota di mercato detenuta dagli istituzionali nei principali ordinamenti anglosassoni (Canada, Regno Unito e Stati Uniti) e quelli dell'Europa continentale (fatta eccezione, forse, per i Paesi Bassi).

[794] TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria"*, op. cit., p. 5, il quale si domandava, in termini più generici, se il tema dell'informazione societaria non dovesse assumere connotati diversi in base, tra le altre, alla "tipologia" del socio richiedente.

partire dal prossimo esercizio 2021. Per contro, le norme di legge e regolamentari più rilevanti per la materia si limitano a fissare divieti (alcuni, come si è mostrato, più apparenti che reali), anziché disporre una disciplina organica. Emergono altresì alcuni problemi fondamentali legati alle comunicazioni selettive tra emittenti e investitori istituzionali, che tuttavia tali norme non si mostrano idonee ad affrontare in maniera adeguata. In particolare, a mio parere quattro le sfide principali cui il legislatore è posto di fronte: (*a*) consentire la comunicazione selettiva per il tempo e con le modalità strettamente necessarie per favorire l'*engagement* degli investitori professionali; (*b*) evitare che ciò determini una situazione di asimmetria informativa permanente sui mercati, che sarebbe dannosa per l'efficienza degli stessi nonché per i risparmiatori individuali che ancora vi operano; (*c*) evitare che, anche nel tempo in cui l'informazione comunicata selettivamente è opportuno che resti riservata, il destinatario possa avvalersene a fini di *trading*, direttamente o indirettamente; e (*d*) non ostacolare il naturale sviluppo dell'attivismo sul mercato (anche nelle manifestazioni ostili), cercando di favorire le iniziative più efficaci e orientate a obiettivi sostenibili, anche valorizzando la funzione di *gatekeeping* degli investitori istituzionali.

Un primo punto fermo sul quale si può convenire è che il conseguimento di tali obiettivi richiede, stante i diversi soggetti e interessi coinvolti, specie dal lato degli investitori, un approccio flessibile che consenta di valorizzare al meglio, e convogliare verso tali obiettivi, l'azione degli stessi. In altri termini, occorre da parte del legislatore un approccio che miri a un equilibrio di tipo "paretiano", in cui ciascuna tipologia di investitori sia in grado di massimizzare il conseguimento dei rispettivi obiettivi assegnati, senza però ostacolare o ridurre quella degli altri. Ne consegue, quindi, che in tale contesto un approccio del tipo "*one size fits all*", come quello adottato dal legislatore del MAR, non può essere soddisfacente ma, anzi, risultare controproducente.

Di seguito si analizzeranno in maniera critica alcune proposte di *policy* recentemente avanzate da alcuni autori, in tema di disciplina dei dialoghi tra emittenti e investitori professionali. Si cercherà di mostrare come tali proposte, pur ponendosi nella direzione che personalmente ritengo corretta, affrontino soltanto alcuni aspetti della questione. Alla luce di ciò, si proverà quindi a proporre una soluzione che possa, nel solco tracciato da quelle già esistenti, affrontare tutti i problemi sopra indicati.

7.1. Alcune soluzioni proposte dalla dottrina: una rassegna critica

Una prima strada suggerita è quella dell'autoregolamentazione e passa per un rafforzamento della disciplina contenuta nei codici di autodisciplina, sulla scorta di quanto già avvenuto in molti codici di *stewardship*, incluso quello italiano, dal lato degli investitori. In particolare, essa prevede l'introduzione di disposizioni e raccomandazioni più puntuali relativamente ai dialoghi selettivi con gli investitori, specie per quanto riguarda le modalità di svolgimento, i soggetti coinvolti, le procedure interne di condivisione delle informazioni ricevute, nonché il tipo di informazioni trasmesse e le particolari cautele da adottare nel caso di informazioni privilegiate[795].

[795] Cfr. STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 431 e ss.; ID., *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 225 e ss.;

Una volta inserite nel codice di autodisciplina, tali previsioni sarebbero soggette al principio *comply or explain* (ai sensi del secondo comma dell'art. 123-*bis* TUF), acquistando quindi una valenza più forte. Tale soluzione riflette quanto già accade in altri codici di autodisciplina in Europa, *in primis* nello *UK Corporate governance Code*, ed è stata recepita parzialmente anche nel nuovo testo del codice di autodisciplina italiano, che entrerà in vigore prossimamente[796]. In parallelo, i principi italiani di *stewardship* dispongono alcune cautele che gli investitori istituzionali dovrebbero seguire nel dialogo con le società partecipate, specie al fine di evitare di ricevere "involontariamente" informazioni privilegiate, che possono limitarne l'operatività[797]. Una variazione su questo tema è quella che prevede di affidare a strutture cooperative stabili, come ad esempio lo *UK Investor Forum* nel Regno Unito o Assogestioni in Italia, il compito di gestire i dialoghi con gli emittenti per conto dei propri associati, così così riducendo i rischi di violazione delle norme in materia di *disclosure* in capo a questi ultimi[798].

Tale proposta è senz'altro valida e coerente con gli obiettivi che qui ci si propone di conseguire, ma non pare, a mio avviso, risolutiva. In primo luogo, perché interessa pressoché esclusivamente le interazioni con gli investitori istituzionali (in senso stretto), senza offrire indicazioni con riferimento ai problemi che riguardano la condotta – altrettanto se non più rilevante, come si è visto – dei fondi attivisti. In secondo luogo, perché l'adozione delle cautele suggerite può non essere in concreto sufficiente a rimuovere il timore che gli investitori istituzionali nutrono rispetto al rischio che il dialogo con gli emittenti li faccia incorrere nei divieti posti dalle norme in tema di *market abuse*, in assenza di un quadro legislativo certo circa i comportamenti che possono e non possono tenere[799]. Infatti, come ben evidenziato da un recente studio empirico, la valutazione dei soggetti coinvolti circa la possibilità che le informazioni trasmesse selettivamente violino o meno le norme sulla *selective disclosure* è altamente variabile, per lo più in considerazione della difficoltà di ricondurre il caso di specie alla nozione di informazione rilevante[800]. Tale incertezza interpretativa

---

ID., *I dialoghi*, op. cit., p. 127-38; seppure soltanto in termini programmatici, anche MONTALENTI, *Investitori istituzionali*, op. cit., p. 84.

[796] Si vedano, in particolare, le raccomandazioni n. 1 lett. f) («l'organo di amministrazione […] al fine di assicurare la corretta gestione delle informazioni societarie, adotta […] una procedura per la gestione interna e la comunicazione all'esterno di documenti e informazioni riguardanti la società, con particolare riferimento alle informazioni privilegiate») e n. 3 («l'organo di amministrazione […] adotta e descrive nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi») di cui all'art. 1 del nuovo Codice di *Corporate Governance* italiano (cfr. BORSA ITALIANA, Codice di *Corporate Governance*, 2020, https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf, d'ora in avanti anche "nuovo codice di *corporate governance* italiano").

[797] Si veda *supra*, nota 675 e nel testo. Un raccordo con le politiche di *engagement* predisposte dagli investitori istituzionali in conformità ai principi italiani di *stewardship* è previsto dal nuovo codice di *corporate governance* italiano, all'art. 1, raccomandazione n. 3.

[798] BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor*, op. cit., p. 49-51.

[799] Si veda *supra*, nota 681 e nel testo.

[800] Cfr. SOLTES, *What Can Managers Privately Disclose to Investors*, in 36 *Yale Journal of Regulation Bulletin*, 2018-2019, p. 148 e ss.: lo studio analizza le risposte date da un campione composto da *manager* di società quotate americane e funzionari delle autorità di supervisione e regolamentazione ad un'unica domanda («*[w]ould you consider the information the investor received during the meeting with COMPANY to be a violation of Reg FD?*), posta con

spinge gli amministratori degli emittenti, alternativamente, in due opposte direzioni, a seconda che la loro interpretazione sia eccessivamente prudente o che sottovalutino il problema: ciò contribuisce a creare un «*heterogeneous disclosure environment*», che danneggia anziché promuovere l'integrità del mercato[801].

Da un lato, è vero che norme di autodisciplina di tal sorta spingerebbero anche gli emittenti ad essere più attenti al contenuto delle informazioni trasmesse (cosa che l'attuale disciplina del MAR non sempre fa), quindi tutelando indirettamente anche i destinatari delle stesse. Dall'altro lato, però, va detto che anche un comportamento scrupoloso degli emittenti non può escludere *di per sé* il fatto che gli investitori che ricevono le informazioni siano al riparo dai divieti in materia di *market abuse*. Infine, proprio con riferimento alle informazioni privilegiate, la proposta qui divisata, limitandosi a suggerire delle cautele per evitarne il più possibile la trasmissione (specie ove indesiderata), nulla dice in merito alle ipotesi in cui le comunicazioni abbiano ad oggetto *precisamente* tali informazioni, poiché concretamente funzionali allo sviluppo di determinate iniziative di *engagement*.

A tale ultimo proposito, si potrebbe immaginare, quale soluzione ulteriore, la previsione, per via legislativa, di un *safe harbor* "puro" per i dialoghi effettuati con gli investitori istituzionali nel contesto di iniziative di *engagement* pre-determinate. Una simile soluzione prevedrebbe, in altri termini, che le comunicazioni selettive effettuate a determinate tipologie di investitori dovrebbero considerarsi *per se* esenti dai divieti di *selective disclosure* del MAR (ferme restando le proibizioni in materia di *insider trading*). Tale approccio presenta tuttavia due inconvenienti di non poco conto. Il primo riguarda la difficoltà di definire in maniera precisa le diverse tipologie di investitori professionali tramite un approccio generale e astratto. Ciò sarebbe verosimilmente necessario, nella prospettiva del legislatore, per riuscire a separare le iniziative ritenute "appropriate" da quelle "inappropriate" (quali che siano le une e le altre), rispetto agli obiettivi prefissati. In particolare, due autori hanno evidenziato la difficoltà, soprattutto nel variegato panorama del mercato italiano, di distinguere con precisione tra soggetti attivisti e non attivisti, e tra loro, ad esempio, quelli che adottano strategie tipiche degli *hedge fund* e quelli che si comportano secondo il paradigma tipico degli investitori istituzionali[802]. Ancor più complessa sarebbe una distinzione basata non sui soggetti

---

riferimento a una serie di situazioni-tipo aventi ad oggetto comunicazioni tra la società e gli investitori su diversi argomenti. I risultati dell'analisi evidenziano, nel complesso una forte incertezza interpretativa, all'interno di entrambe le categorie (con una sorprendente prevalenza, per quanto non statisticamente significativa, di risposte negative da parte dei regolatori rispetto ai *manager*). Il quadro di insieme è, ragionevolmente, applicabile anche al contesto comunitario, in considerazione della formulazione sostanzialmente analoga, quanto agli aspetti fondamentali, del MAR rispetto alla *Regulation FD*, nonché del fatto che anche nel primo l'applicazione delle norme in materia di *selective disclosure* poggia per lo più sulla nozione di "informazione privilegiata", la quale presenta analoghe incertezze interpretative.

[801] *Idem*, p. 158.

[802] BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor*, op. cit., p. 389 e ss., i quali sottolineano come la nozione di *hedge fund* sia elusiva, specie con riferimento al contesto italiano, osservando in particolare come l'utilizzo di un parametro tradizionale come quello del superamento della soglia di rilevanza della partecipazione (generalmente utilizzato negli studi economici statunitensi per individuare gli «*active hedge funds*») porta a collocare entro tale definizione un ampio novero di soggetti, molti dei quali riconducibili per altre vie anche a categorie diverse, inclusa quella degli investitori istituzionali (specie dei fondi *actively managed*).

ma sulle condotte, atteso che la nozione stessa di attivismo è di difficile inquadramento[803]. Conseguentemente, seguendo tale linea si rischierebbe di adottare un approccio, alternativamente, troppo restrittivo o troppo permissivo rispetto all'individuazione dei beneficiari legittimi delle comunicazioni selettive.

Inoltre, entrambe le soluzioni descritte sin qui presentano un ulteriore difetto, in quanto nulla propongono rispetto al problema della potenziale reticenza del *board* dell'emittente a comunicare con gli investitori, per la parte attribuibile al permanere di una mentalità aziendale avversa a tali dinamiche oppure alla specifica volontà di proteggersi rispetto ad ingerenze degli azionisti[804]. Al fine di risolvere tale questione, vi è chi ha proposto che il legislatore incentivi, o addirittura renda obbligatorie, le comunicazioni selettive, sul presupposto che i benefici *per gli emittenti* derivanti da tali condotte superino in ogni caso gli eventuali costi[805]. Ad esempio, una possibilità è che sia riconosciuto agli investitori che rappresentino un'aliquota minima del capitale il *diritto* di convocare un incontro con i rappresentanti dell'emittente[806]. Non mancano, tuttavia, evidenti complessità anche in questa soluzione. Anzitutto, si pone anche qui il problema di individuazione (e definizione) delle tipologie di soggetti titolati. Con la difficoltà aggiuntiva di dover determinare convenzionalmente anche l'aliquota di capitale "ottimale". Inoltre, tale soluzione non prende in considerazione il fatto che in molti casi gli investitori possono prediligere incontri *one-to-one* ritenuti più efficaci e al tempo stesso più rispettosi delle esigenze di riservatezza che anch'essi possono avere[807]. Infine, per ammissione stessa di uno degli autori della proposta, c'è il rischio di alterare l'equilibrio di potere tra azionisti e *management* eccessivamente a favore dei primi. Per contro, è vero che tale problema potrebbe essere risolto nell'ipotesi in cui l'attribuzione di tale diritto sia fissata a un livello ottimale, che tenga conto anche di tale aspetto. Inoltre, l'esistenza di un simile strumento potrebbe rappresentare un incentivo *ex ante* per gli emittenti a concedere colloqui (eventualmente anche privati) agli investitori che lo richiedano[808].

Infine, non manca chi, anche alla luce delle difficoltà dai fautori dell'intervento normativo in materia, ritiene che la ricerca dell'equilibrio ottimale in fatto di *engagement* dovrebbe essere lasciata sostanzialmente ai meccanismi di mercato. Tale intuizione fa leva, verosimilmente, su due semplici constatazioni. Da un lato, che le politiche di *engagement* e le risorse investite in esse possono rappresentare un fattore competitivo per gli investitori istituzionali, che ne incrementano (o riducono) l'attrattività per i propri clienti, specie quanto si tratti a loro volta di investitori istituzionali, in particolare di lungo periodo, come i fondi pensione (c.d. *reputational competition*)[809]. Dall'altro lato, che i fondi attivisti non hanno bisogno di incentivi da parte del legislatore per continuare la propria attività in maniera efficiente, ma soltanto che questi si astenga dall'ostacolarli. In

---

[803] Ad esempio, EREDE, SANDRELLI, *Attivismo degli investitori*, op. cit., p. 934.

[804] FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 853 e ss.

[805] *Idem*, p. 854; si veda anche BREHENY, *Can We Talk?*, op. cit., p. 2 (ivi citato in nota 246).

[806] FAIRFAX, *op. ult. cit.*, p. 854.

[807] *Idem*, p. 852 («*the more people involved, the less likely that constructive dialogue can occur*»; in senso conforme anche YOCKEY, *On the Role and Regulation*, op. cit., p. 171-72.

[808] FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 855.

[809] LUND, *The Case against*, op. cit., p. 528 e ss. e STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds*, op. cit., p. 833 e ss.

aggiunta, le dinamiche di *reputational competition* possono essere favorite dal legislatore prevedendo obblighi di trasparenza in capo agli investitori, obbligandoli a redigere e pubblicare *policy* riguardanti, tra le altre cose, i dialoghi con le società partecipate. Tale approccio è quello che, in sostanza, è stato seguito dal legislatore comunitario con il recente intervento di modifica della SRD II[810]. Tale soluzione, tuttavia, non è andata esente da critiche. In particolare, è stato osservato quanto segue: che l'aumento di trasparenza ha un effetto limitato nella misura in cui non agisce sugli incentivi economici all'*engagement*, soprattutto per quanto riguarda i costi di quest'ultimo[811]; che tale politica potrebbe avere l'effetto indesiderato di disincentivare gli investitori che prediligono strategie di *private engagement*[812]; infine, che le regole della SRD II sono soggette a un meccanismo di *comply or explain* soltanto opzionale[813] e che ciò può non costituire un incentivo di per sé sufficiente.

Sempre sulla linea ideale lungo cui si colloca la SRD II, c'è chi si è spinto oltre, suggerendo l'applicazione di regole aggiuntive di trasparenza specifiche relative ai dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali, con lo scopo di incentivare al dialogo anche gli emittenti. In particolare, tali regole sarebbero incentrate sul ruolo dell'autorità di vigilanza, alla quale sarebbe attribuito il potere di richiedere agli emittenti di rendere noto al pubblico quando e in che misura hanno intrattenuto dialoghi selettivi con gli investitori[814]. Alternativamente, tali obblighi di trasparenza potrebbero essere previsti dalla legge su base periodica, annuale (ad esempio nel contesto della relazione sugli

---

[810] Si veda, ad esempio, quanto affermato al considerando n. 16 della Direttiva: «[g]li investitori istituzionali e i gestori di attivi spesso non sono trasparenti per quanto riguarda le loro strategie di investimento, la loro politica di impegno e la relativa attuazione. La comunicazione al pubblico di tali informazioni potrebbe influire positivamente sulla consapevolezza degli investitori, *consentire ai beneficiari finali, quali i futuri pensionati, di ottimizzare le decisioni di investimento*» (corsivo aggiunto).

[811] Cfr. SONDERGAARD BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement - Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, p. 236 e ss.; HOPT, *Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, in 12 *New York University Journal of Law & Business*, 2015, p. 177; ROCK, *Institutional Investors*, op. cit., 379-81.

[812] STRAND, *Short-Termism in the European Union*, in 22 *Columbia Journal of European Law*, 2015, p. 38; MCCAHERY ET AL., *Behing the Scenes*, op. cit, *passim* spec. p. 2906.

[813] HOPT, *Corporate Governance in Europe*, op. cit., p. 153, 177.

[814] Come osservato da FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., nota 252 e nel testo, tale regola potrebbe essere strutturata in maniera non dissimile da quanto già previsto dalla SEC (cfr. 17 C.F.R. §229.407(c)(2)(vi) (2012)) quanto agli obblighi di *disclosure* relativi alla composizione dei *board* e dei comitati endoconsiliari in termini di *diversity*, secondo un approccio di trasparenza "*whether, and if so, how*" (sul punto specifico si rinvia alla trattazione in ID., *Board Diversity Revisited: New Rationale, Same Old Story?*, in 89 *North Carolina Law Review*, 2011, p. 866-67. Ancor più significativa è la recente disposizione adottata nello *UK Corporate Governance Code*, nella versione modificata nel 2018, in cui si prevedono obblighi di *disclosure* rafforzata sulle iniziative di consultazione che il *board* deve intraprendere all'esito di una votazione nella quale la proposta di deliberazione avanzata dal *board* abbia ottenuto il 20% o più del dissenso dei voti degli azionisti (cfr. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, op. cit., art. 1, provision n. 4: «*[w]hen 20 per cent or more of votes have been cast against the board recommendation for a resolution, the company should explain, when announcing voting results, what actions it intends to take to consult shareholders in order to understand the reasons behind the result. An update on the views received from shareholders and actions taken should be published no later than six months after the shareholder meeting. The board should then provide a final summary in the annual report and, if applicable, in the explanatory notes to resolutions at the next shareholder meeting, on what impact the feedback has had on the decisions the board has taken and any actions or resolutions now proposed*»).

assetti proprietari e il governo societario[815]) o infra-annuale. Sebbene anche tale soluzione non vada esente da critiche puntuali[816], essa traccia una giusta direzione, a mio avviso, nella misura in cui soddisfa l'esigenza che le informazioni comunicate selettivamente agli investitori siano soggette ad un meccanismo di trasparenza *ex post*, che consenta al tempo stesso di tenerle "al riparo" dal mercato per un certo periodo di tempo.

7.2. Una proposta di riforma delle norme sulla *selective disclosure* in materia di dialoghi con gli investitori professionali

Le argomentazioni critiche avanzate contro le precedenti proposte evidenziano, nel complesso, le difficoltà di fondo che si incontrano, anzitutto sotto il profilo tecnico, nel tentativo di migliorare l'attuale disciplina delle comunicazioni selettive, stante la complessità della materia e le sue numerose implicazioni. Al tempo stesso, emerge palesemente l'opportunità di perseguire lungo tale direttrice di riforma. L'obiettivo di una tale opera di riforma deve dunque mirare a contemperare una duplice esigenza: da un lato, allentare le stringenti regole previste per le comunicazioni selettive, nei casi in cui tali comunicazioni siano destinate a soggetti professionali; dall'altro lato, evitare che le informazioni comunicate siano utilizzate da questi ultimi per trarre benefici privati a danno del mercato. Il che implica, anzitutto, di accettare una deroga al principio di uguaglianza formale degli attori di mercato, sotteso all'ideale del *market egalitarianism*, nella (sola) stretta misura in cui ciò sia funzionale di fatto alla realizzazione di effetti positivi per il mercato, sotto forma di maggiore efficienza (derivante dalla riduzione degli *agency cost* ma non solo). In una prospettiva costruttiva, il problema è quello di identificare gli strumenti normativi che consentano di discriminare al meglio tra *condotte* appropriate e non appropriate, tenendo conto dei modelli comportamentali delle diverse tipologie di operatori. Il tutto senza incorrere, al contempo, nell'errore di discriminare secondo un criterio *per soggetti* di tipo aprioristico, che, come visto, produce effetti maggiormente distorsivi[817].

---

[815] STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 431 e ss.

[816] Cfr. MANNE, *The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure*, in 58 *Alabama Law Review*, 2007, p. 473. Inoltre, tale soluzione potrebbe non essere sufficiente a vincere la resistenza dei *board*, laddove motivata dalla volontà di tutelare le proprie prerogative (c.d. *entrenched board*). Al tempo stesso, però, una linea più moderata potrebbe avere più successo, in termini sia di *compliance* da parte degli emittenti sia di *enforcement* da parte dell'autorità preposta (FAIRFAX, *Mandating*, op. cit., p. 855-56).

[817] Sulla, talvolta sottile, distinzione tra i due approcci metodologici si veda MADSEN, *Promoting the 'Right' Kind*, op. cit., spec. p. 150: l'autore suggerisce di abbandonare un approccio "statico" basato sulla *identity* dell'azionista (intesa come inquadramento in una o altra tipologia: *e.g.* investitori istituzionali, fondi pensione, *hedge fund*, etc.), in favore di una classificazione che, pur nel rispetto tendenziale delle suddette tipologie, guardi all'*investment modus*, cioè alle strategie di investimento concretamente adottate (c.d. *investment modus-based approach*). In particolare, tale approccio, a suo parere, «*would allow for greater diversity within the group of institutional investors as the investment modi are not mutually exclusive but instead each able to embrace more than one type of shareholder as based on legal characteristics (for example private individual, pension fund, mother company, etc.)*». Con riferimento allo specifico tema delle comunicazioni selettive, in questo senso può essere riletto anche l'invito svolto da Tombari (si veda *supra*, nota 794) verso lo studio del tema «a seconda della "tipologia" del socio richiedente», cioè con la precisazione che la

Una possibile soluzione al problema così inquadrato può essere elaborata tenendo separati due aspetti fondamentali. Il primo aspetto è quello del rapporto tra la disciplina delle comunicazioni selettive e quella dell'*insider trading*, entrambe contenute nel MAR. Quanto alla prima, mi riferisco qui specificamente alle ipotesi di informazioni privilegiate, che si è visto che comportano problemi difficilmente risolvibili in via soltanto interpretativa. Tali discipline sono state storicamente connesse per volontà del legislatore – a partire dalla scelta di fare riferimento a una nozione unitaria di "informazione privilegiata" – sulla convinzione che la prima dovesse fungere da strumento preventivo delle condotte sanzionate con la seconda[818]. L'idea sottostante è, in poche parole, che obblighi più rigidi di *public disclosure* in capo agli emittenti ridurrebbero la permanenza in circolazione di informazioni non pubbliche, e quindi le opportunità di sfruttamento abusivo delle stesse. Tale opzione legislativa è stata rafforzata nel passaggio dal quadro precedente (rappresentato dal combinato delle norme del TUF e della MAD) a quello attuale, regolato dal MAR[819].

Tuttavia, sebbene tale approccio possa trovare formale giustificazione nell'effettiva propedeuticità che esiste, almeno sul piano logico, tra *selective disclosure* e sfruttamento abusivo delle informazioni comunicate da parte del destinatario, esso trascura due importanti questioni. In primo luogo, l'esistenza di un innegabile conflitto fra esigenze di funzionalità dell'impresa ed esigenze di trasparenza ed efficienza del mercato finanziario[820]. In secondo luogo, che l'equilibrio tra le suddette esigenze è radicalmente diverso con riferimento all'una e all'altra fattispecie normativa (*selective disclosure*, da una parte, e abusi di mercato, dall'altra). E ciò perché, in estrema sintesi, le comunicazioni selettive in un'ampia serie di circostanze servono interessi degli azionisti che possono essere ricondotti all'interesse sociale e, in ultima istanza, possono produrre effetti positivi anche per il mercato. L'esigenza di proteggere, e favorire, tali fenomeni implica un giudizio diverso in merito alle comunicazioni selettive rispetto alle condotte di sfruttamento abusivo delle informazioni, la cui utilità per il mercato è stata, invece, da tempo smentita dalla dottrina dominante.

Avendo in mente tale distinzione, pare opportuno suggerire, in un'ottica *de iure condendo*, un superamento del legame di stretta interdipendenza tra i due corpi di regole, al fine di consentire, da un lato, la limitazione o eventualmente la sospensione degli effetti dell'una (*selective disclosure*), al ricorrere delle dovute circostanze, senza che tuttavia ciò comporti, dall'altro lato, alcun limite all'operatività dell'altra (abusi di mercato). A ben vedere, anzi, uno dei rischi più significativi conseguenti a eventuali sospensioni o eccezioni alla regola generale di *public disclosure* deve essere evitato garantendo il rigido rispetto delle regole sull'uso delle informazioni privilegiate, eventualmente anche rafforzandone il monitoraggio e l'*enforcement* proprio in questi casi. Sotto il profilo della tecnica legislativa, ripercorrere a ritroso la strada del legislatore (ovverosia, tornando a sdoppiare la nozione di "informazione privilegiata" con riferimento ai due contesti[821]) non pare la

---

distinzione per soggetti dallo stesso invocata dovrebbe essere intesa in senso dinamico e non statico.

[818] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 3.

[819] Cfr. CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, op. cit., p. 111-12, che parla di un passaggio da una «unitarietà "imperfetta"» della nozione di informazione privilegiata (derivante dal criterio filtro previsto dall'art. 66 del Regolamento Emittenti, poi abrogato) «a una "perfetta" *reductio ad unum*».

[820] Per tutti, ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 543, in nota 72.

[821] Approccio suggerito, in generale, da alcuni autori: si veda *supra*, nota 520 e nel testo.

soluzione migliore. Anche perché non si vede un motivo per ritenere che le informazioni rilevanti debbano essere diverse per le due discipline nelle ipotesi "ordinarie" in cui non ricorrano eccezioni che giustifichino in concreto la *selective disclosure*. Detto altrimenti, in condizioni di normalità non vi è ragione per ridurre il novero di informazioni che devono essere comunicate al mercato (né di alterare quella funzione di prevenzione degli abusi di mercato che le regole di *mandatory disclosure* possono svolgere). Piuttosto, sarebbe opportuno intervenire prevedendo cause di esenzione, anche temporanea, dall'applicazione della *public disclosure*, pur rimanendo quest'ultima la regola ordinaria.

Così veniamo al secondo aspetto fondamentale del problema, cioè come far sì che tali esenzioni non comportino concretamente un eccessivo difetto di trasparenza del mercato, che si ripercuoterebbe negativamente sulla fiducia degli investitori e quindi sull'efficienza del medesimo. Una possibile soluzione può essere delineata facendo riferimento, ancora una volta, alla disciplina dell'opa, la quale, come sottolineato in particolare da un autore, svolge un'importante funzione sul piano informativo[822]. Come (e forse più che) nelle ipotesi di *takeover*, l'*engagement* degli investitori professionali svolge una funzione positiva per il mercato, ma apprezzabile in una prospettiva *ex post*. Parimenti, tanto nell'una che nell'altra fattispecie, è necessario riconoscere al soggetto agente (offerente o investitore, rispettivamente) la possibilità di interfacciarsi bilateralmente con l'emittente, secondo regole almeno parzialmente diverse a quelle normalmente previste per la generalità degli operatori di mercato. La giustificazione di un tale trattamento "privilegiato" deriva, in sostanza, dal fatto di essere in grado, diversamente da altri soggetti, di promuovere tali iniziative. Così, ad esempio, è consentito che il controllo di una società sia acquisito anche con strumenti diversi dall'offerta volontaria, anche tramite negoziazioni fuori mercato o comunque con operazioni che non sono in grado di segnalare al mercato le specifiche valutazioni e intenzioni dell'acquirente, al cui scopo, tra l'altro, è preposta la disciplina dell'opa obbligatoria successiva[823]. Tale alterazione della logica della disciplina è tollerata nella misura in cui è altresì previsto l'obbligo di offerta pubblica successiva, la quale ha la finalità (anche) di informare il mercato sulle valutazioni sottostanti all'acquisizione già intervenuta. In questo modo, seppure in una prospettiva *ex post* di tipo rimediale, viene ricostruita una simmetria informativa, e con essa i presupposti dell'efficienza informativa del mercato[824].

Discorso analogo potrebbe essere fatto per il tema in esame, con le dovute precisazioni. Si potrebbe cioè prevedere di liberalizzare le comunicazioni selettive effettuate nei confronti degli investitori professionali, al ricorrere di un interesse dell'emittente[825], consentendo una sospensione temporanea dell'obbligo di *public disclosure*, ferma restando l'applicazione delle norme in materia

---

[822] ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 546-50, il quale sottolinea come la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto si volga soprattutto a far fronte alle esigenze informative, in particolare all'originaria asimmetria informativa sussistente, in merito alla valutazione della *target*, tra l'offerente e gli azionisti di quest'ultima al momento della decisione di proporre l'offerta. Asimmetria che è all'origine dei problemi di azione collettiva che tendono a verificarsi, in termini di "coazione" sia ad aderire all'offerta sia a rifiutarla.

[823] ANGELICI, *op. ult. cit.*, p. 548-49.

[824] *Ibidem*.

[825] Sull'interpretazione di tale nozione si rinvia alla trattazione di cui al precedente capitolo secondo, in particolare ai paragrafi 5, 5.1 e 5.2.

di abusi di mercato. Una soluzione in tal senso è stata proposta anche negli Stati Uniti, seppure in termini molto generali, con riferimento alla *Regulation FD*[826]. A fronte di ciò, al fine di evitare un'eccessiva restrizione alla trasparenza del mercato, verrebbe introdotta una specifica forma di pubblicità al mercato *ex post*, su base episodica ed entro un periodo di tempo massimo dalla data delle comunicazioni intercorse. Tale pubblicità dovrebbe riportare, tra le altre cose, con quali investitori sono intervenuti tali dialoghi, in che date, e una breve sintesi degli argomenti trattati. Al tempo stesso, una descrizione più ampia e comprensiva potrebbe essere contenuta nella relazione annuale di *corporate governance*, come già suggerito da un autore[827]. Di tali informazioni potrebbero avvantaggiarsi tutti i soci, inclusi i piccoli risparmiatori, che potrebbero avere contezza dei meccanismi di monitoraggio cui sono sottoposti gli emittenti in cui investono. All'autorità di vigilanza competente potrebbe essere demandato il compito di predisporre un modello in cui siano dettagliati i contenuti da inserire nelle due forme di comunicazione, analogamente a quanto già avviene per altre ipotesi di informazione al mercato[828].

Tali obblighi di *disclosure* "postuma" dovrebbero inoltre rendere relativamente agevole il monitoraggio da parte delle autorità della condotta degli emittenti e degli azionisti rispetto alle norme in materia di *insider trading*, con riferimento al periodo in cui l'informazione comunicata selettivamente è rimasta riservata. Basterebbe infatti analizzare le operazioni eventualmente eseguite in tale finestra e porle a confronto con le informazioni comunicate. Un simile controllo rimarrebbe pur sempre condizionato dall'intrinseca incertezza legata alla nozione di informazione privilegiata[829], e quindi al rischio di determinare un'inflazione del contenzioso in materia quanto mai indesiderabile[830]. Alternativamente, sarebbe pensabile l'introduzione di un divieto assoluto di *trading* per i soggetti destinatari di comunicazioni selettive per la durata di tale periodo[831], purché il termine di *disclosure* dei dialoghi intercorsi sia perentorio[832]. Il che implicherebbe, per contro, di

---

[826] Cfr. DAVIS, ALOGNA, *Talking Governance*, op. cit., p. 5, i quali suggeriscono l'opportunità che la SEC adotti delle linee guida in cui identificare, al ricorrere di determinate condizioni, «*a safe harbor from risks of sanction or litigation under Reg FD*». Più di recente una simile proposta è stata avanzata anche da SOLTES, *What Can Managers*, op. cit., p. 159 («*regulators could create a requirement that firms publicly disclose records of their private discussions shortly after each meeting in the form of detailed minutes or transcripts*»). Una soluzione di questo tipo sembra già essere prevista dalle *listing rules* dello *Shenzhen Stock Exchange* in Cina, che impone di fare *disclosure* degli incontri privati con gli investitori entro due giorni dalla data dell'accadimento (cfr. *ibidem*, nota 30, ove si rinvia più diffusamente a CHENG ET AL., *Seeing is believing: analysts' corporate site visits*, in 21 *Review of Accounting Studies*, 2016, p. 1246).

[827] STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 433.

[828] Sulla falsariga di ciò che già avviene per altre forme di comunicazione periodica *standardizzata* al mercato (si veda, in particolare, l'Allegato 3 al Regolamento Emittenti redatto da Consob).

[829] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 3.

[830] Contenzioso che, per giunta, potendo sfociare in un procedimento di natura anche penale, avrebbe serie conseguenze sulle scelte dell'emittente anche in una logica *ex ante*, con il rischio di portare – di nuovo – a un ricorso sub-ottimale alla comunicazione con gli investitori.

[831] SOLTES, *What Can Managers*, op. cit., p. 160.

[832] Ragionando diversamente si finirebbe per porre nelle mani dell'emittente uno strumento di pressione nei confronti degli investitori: gli amministratori, infatti, potrebbero ritardare la *disclosure* con la specifica intenzione di impedire o ritardare il disinvestimento dei secondi (sopratutto qualora le notizie oggetto di comunicazione impattassero negativamente sull'emittente).

dover contenere il più possibile il termine di disclosure postuma, eventualmente fino a pochi giorni, per evitare un'eccessiva restrizione all'operatività di mercato degli investitori[833]. Si può pensare, tuttavia, che un effetto analogo (cioè quello di spingere i destinatari di comunicazioni selettive a non operare sul mercato durante il periodo di riservatezza) potrebbe comunque prodursi, in via di fatto, anche in assenza di un divieto formale: i destinatari saprebbero infatti che le loro condotte durante tale periodo "sospetto" sarebbero scrutinate con estremo scrupolo *ex post*, cioè una volta effettuata la *disclosure* al mercato[834].

In aggiunta, con riferimento agli investitori già soggetti agli obblighi di trasparenza previsti dalla SRD II, potrebbe essere presa in considerazione l'ipotesi di imporre un parallelo obbligo informativo in capo a tali soggetti, avente ad oggetto il medesimo contenuto previsto per gli emittenti[835]. Ciò consentirebbe anche agli investitori finali di valutare l'operato dei gestori, in termini di *stewardship*, così favorendo i meccanismi di *reputational competition* tra investitori[836], senza impedire, al tempo stesso, che vengano meno gli incentivi economici per gli investitori professionali a svolgere attività di *engagement*. Al fine di non imporre costi ulteriori agli investitori derivanti da tale attività, potrebbe essere previsto semplicemente l'obbligo di rendere note, tramite i propri canali di pubblicità (*in primis*, il sito internet), direttamente le informazioni pubblicate dagli emittenti nei quali essi detengono partecipazioni, al fine di agevolarne il reperimento da parte dei propri clienti[837].

Viene spontaneo domandarsi se tale soluzione normativa possa essere estesa, e nel caso come, anche ai fondi attivisti e tra essi, in particolare, a quelle tipologie fisiologicamente sottoposte a scarsa regolamentazione (come *hedge fund* e fondi di *private equity*)[838]. Mi pare che la risposta debba essere diversa a seconda che si considerino gli obblighi informativi a carico degli investitori e dell'emittente.

---

[833] Mi pare che l'ordinamento delle società accolga ormai da tempo, in particolare a seguito della riforma che ha introdotto la *record date*, il superamento di ogni forma di immobilizzazione delle azioni, con ciò venendo incontro alle esigenze di liquidità degli investitori professionali, proprio al fine di incentivarne la partecipazione assembleare e, più in generale, il monitoraggio (cfr., ad esempio, 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, p. 59 e ss.).

[834] Da questo punto di vista, la *disclosure* delle comunicazioni selettive effettuate dall'emittente, dei contenuti e dei destinatari pone questi ultimi sotto la stretta osservazione dell'autorità quanto al comportamento tenuto nel periodo "sospetto".

[835] A integrazione degli obblighi già previsti dalla SRD II, tra cui quello di pubblicare una *policy* sulle politiche di *engagement*, ivi inclusi i dialoghi con le società partecipate.

[836] Si veda *supra*, nota 809 e nel testo.

[837] E' difficile infatti immaginare che gli investitori *retail* che investono in strumenti di gestione collettiva del risparmio possano conoscere la composizione del portafogli sottostante – il quale, per altro, in molti casi muta di tempo in tempo anche con elevata frequenza – e, addirittura, si informino in merito alle informazioni disseminate dagli emittenti partecipati.

[838] Per tutti, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 243-44; si vedano anche KAHAN, ROCK, *Hedge Funds*, op. cit., p. 1062-64 (per quanto riguarda gli *hedge fund*); ARMOUR, CHEFFINS, *The Eclipse of Private Equity*, in 33 *Delaware Journal of Corporation Law*, 2008, p. 55 e ss. (con specifico riferimento alla regolamentazione dei fondi di *private equity*).

Nel primo caso, propenderei per una risposta negativa, per varie ragioni. Anzitutto, perché ciò sarebbe poco coerente con un quadro sistematico che al momento prevede scarsi se non quasi nulli obblighi di trasparenza in capo a tali soggetti, salvo per quanto riguarda le partecipazioni acquistate negli emittenti quotati. In secondo luogo, perché proprio quest'ultima forma di *disclosure* fornisce già al mercato, indirettamente, alcune informazioni anche in merito al comportamento che i fondi ragionevolmente terranno rispetto al dialogo con gli emittenti. Infatti, poiché l'attivismo assume una connotazione strutturale in tali soggetti, è lecito aspettarsi che essi tenderanno a dialogare con gli emittenti in tutte le circostanze possibili. Infine, la sempre più frequente partecipazione, seppure *a latere*, degli investitori istituzionali alle iniziative attiviste consente di riflesso di far pervenire al mercato informazioni in merito alle comunicazioni selettive anche soltanto grazie all'esistenza di un obbligo di trasparenza in capo ai primi.

Nel secondo caso, invece, mi pare che una risposta positiva sia possibile. Non si vede per quale ragione gli emittenti dovrebbero essere tenuti a comunicare al mercato i dialoghi intervenuti con gli investitori istituzionali e non invece quelli, spesso ben più cruciali, con i fondi attivisti. Piuttosto, si porrà il problema di armonizzare i termini previsti per la *disclosure ex post* con quelli fisiologicamente necessari per iniziare e portare a termine un'iniziativa attivista. Ciò al fine di evitare che l'adempimento di tale obbligo di legge si risolva concretamente in un ostacolo all'attivismo e, parallelamente, in uno strumento difensivo nelle mani degli amministratori. Da questo punto di vista, è immaginabile sia la previsione di un termine fisso, di durata ragionevolmente ampia, decorrente dalla comunicazione al mercato *ex* art. 120 TUF, sia la possibilità di posticipare tale adempimento in pendenza del termine di convocazione di un'assemblea e/o dei termini per la pubblicazione dei documenti ancillari (*e.g.* relazioni dell'organo amministrativo sulle materie all'ordine del giorno) e strumentali alla partecipazione assembleare (*e.g.* i moduli per il voto per delega).

La soluzione qui proposta, pur con tutti i limiti del caso, mi pare che sia coerente con l'acquisita centralità delle comunicazioni selettive nel contesto del fenomeno più generale dell'attivismo *lato sensu* degli investitori professionali, che prevedibilmente è destinato ad accentuarsi per effetto della crescita del *trend* di *equity intermediation* anche in Europa e in Italia. Al tempo stesso, essa riflette l'esigenza, che fa da contraltare all'accresciuta importanza, di porre le comunicazioni selettive – e la relativa gestione sotto il profilo della *disclosure* (e non *disclosure*) – nel contesto della competenza gestionale del consiglio di amministrazione. E ciò sia per la notevole rilevanza "strategica" che le stesse ormai rivestono per l'emittente, quindi anche per l'attuazione dell'interesse sociale, sia con l'obiettivo di responsabilizzare maggiormente tale organo per le decisioni assunte in materia. All'analisi approfondita di tale aspetto è dedicato, appunto, il prossimo e ultimo capitolo.

* * *

CAPITOLO QUINTO

COMUNICAZIONI SELETTIVE E DISCIPLINA DEGLI AMMINISTRATORI DELL'EMITTENTE

SOMMARIO: 1. Il ruolo dell'assemblea e dell'organo amministrativo delle quotate nell'era dell'informazione societaria asimmetrica. – 1.1. Il ripensamento del modello dell'*independent board* e le sue conseguenze sul tema in esame. – 2. I dialoghi selettivi nella prospettiva organizzativa del consiglio di amministrazione: l'individuazione dei "legittimi" interlocutori. – 3. Ammissibilità e limiti della figura del *constituency director* nell'ordinamento societario italiano. In particolare: l'amministratore designato dai fondi attivisti. – 3.1. Rispetto ai principi di esclusività e collegialità della gestione. – 3.2. Rispetto ai requisiti di indipendenza degli amministratori. – 3.3. Rispetto alla disciplina del conflitto di interessi. – 4. Il diritto di accesso alle informazioni del singolo amministratore. In particolare: il caso dell'amministratore designato dai fondi. – 4.1. Nell'ordinamento statunitense. – 4.2. Nell'ordinamento societario italiano. – 5. La determinazione dello *standard of conduct* e dello *standard of review* applicabili alle comunicazioni selettive nel quadro dei doveri degli amministratori. – 6. Comunicazioni selettive e dovere di lealtà. La questione se le comunicazioni selettive comportino di per sé una violazione del *duty of loyalty*. – 6.1. Il problema della riconducibilità degli effetti delle comunicazioni selettive alla condotta dell'amministratore e alla sua eventuale responsabilità. – 7. Profili di responsabilità solidale del consiglio nell'ipotesi di comunicazioni selettive effettuate dal singolo amministratore. – 8. Applicabilità e limiti della *business judgement rule* rispetto alle comunicazioni selettive. – 9. Considerazioni di sintesi.

* * *

1. Il ruolo dell'assemblea e dell'organo amministrativo delle quotate nell'era dell'informazione societaria asimmetrica

Dall'analisi dei precedenti capitoli emerge in maniera evidente un dato di fatto, a prescindere da qualsiasi considerazione di merito: cioè che, soprattutto nelle società quotate, la dialettica tra organi dell'emittente e azionisti trova per lo più spazio al di fuori della tradizionale sede assembleare. Ciò riflette un più generale mutamento, per non dire ridimensionamento, della rilevanza e del ruolo dell'assemblea nel contesto della vita dell'organizzazione societaria. A tutto concedere, infatti, anche coloro che guardano con diffidenza a tale evoluzione non possono esimersi dal constatare che il momento assembleare conserva ormai un ruolo eminentemente informativo, avendo in larga parte cessato di essere quello in cui le decisioni degli azionisti sono effettivamente adottate,

quale esito di un genuino confronto dialettico tra i partecipanti[839]. In particolare, se da un punto di vista formale rimane saldo il principio dell'adozione collegiale delle decisioni di competenza degli azionisti, altre sono le sedi in cui la volontà decisionale si viene a formare *in via di fatto*. Lo stesso può dirsi, a maggior ragione, per quanto riguarda la formazione della base informativa su cui tali decisioni si fondano nel merito.

Ciò impone una precisazione con riferimento all'accezione in cui deve intendersi, all'interno del presente discorso, il ruolo informativo dell'assemblea. Riducendo a minimo comune denominatore le diverse opinioni dottrinali sul punto, si arriva a ritenere che la funzione *minima* (*i.e.* della quale nessuno tende a dubitare) da riconoscere all'assemblea nella società quotata è quella che la definisce quale luogo in cui l'operato della società viene sottoposto ad approvazione formale degli azionisti, per quanto di loro competenza, e contestualmente reso noto in via ufficiale al mercato e sopratutto, nella prospettiva endosocietaria che maggiormente qui interessa, a tutti gli azionisti (semplificando, risparmiatori) che per varie ragioni non possono o non vogliono usufruire della produzione informativa continua della società né partecipare attivamente alla formazione delle decisioni[840]. In una prospettiva più ampia, si può aggiungere che tale momento assolve anche alla funzione di consentire al mercato di formare un prezzo aggiornato, in relazione alle decisioni dei soci che sono ufficialmente formalizzate in tale sede, così contribuendo alla efficienza informativa del mercato: questo per lo meno nell'ipotesi teorica in cui le informazioni riservate siano effettivamente mantenute tali fino al momento della divulgazione ufficiale.

Numerose evidenze sembrano suggerire, anche se in maniera ancora non conclusiva, l'idea che anche nel nostro ordinamento l'assemblea sia sempre più spesso un ruolo di formalizzazione di decisioni assunte altrove: non soltanto nelle società controllate o comunque dominate da una coalizione di riferimento[841], ma tendenzialmente anche nelle ipotesi in cui la struttura azionaria sia quella della *public company*, sebbene in questo caso le dinamiche in cui tale volontà viene a formarsi tendono ad essere parzialmente diverse[842]. Tra i diversi fattori, per altro tra loro non necessariamente correlati, che vi contribuiscono si possono annoverare: la concentrazione della proprietà, sia

---

[839] Per tutti, SACCHI, *Informazione nella e per la assemblea*, op. cit., spec. p. 101-104.

[840] Si veda *supra*, note 420 e 421 e nel testo: in maniera particolarmente eloquente, LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, op. cit., p. 105-109 («non credo che vi sia nessuno che dubiti sulla scontatezza delle approvazioni di bilancio e delle scelte del *management* da parte dell'assemblea. […] Chi lo sostiene già sa, ed approva. […] Gli azionisti investitori, i piccoli azionisti presenti in assemblea, se approvano, approvano invece anche perché non hanno il potere di disapprovare con conseguenze effettive. […] All'azionista investitore potrebbe interessare invece di conoscere soprattutto quali siano le prospettive del suo investimento, per decidere se conservarlo o meno»); GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea*, op. cit., p. 12 (che parla dell'assemblea come di un «luogo istituzionalmente deputato a garantire ai soci un flusso costante di informazioni non solo sulla consistenza attuale ma anche sul futuribile del loro investimento […] dunque quel tipo di *soft information* attinente all'andamento corrente della gestione e alle sue linee di sviluppo cui di regola il singolo azionista, specie ove si tratti del piccolo azionista, non ha accesso»); SACCHI, *op. ult. cit.*, p. 102 («[r]itengo, peraltro, che, quanto meno, l'assemblea delle società quotate costituisca un importante momento dell'informazione societaria»).

[841] Cfr., per tutti, LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea*, op. cit., p. 105.

[842] È sintomatico in questo senso il fatto che anche nelle ipotesi di maggiore incertezza (teorica), cioè quelle di *proxy fight* condotte dagli attivisti, l'esito delle medesime sia il più delle volte già noto prima dell'inizio formale dell'assemblea (cfr. PACCES, *Hedge Fund Activism*, op. cit., p. 6-7).

dal lato degli azionisti di controllo sia nella forma di riconcentrazione della proprietà dispersa in mani istituzionali (quest'ultima, seppur in ritardo e in misura minore rispetto ad altri ordinamenti, sta assumendo rilievo significativo anche in Italia) e la diffusione ancora elevata dei sindacati di voto[843]; la progressiva separazione tra rischio e potere, anche quale effetto di recenti interventi legislativi[844]; il problema dell'*information overload* e più in generale della perdita di razionalità decisionale dei piccoli risparmiatori in materia finanziaria[845]. Va detto, inoltre, che tale evoluzione è stata di recente assecondata e favorita in alcuni casi anche dal legislatore medesimo. Per citare un esempio, gli istituti introdotti in sede di recepimento della prima *Shareholders' Rights Directive* e con le successive modifiche, volti a facilitare la partecipazione assembleare a distanza, hanno implicitamente contribuito all'erosione della funzione collegiale e dibattimentale dell'assemblea nel prevedere, tra gli altri, la possibilità di voto elettronico *anticipato*[846].

La diffusione di manifestazioni sempre più frequenti di *selective disclosure* nei confronti degli azionisti è, per certi versi, uno dei prevedibili e naturali esiti di tale evoluzione, in combinazione con l'ormai elevata eterogeneità nella composizione dell'azionariato medio, quanto a interessi e grado di attivismo. Al tempo stesso, essa è non soltanto conseguenza ma a sua volta anche concausa dell'intensificarsi di tale *trend*, in una sorta di dinamica circolare.

Coerentemente, è lecito attendersi che esse siano destinate a diffondersi ulteriormente, piuttosto che a ridursi, nell'immediato futuro, a prescindere – questo sembra confermare l'osservazione

---

[843] È agevole constatare che, in termini generali, in presenza di un azionista di controllo di diritto o di una coalizione di azionisti che aggreghi stabilmente la maggioranza dei voti l'esito del voto assembleare viene di fatto determinato al di fuori e a prescindere dal dibattito in sede assembleare. Ciò è forse ancora più evidente nell'ipotesi di sindacati di voto, dove ricorre il caso in cui la decisione in merito alla votazione assembleare sia tendenzialmente assunta in una sede in senso lato *collegiale*, ma comunque esterna all'assemblea della società (da qui, tra l'altro, la critica tradizionale, prima della riforma, secondo cui i sindacati di voto si porrebbero in contrasto con il principio di sovranità dell'assemblea: cfr., per i molti, RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 3, t. 1, Torino, 2000, p. 595 e ss., ove anche una ricostruzione del dibattito dottrinale precedente).

[844] Cfr., per tutti, NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentalissimo» o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, p. 379 e ss.: la progressiva erosione del principio di proporzionalità tra rischio e potere derivante dalla potenziale combinazione di istituti quali, ad esempio, azioni a voto limitato o senza voto, tetti di voto e azioni a voto multiplo incrementa le possibilità che un singolo azionista possa controllare di diritto la maggioranza dei voti in assemblea (anche a fronte di un minore investimento di capitale di rischio).

[845] Un recente studio condotto negli Stati Uniti evidenza elevati livelli di *financial illiteracy* nella popolazione degli investitori individuali (e non solo), nonostante gli sforzi compiuti dal legislatore negli ultimi vent'anni per combattere tale problema, segnalando come questo ponga a dura prova l'attuale impostazione del diritto finanziario (in America così come in Europa), in quanto fondato quasi esclusivamente sulla *disclosure* e dunque sulla (presunta) capacità degli investitori di comprenderla (cfr. FAIRFAX, *The Securities Law Implications of Financial Illiteracy*, in 104 *Virginia Law Review*, 2018, p. 1065 e ss.). Tale dinamica è, evidentemente, accentuata dai fenomeni di *information overload* che un sistema imperniato sulla *mandatory disclosure* tende ulteriormente ad accentuare, nella misura in cui accresce le difficoltà e i costi di estrapolazione ed analisi delle informazioni rilevanti e dunque induce gli investitori a scelte non pienamente razionali (cfr., ad esempio, STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, op. cit., p. 1006-1008).

[846] Tale novità, unitamente all'anticipazione del momento informativo alla fase preassembleare operata più in generale dal D.Lgs. 27/2010 costituisce un passaggio decisivo, anche se non ancora sufficiente, verso un superamento della irrinunciabilità della collegialità nelle assemblee anche delle società per azioni (cfr. SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016, p. 141).

della prassi – dagli interventi di rigore operati dal legislatore comunitario sul versante della regolamentazione finanziaria. Si potrebbe quindi dire che l'informazione selettiva agli azionisti sta assumendo, con riferimento alla partecipazione degli azionisti ai processi societari, una dimensione strutturale e paradigmatica analoga a quella che i flussi informativi endo-societari già rivestono nell'articolazione organizzativa della società[847]. D'altra parte, a prescindere dalle considerazioni puntuali svolte in merito nei precedenti capitoli, è evidente che proprio perché tale fenomeno trova fondamento nelle dinamiche strutturali che caratterizzano la società quotata, le soluzioni divisate dal MAR, che si limita a considerarlo legittimo soltanto in casi eccezionali e particolari, non possono essere considerate nel complesso soddisfacenti sotto molti punti di vista.

In generale, la presenza degli azionisti tende ad essere valorizzata sempre di più dal legislatore, sulla scorta della tendenza globale verso la c.d. *shareholder democracy*, che già trovava ampia realizzazione, almeno sulla carta, negli ordinamenti europei. Ciò comporta, da un lato, che l'apporto degli azionisti divenga un elemento sempre più necessario per il funzionamento "fisiologico" dell'organizzazione societaria e, dall'altro lato, che si moltiplichino le circostanze in cui gli azionisti si sentono legittimati e dunque si spingono a chiedere all'emittente uno scambio di informazioni. Conseguentemente, si accresce il ruolo del consiglio di amministrazione quale centro nevralgico di gestione e smistamento dei flussi informativi e, di riflesso, l'importanza dello stesso nel contesto della disciplina dell'informazione societaria.

Come si è visto in precedenza, il sistema non può prescindere, pur in presenza di una puntuale disciplina regolamentare, dal fatto che nella gran parte dei casi – per lo meno in tutti quelli non espressamente vietati dal MAR – sia l'emittente a dover decidere, caso per caso, se sia opportuno o meno dare corso, e a che condizioni, a una determinata richiesta di informazioni proveniente da un azionista e, più in generale, se intrattenere o meno dialoghi con l'uno piuttosto che con l'altro azionista. Tale compito non può che spettare in ultima istanza all'organo amministrativo, in quanto investito formalmente della competenza gestoria e del dovere di perseguire l'interesse sociale.

Giunti a questo punto, infatti, non dovrebbe essere difficile riconoscere che la "gestione" dei flussi informativi verso gli azionisti involge direttamente gli interessi di questi ultimi, i quali possono essere o meno conformi all'interesse sociale: spetta dunque proprio agli amministratori il compito, coerentemente con l'impostazione del sistema, di discernere *in concreto* tra i primi e i secondi e agire di conseguenza. In questo senso, le decisioni che l'organo amministrativo è chiamato a compiere con riferimento ai flussi informativi riflettono, in sostanza, una concezione *lato sensu* proprietaria della *corporate information*: ovverosia, quale prodotto e *asset* dell'emittente, le cui scelte dispositive sono affidate, conseguentemente, all'organo gestorio[848]. Ne consegue naturalmente che le decisioni compiute dagli amministratori circa cosa e a chi comunicare devono essere soggette, anzitutto, alla disciplina generale dei doveri e delle responsabilità di questi ultimi.

Il fatto che le decisioni degli amministratori si muovano in questo caso all'interno di una

---

[847] Citando le parole di MONTALENTI, *L'informazione e il diritto*, op. cit., p. 784, dopo la riforma «l'informazione diviene il paradigma ordinatorio della funzione gestoria e il criterio di individuazione dei profili di responsabilità»: tale affermazione si estende sempre di più anche alla partecipazione degli azionisti alle vicende societarie che li riguardano.

[848] Si veda *supra*, nota 570 e nel testo.

cornice regolamentare che impone limiti e divieti ulteriori, desiderabili o meno che siano, nulla toglie a tale constatazione. In fin dei conti, ciò accade ormai in moltissimi settori dell'attività commerciale e il fatto che i limiti in questione provengano da un *corpus* altamente integrato con quello del diritto societario non mi pare rivesta di per sé una particolare rilevanza ostativa. Nei fatti, però, un'applicazione rigorosa dei divieti del MAR, limitando *ex ante* le ipotesi di *selective disclosure* a poche ipotesi eccezionali, riduce significativamente il margine di operatività dell'organo amministrativo ma, al tempo stesso, anche la flessibilità e l'efficienza del sistema (che quest'ultimo invece potrebbe garantire), nella misura in cui previene anche la realizzazione di quelle ipotesi in cui la comunicazione selettiva è concretamente in linea, come visto, non solo con l'interesse sociale ma anche con l'interesse "del mercato"[849]. Pertanto, sebbene i due corpi di disciplina non si trovino in contrasto in una prospettiva strettamente logico-interpretativa, in un'ottica di *policy* l'enfasi posta sull'una o sull'altra conduce a soluzioni diverse e a una diversa determinazione del *quantum* di *selective disclosure* ammissibile per l'ordinamento. La differenza è facilmente osservabile, come vedremo nei prossimi paragrafi, analizzando le soluzioni adottate dagli ordinamenti anglosassoni e ponendole a confronto con il nostro.

Negli ordinamenti anglosassoni, e soprattutto negli Stati Uniti, pur in presenza di una regolamentazione della *selective disclosure* sostanzialmente analoga a quella europea, si osserva, soprattutto negli ultimi anni, una crescente attenzione della giurisprudenza societaria alla condotta degli amministratori che comunicano selettivamente con gli azionisti, specialmente sotto il profilo del *duty of loyalty*, peraltro con esiti anche significativamente diversi a seconda delle circostanze concrete, come si vedrà. L'aspetto importante da sottolineare, su cui si tornerà approfonditamente nel prosieguo, è che l'approccio delle Corti muta, nei fatti, l'applicazione della disciplina da una prospettiva *ex ante* (tipica del divieto di natura regolamentare) a una prospettiva *ex post*, che guarda agli effetti concreti della medesima per valutarne o meno la legittimità. Progressivamente, le decisioni delle Corti su questi profili si sostituiscono, di fatto, all'*enforcement* regolamentare, delle autorità di vigilanza sulle comunicazioni selettive, nel tempo dimostratosi per varie ragioni pressoché irrilevante[850].

Per le ragioni discusse in precedenza, l'adozione di un simile approccio sarebbe auspicabile anche nel nostro ordinamento, in quanto da un lato consentirebbe un'interpretazione più flessibile della disciplina della *selective disclosure*, consentendo di adeguarla alle circostanze dei singoli casi, e dall'altro valorizzerebbe un ruolo di *governance* più efficiente da parte degli azionisti[851]. Al tempo stesso, la trasposizione di tale approccio reca con sé il rischio di incentivare ulteriormente l'amministratore verso un atteggiamento passivo, considerata anche la minore deferenza verso le scelte gestorie che i giudici italiani adottano nell'applicazione della *business judgment rule*, e, più in generale, solleva questioni giuridiche nuove, tutt'altro che secondarie, che attengono specificamente alla compatibilità con il nostro sistema.

---

[849] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafo 5.2.

[850] Si veda *supra*, capitolo primo, paragrafo 5.

[851] Si veda *supra*, capitolo terzo, paragrafo 8 e, soprattutto, capitolo quarto, paragrafo 7.2.

1.1. Il ripensamento del modello dell'*independent board* e le sue conseguenze sul tema in esame

Il discorso sulle comunicazioni selettive, e in particolare sul ruolo dell'organo amministrativo, acquista ulteriore enfasi e rilievo alla luce di alcune recenti tendenze evolutive riguardanti proprio la struttura e la funzione di quest'ultimo. Mi riferisco, in particolare, al progressivo ripensamento (o forse sarebbe meglio dire, perfezionamento) del modello attualmente dominante dell'*independent board*, nato negli Stati Uniti e importato, pur con un significativo grado di rielaborazione, anche in Europa in tempi abbastanza recenti.

Tale modello è andato imponendosi nelle *public corporation* americane a partire dagli anni settanta-ottanta ed è caratterizzato dalla presenza di amministratori *part-time* indipendenti dal *management* (in quanto designati dal *board* o da un comitato interno indipendente e in possesso di specifici requisiti), investiti in via pressoché esclusiva di funzioni di supervisione e monitoraggio nei confronti di quest'ultimo[852]. L'*independent board* nasce in netta contrapposizione al modello precedente, in cui il *board* era designato dal CEO e composto da soggetti, interni od esterni, di sua stretta fiducia[853], i quali non erano in condizione di opporsi alle decisioni del CEO, che esercitava quindi una posizione di assoluta preminenza all'interno del *board*. Per rimediare ai limiti di tale modello, emersi in tutta evidenza con il tramonto della stagione del c.d. *managerialism*, si è progressivamente diffusa la figura dell'amministratore indipendente "di professione", privo di legami con il *management* e con il contesto aziendale di una specifica società. L'idea sottostante è che tali figure professionali esterne abbiano incentivi sufficienti, anzitutto reputazionali, a monitorare l'operato del *management* e così facendo riducano gli *agency cost* derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo (*managerial agency cost*).

In Italia, come negli altri ordinamenti a proprietà concentrata, l'incidenza di tale tipologia di costi di agenzia è, come noto, poco rilevante[854]. Per contro, gli amministratori indipendenti hanno cominciato a diffondersi nelle società quotate sotto la spinta del legislatore, a partire dall'introduzione del TUF, con la peculiare funzione di vigilare sull'operato degli amministratori nominati dal socio di controllo o di riferimento[855]. Un'ulteriore spinta in questa direzione è arrivata, in

---

[852] Cfr., per tutti, la ricostruzione di GORDON, *The Rise of Independent*, op. cit., spec. p. 1472-1500.

[853] Cfr., ad esempio, GILSON, GORDON, *Board 3.0.*, op. cit., p. 355 («*the monitoring board's predecessor, Board 1.0, was an "advisory" board model, in which the directors were part of the CEO's team: other corporate officers ("insiders"), trusted confidants of the CEO personally, and "affiliated" directors, commonly linked to the company's outside law firm, its bank, or its investment bank*»).

[854] Cfr. PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., p. 110 e ss., secondo i quali nelle società a proprietà concentrata gli azionisti che detengono la maggioranza mantengono intatto l'interesse a vigilare sull'operato del *management*. Anche in Italia, si è ormai diffuso in molte società quotate di maggiori dimensioni un modello organizzativo, sulla scorta di quanto accade in molti ordinamenti occidentali, basato su una sorta di "doppio grado" di amministrazione: (*i*) un'alta amministrazione, da affidarsi al consiglio nel suo *plenum*, e (*ii*) una gestione ordinaria del *day-by-day*, attribuita a *manager* di professione, interni ed esterni al consiglio. Tuttavia, diversamente da altri ordinamenti, il modello organizzativo tradizionale e prevalente prevede una separazione meno chiara tra le due funzioni (cfr. ALVARO, D'ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderno giuridico Consob n. 7, maggio 2015, p. 31 e 35).

[855] Cfr., per i molti, REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum

tempi molto recenti, proprio dalla crescente presenza nell'azionariato dei grandi investitori istituzionali internazionali, i quali hanno sempre più spesso i numeri per eleggere anche più di un amministratore indipendente, in aggiunta a quello riservato per legge alle minoranze[856].

Tuttavia, anche il modello dell'*independent board* sembra presentare pesanti segni di invecchiamento e inizia ad essere oggetto di ripensamento negli Stati Uniti, dove esiste da più tempo. In particolare, gli *independent director*, in quanto amministratori *part-time*, titolari di incarichi multipli e spesso privi di conoscenze del *business* aziendale, non paiono in grado di affrontare i problemi specifici dell'emittente, a fronte della loro crescente complessità, né soprattutto di anticiparli[857]. La

---

Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Torino, 2007, p. 390 (il quale sottolinea che negli ordinamenti a proprietà concentrata l'attività di monitoraggio cui gli amministratori indipendenti sono chiamati si concentra sull'obiettivo di prevenire i comportamenti opportunistici del socio di controllo o dei soci di controllo, i quali «potrebbero condizionare gli amministratori, esecutivi e non, in funzione del loro interesse (extrasociale)»); analogamente, PRESTI, MACCABRUNI, *op. ult. cit.*, p. 111 (i quali evidenziano altresì un nesso tra tale funzione degli amministratori indipendenti e la necessità di meccanismi che assicurino una nomina "riservata" a favore delle minoranze).

[856] Cfr. OLIVIERI, *Atlantia, Eni, Unicredit*, op. cit., che evidenzia come nelle recenti stagioni assembleari italiane è risultato in più casi che le liste "corte" degli istituzionali risultassero più votate di quelle "lunghe" presentate dalla maggioranza, potendo in astratto addirittura votare la maggioranza del consiglio. A prescindere da considerazioni ulteriori circa la concreta possibilità che ciò accada, anzitutto per ragioni strategiche, tale dato evidenzia la capacità degli istituzionali, ove presenti in maniera significativa, di ottenere la nomina di più di un amministratore, attraverso il meccanismo proporzionale previsto dal voto di lista. Il fenomeno, ormai ben noto alla prassi, delle c.d. "liste corte" presentate dagli investitori istituzionali (attivisti e non) origina proprio da tale situazione (cfr., ad esempio, BELCREDI, CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, 6 giugno 2014, https://www.lavoce.info/archives/20103/prove-manutenzione-voto-di-lista/; L.A. BIANCHI, *In una vera* public company *il CEO deve essere scelto dal cda*, in *La Repubblica*, 18 aprile 2016, https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/04/18/news/in_una_vera_public_company_il_ceo_deve_essere_scelto_dal_cda-137936419/; A. TOFFOLETTO, *Rinnoviamo il modo di eleggere i cda con liste proporzionali o voto diretto ai candidati* (intervista di G. Pons), in *Affari e finanza*, 3 maggio 2016, https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/05/03/news/toffoletto_rinnoviamo_il_modo_di_eleggere_i_cda_con_liste_proporzionali_o_voto_diretto_ai_candidati-138977838/; VENTORUZZO, *Consigli di amministrazione a misura di fondi*, 17 maggio 2016, https://www.lavoce.info/archives/41099/consigli-di-amministrazione-a-misura-di-fondi/; STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in *ODCC*, 1/2017, p. 185). Le osservazioni trovano conforto anche nei dati elaborati da Consob: con riferimento al 2018, nel 50% delle società quotate italiane è stata riscontrata la presenza di almeno un amministratore di minoranza (che significa che negli altri casi è stata presentata una sola lista, quella dell'azionista di maggioranza). All'interno di tale campione, il numero medio di amministratori di minoranza è pari a 1,8% (cfr. CONSOB, *Report on corporate governance 2019*, op. cit., p. 27): alla luce della previsione dell'art. 147-*ter*, comma 3, TUF, che impone la nomina di almeno un amministratore dalla lista di minoranza, ove presentata, ciò significa che in un elevato numero di società le minoranze sono in grado di nominare più di un amministratore (a tale proposito, la previsione di cui al comma 4 della norma citata, che prevede un minimo di due amministratori di minoranza in caso di consigli di più di sette membri rileva soltanto in parte, dal momento che la dimensione media è di 8,5).

[857] In tempi più risalenti il problema era stato sollevato da MILLSTEIN, *The Professional Board*, in 50 *The Business Lawyer*, 1995, *passim*, spec. p. 1428, 1432-33, e MILLSTEIN, MCAVOY, *The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation*, in 98 *Columbia Law Review*, 1998, p. 1283 e ss. (in cui si evidenzia una correlazione tra la presenza nel *board* di quelli che gli Autori chiamano "*professional director*" e la performance di mercato della società), concentrandosi però sull'esigenza di maggiori competenze professionali in capo agli amministratori non esecutivi. Più di recente, alcuni studi hanno posto in luce in maniera più organica i limiti del modello dell'*independent board*: si vedano, in particolare, le analisi di KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., *passim* spec. p. 20-31; dello stesso MILLSTEIN, *The Activist Director*, op. cit., spec. p. 23-47; e di GILSON, GORDON, *Board*

ragione fondamentale è che il ruolo loro assegnato dal sistema non consente di dedicare un tempo sufficiente per un *effettivo* monitoraggio, né di avere un accesso adeguato ed autonomo alle informazioni societarie, il che li rende dipendenti dal *management* e dunque facile preda di fenomeni di *informational capture*[858].

La soluzione che si prospetta è quella di rimodulare la figura dell'amministratore indipendente, sostituendola con quella del "*professional director*"[859] (anche indicato come "*activist director*", nell'accezione di amministratore attivista, ma non necessariamente designato dagli attivisti): ovverosia, una figura non generalista ma provvista di conoscenze professionali specifiche e incentivi (sopratutto sotto il profilo della remunerazione) sufficienti a supervisionare nel merito l'attività aziendale, anche sotto il profilo strategico, dialogando non soltanto con il *senior management* ma anche con le funzioni inferiori, ove necessario[860]. Tale modello si ispira apertamente agli assetti di *governance* tipici delle operazioni di *private equity* e *venture capital*, nelle quali gli amministratori designati dai fondi, anche là dove non assumano ruoli esecutivi, supervisionano attivamente lo sviluppo e l'implementazione della strategia della società in cui investono[861].

Nel contesto delle società quotate la diffusione di tale nuovo modello tende naturalmente a valorizzare gli investimenti degli attivisti, in particolare quelli che assumono i caratteri dello *strategic activism*[862]. Ma sopratutto, esso si lega in maniera a doppio filo con la crescente diffusione e importanza delle comunicazioni selettive. Infatti, il modello di *governance* imperniato sulla figura dell'*activist director* postula un dialogo costante tra gli amministratori e le funzioni aziendali, da un lato, e tra gli stessi e i propri *sponsor*, dall'altro lato, analogamente a quanto già accade proprio nelle operazioni di *private equity*[863]. Soltanto in questo modo, con l'appoggio delle strutture di analisi

---

3.0., op. cit., *passim*.

[858] KASTIEL, NILI, *op. ult. cit.*, p. 25-31.

[859] La definizione fa qui riferimento alla sussistenza di requisiti *specifici* di professionalità, ulteriori e più rigorosi di quelli *generici* cui fanno riferimento l'art. 2387 c.c. e, più in generale, i codici di autodisciplina (la contrapposizione si ritrova, per esempio, in STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano*, op. cit., p. 188, senza tuttavia ulteriori precisazioni): cioè a conoscenze settoriali altamente specializzate inerenti il *business* di un dato emittente e il suo ambiente competitivo.

[860] Cfr. MILLSTEIN, *The Activist Director*, op. cit., p. 181 («*The solution I propose* […] *is to create a new breed of activist director, one who* […] *will drill deeply into a corporation's financials and culture, who will not shrink from confrontation, who will ask tough questions of the CEO when he or she veers off course or when the numbers include unexpected special write-downs. We need directors who do not miss board meetings and who, on their own time, visit the factory floors* […] *who listen but resist pressure from shareholders with self-serving agendas* […] *Most important, we need directors who reject the "nose in, fingers out" attitude that prevails in too many boards – the idea that it is only the CEO who is in charge of the corporation's future*».

[861] Cfr. KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., spec. p. 41-42 («*private equity firms are also known for placing a strong system of oversight over management, starting with compensation arrangements that are tailored to maximizing value and through a strong board room that often includes the general partners of the private equity firm*»); GILSON-GORDON, *Board 3.0.*, op. cit., spec. p. 358-363.

[862] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 3.3.

[863] KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 44-47 (in particolare: «*[t]he recognition of this important positive externality that activist directors provide to the board as an institution provide, therefore, additional support to* […] *to view information sharing between board members and certain shareholders favorably*»; tale problema è, nel complesso, riscontrabile in tutte le ipotesi di "*constituency director*", cioè di amministratore nominato da un particolare

offerte dai fondi è possibile colmare il divario, di risorse e capacità, tra gli amministratori indipendenti e il *management* che sono necessarie per un reale monitoraggio su tutti i livelli.

Le patologie dell'*independent board* avvertite oltreoceano apparentemente dovrebbero sollevare minori preoccupazioni in Italia e in generale negli ordinamenti a proprietà concentrata. Se non altro perché più che di *independent board* si può tutt'al più parlare di *independent director(s)*, posto che è difficile immaginare che l'attuale struttura degli assetti proprietari sia compatibile con un *board* composto esclusivamente da amministratori indipendenti, a fianco dell'amministratore delegato[864]. Tuttavia, proprio a causa della posizione più marginale che generalmente rivestono nei consigli di amministrazione italiani, gli amministratori indipendenti e di minoranza finiscono per soffrire comunque limiti fattuali analoghi, se non maggiori. Il fatto che la legge stessa precisi che il canale esclusivo di informazione degli amministratori debba passare attraverso gli organi delegati (art. 2381, comma 6, c.c.)[865] non esclude, ma anzi contribuisce a rafforzare, l'ipotesi che le società italiane possano essere vittime di tale problema. Al rafforzamento di tale dinamica contribuisce anche l'ulteriore *trend*, diffuso sopratutto nelle quotate di maggiori dimensioni, verso la minimizzazione del numero di amministratori esecutivi (i quali sono generalmente dotati di particolare esperienza professionale o imprenditoriale e vengono nominati per portare un contributo di tipo consulenziale su aspetti specifici dell'attività del consiglio)[866], a vantaggio degli indipendenti[867].

Come evidenziato da un recente studio, la presenza di un maggior numero di amministratori indipendenti negli emittenti italiani è correlata a un aumento della quantità e della rilevanza (in termini di variazione dei prezzi) della *disclosure* al mercato di informazioni societarie[868]. Tale effetto è più marcato nei casi in cui gli amministratori in questione siano nominati dalla minoranza[869] e abbiano maggiori competenze tecniche e professionali[870]. I risultati dello studio non consentono di

---

azionista/gruppo di azionisti, in rappresentanza dei propri interessi).

[864] Tuttavia, va rilevato che il numero di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, specie quelle di maggiori dimensioni, è alquanto significativo. Se si considerano le prime cinquanta società italiane per capitalizzazione, il numero medio di amministratori indipendenti (che soddisfino entrambi i requisiti del TUF e del codice di autodisciplina) è superiore a 7 su una media di componenti del consiglio di poco inferiore a 12, mentre tende a salire leggermente se si considerano anche gli amministratori indipendenti solo ai sensi del TUF (fonte: elaborazione personale sui dati contenuti nelle relazioni di corporate governance al 31 dicembre 2019 pubblicate dagli emittenti; il riferimento alla capitalizzazione è basato sui dati di Borsa Italiana al 20 maggio 2020).

[865] Sul punto si tornerà ampiamente *infra*, paragrafi 4 e ss.

[866] Cfr. BORSA ITALIANA, *Codice di autodisciplina*, 2018, Principio 2.P.2 e, soprattutto, REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., p. 386 (citando sul punto STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impr. soc.*, 2005, p. 164.

[867] Si veda *supra*, nota 864.

[868] VENTORUZZO, P. MARCHETTI, SICILIANO, *Disclosing Directors*, in 21 *European Business Organization Law Review*, 2020, p. 219 e ss.

[869] *Idem*, p. 240-245.

[870] *Idem*, p. 234-238 (dove la componente di "professionalità" è misurata attraverso due indicatori principali, che riflettono la professione dell'amministratore e i titoli di studio conseguiti). Considerazioni di segno concorde (quanto alla correlazione positiva tra capacità tecniche degli amministratori indipendenti, da un lato, e qualità del monitoraggio e della *disclosure* al mercato) sono raggiunte anche da WANG, XIE, ZHU, *Industry Expertise of Independent Directors and Board Monitoring*, in 50 *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, p. 929 e ss. (che tuttavia sottolineano l'importanza di un'adeguata professionalità prevalentemente in termini di «*industry expertise*»).

identificare in maniera conclusiva i fattori determinanti; tuttavia, complessivamente si evidenzia una maggiore propensione degli amministratori nominati dalla minoranza (il più delle volte dagli investitori istituzionali) a svolgere un monitoraggio più efficace. Tale osservazione è compatibile con due considerazioni: primo, che un migliore monitoraggio si avrà ove tali amministratori abbiano anche le competenze per analizzare le informazioni che ricevono; secondo, che tali risultati saranno tanto più significativi quanto più libera sia la circolazione delle informazioni all'interno dell'organizzazione e tra la medesima e gli azionisti cui gli amministratori fanno riferimento (per lo meno nell'ipotesi in cui si tratti di investitori professionali).

Complessivamente, le indicazioni più recenti che arrivano da oltreoceano, anche su questo argomento, sembrano suggerire che il tema delle comunicazioni selettive agli azionisti stia diventando sempre più centrale nelle attività del consiglio di amministrazione e, di pari passo, nella disciplina dei doveri fiduciari dei suoi componenti. Inoltre, tale aspetto sta acquistando sempre maggiore rilevanza anche nelle discussioni sulla "buona *governance*" in Europa e in Italia. Per contro, non si deve trascurare il fatto che si tratta di un'evoluzione non da poco, che solleva numerose questioni giuridiche e rende ancora più impellente l'esigenza di elaborare una disciplina societaria organica delle comunicazioni selettive.

Uno dei temi al centro del dibattito sull'argomento riguarda proprio il ruolo del consiglio di amministrazione e, in particolare, degli amministratori indipendenti e di minoranza, sempre più rilevanti in un contesto di crescente proprietà istituzionale. A tale riguardo, sorge la necessità di identificare, anche in via interpretativa, regole di condotta specifiche per gli amministratori con riferimento a tali situazioni: tale aspetto appare ancora poco indagato nella nostra letteratura e quindi merita di essere approfondito.

In quest'ultimo capitolo si tratterà il tema della *selective disclosure* nella prospettiva dei diritti e dei doveri dei componenti del consiglio di amministrazione dell'emittente, che si trovano a decidere se dialogare o meno con gli azionisti, cercando di pervenire a una corretta identificazione dello *standard of conduct* e dello *standard of review* specifici. Tali questioni assumono importanza cruciale soprattutto con riferimento alle ipotesi, sempre più frequenti, in cui siano singoli amministratori, e non il consiglio collegialmente, a intrattenere dialoghi con gli azionisti (o a dover decidere se farlo), in virtù di specifici rapporti che lo legano a questi ultimi. Pertanto, l'attenzione verrà rivolta soprattutto a cercare di comprendere se, e in che modo, tali condotte possano essere compatibili con i principi e le norme dell'ordinamento societario. Nel far ciò, ampio spazio verrà devoluto anche all'analisi delle soluzioni recentemente elaborate dalla dottrina anglosassone (sopratutto statunitense, ma non solo), nel tentativo di comprendere in che misura esse possano essere applicate anche nel nostro sistema.

2. I dialoghi selettivi nella prospettiva organizzativa del consiglio di amministrazione: l'individuazione dei "legittimi" interlocutori

Una prima questione meritevole di approfondimento riguarda l'individuazione, all'interno del modello organizzativo delineato dal diritto societario, dei soggetti deputati e autorizzati a

dialogare con gli azionisti per conto dell'emittente. Tradizionalmente e fino a tempi recenti, i dialoghi degli azionisti con l'emittente avvenivano pressoché esclusivamente con il *management*, eventualmente sotto la supervisione del consiglio di amministrazione[871]. Oltre ad essere meno frequenti, essi tendevano inoltre a rientrare nell'area di *business* identificata come "*investor relations*" – il cui obiettivo ultimo è quello di favorire una "corretta" valutazione del titolo azionario attraverso una completa e adeguata informazione al mercato – e dunque erano appannaggio della relativa funzione aziendale competente[872]. Recentemente, l'interesse degli azionisti a dialogare con l'emittente ha mutato i propri caratteri, indirizzandosi sempre di più verso i componenti del consiglio di amministrazione e, nella prospettiva organizzativa dell'emittente, allontanandosi dall'ambito dell'*investor relations*[873].

Tale evoluzione coincide e si spiega, almeno in buona parte, proprio con la nascita e la diffusione della proprietà istituzionale e dello *shareholder activism*. Da un lato, l'*engagement* degli investitori istituzionali passivi si concentra primariamente, come detto, sui temi di *corporate governance* e sul monitoraggio dei costi di agenzia e dunque ha come interlocutore naturale il *board*, quale organo competente per tali funzioni[874]. Il crescente interesse per i temi di *governance* e un tendenziale incremento dei diritti di *voice* degli azionisti in generale rappresentano i fattori principali dello sviluppo dei dialoghi con il *board* da parte degli investitori istituzionali[875]. Dall'altro lato, anche per i fondi attivisti i dialoghi con l'emittente rappresentano uno degli strumenti principali di *engagement*[876]. Le diverse strategie di intervento con cui l'attivismo si manifesta in concreto possono

---

[871] Tale dinamica è stata osservata, in particolare, nei sistemi anglosassoni e soprattutto negli Stati Uniti, dove le funzioni del *board* e quelle delegate al *senior management* sono distinguibili in maniera più marcata: cfr., ad esempio, PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 2 («*[i]n most companies, management handles investor relations and shareholder communications, subject to oversight by the board*»), e LATHAM & WATKINS LLP, *Dangerous Talks?*, op. cit., p. 1 («*[u]ntil lately, few conceived of directors and shareholders meeting directly; the job of communicating with investors traditionally fell on management, and for good reason*»). Anche nella grande impresa italiana tale fenomeno è verosimilmente riscontrabile, seppure in maniera meno formalizzata, stante il fatto che «la stragrande maggioranza dell'attività di gestione dell'impresa è svolta dal direttore generale o da direttori di settore o di rami aziendali o di determinate sedi» (ALVARO, D'ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo*, op. cit., p. 36-37); nonché, quale effetto della presenza diretta dell'azionista di maggioranza o di suoi rappresentanti nei ruoli di vertice dell'amministrazione.

[872] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 193.

[873] *Idem*, p. 194, il quale evidenzia come le "nuove" forme di dialogo tra azionisti ed emittenti non siano semplicemente uno strumento di *marketing* delle azioni della società: al contrario, gli investitori istituzionali "bussano alla porta del *board*" per esprimere la propria visione su alcuni aspetti specifici della *governance* e della strategia della società, o in relazione a specifiche operazioni.

[874] Secondo un sondaggio condotto negli Stati Uniti con azionisti e *director* di societa quotate riporta che il 45% degli azionisti intervistati concorda con l'affermazione che «*communicating with the board is the most effective way to get a company's attention if they do have a corporate governance concern*» (cfr. PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 4).

[875] Cfr. GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices*, in *Harvard Law School Corporate Governance Forum*, secondo i quali, ad esempio, l'introduzione nelle societa americane del *say on pay* ha favorito forme di dialogo tra l'emittente e gli azionisti, in particolare quelli che, come i grandi fondi passivi «*can make or break the advisory vote*».

[876] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 191 e in nota 9.

richiedere, in alcuni casi, un dialogo e un confronto anche su temi tecnici e operativi, e quindi coinvolgere anche esponenti del *management*, non soltanto apicale[877]. Non è escluso che lo stesso possa accadere, pur per ragioni non del tutto coincidenti, anche in occasione dei dialoghi con gli investitori istituzionali passivi[878].

Tuttavia, la diffusione in modo significativo e strutturato di dialoghi con il *board* comporta significative implicazioni per l'emittente, sotto il profilo organizzativo e non solo. Anzitutto, i membri del consiglio di amministrazione non esecutivi non hanno di norma una sufficiente conoscenza del *business* né dell'organizzazione operativa della società[879] e, pertanto, devono essere "preparati" per poter essere in grado di interfacciarsi con gli azionisti e far fronte alle loro richieste. Il che può rendere più efficiente l'individuazione di un soggetto o di un comitato all'interno del consiglio, ed eventualmente anche di una stabile funzione aziendale di supporto al di fuori dello stesso, che sia specificamente incaricata della gestione dei rapporti con gli azionisti. Tale soluzione consente di valorizzare la formazione di particolari capacità ed esperienze necessarie per lo svolgimento del ruolo, in maniera analoga a quello che già accade per le funzioni di *investor relations*.

Al tempo stesso, permane comunque in molti casi la necessità di coinvolgere, negli incontri con gli azionisti, competenze specialistiche diverse e dunque soggetti diversi, sia interni al consiglio (ad esempio, i componenti di comitati competenti su specifici temi, come l'*executive compensation*) sia esterni (come il *legal counsel* o altri *manager* responsabili di aree operative sulle quali gli investitori possono avere interesse a fare domande), che sono chiamati a coadiuvare il responsabile.

Nella pratica sembra prevalere un modello delegato in cui i dialoghi con gli azionisti sono affidati alla guida di una figura particolare (generalmente, il Presidente, il CEO oppure, ove presente, il *lead independent director*), che gestisce ed è responsabile di tutte le comunicazioni ed eventualmente coinvolge di volta in volta le competenze necessarie per far fronte alle richieste degli azionisti[880]. Un simile modello si trova riflesso, non a caso, anche nelle raccomandazioni in materia contenute in molti codici di autodisciplina recenti[881]. In ciò non deve leggersi, tuttavia, un elemento

---

[877] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 3.3.

[878] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 4.1.

[879] Tale aspetto è accentuato dalla diffusione proprio del modello dell'*independent board* (si veda *supra*, paragrafo 1.1.).

[880] Cfr. GATTI, TONELLO, *op. ult. cit.*: «*[a]t large companies, across business sectors, the board most frequently delegates the leadership of the shareholder engagement process to the lead independent director, whereas in most of the smallest organizations the role is performed directly by either the CEO or the board chairman*».

[881] In generale, i codici di autodisciplina che fanno espresso riferimento alle figure che dovrebbero interfacciarsi con gli azionisti, per conto dell'emittente, individuano come principali responsabili, in particolare, il Presidente del consiglio di amministrazione o *chairman* (cfr. *Danish recommendations on corporate governance*, op. cit., principle 1.1; *AFEP-MEDEF Corporate Governance Code of Listed Corporations*, op. cit., principle 4.4; *The UK corporate governance code*, op. cit., principle 1, provision 3) e/o il *lead independent director* (cfr. *AFEP-MEDEF Corporate Governance Code of Listed Corporations*, op. cit., principle 4.4). Riferimenti analoghi sono contenuti, anche se non direttamente indirizzate agli emittenti, in alcuni codici di *stewardship*: cfr. *Principi italiani di stewardship*, principio 3; *EFAMA Code for external governance*, op. cit., principle 3; *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, op. cit., principle 7; *The UK Stewardship Code*, principle 9). Inoltre, in alcuni casi è altresì previsto espressamente che anche i membri dei comitati endo-consiliari possano condurre tali dialoghi (così nei *Guiding principles* tedeschi, nei *Principi italiani di stewardship*, nell'*EFAMA code*, e nel codice di *corporate governance* inglese). Lo stesso

di necessità nell'adozione di tale modello. È significativo in tal senso che la nuova versione del Codice di autodisciplina italiano abbia abbandonato l'approccio "paternalistico" della precedente formulazione, lasciando maggiore libertà agli emittenti nella scelta delle soluzioni organizzative concrete[882].

Dalla lettura delle raccomandazioni di autodisciplina in materia emergono però almeno tre aspetti principali, che meritano di essere sottolineati. In primo luogo, si raccomanda che, come regola generale, al singolo amministratore non esecutivo non sia consentito incontrare gli azionisti da solo e, soprattutto, in maniera indipendente dal *board*[883]. In secondo luogo, vi è la necessità che il *board* agisca in maniera coerente e unita anche nella pianificazione ed esecuzione delle comunicazioni agli azionisti. Poiché ragioni di efficienza suggeriscono la partecipazione di un numero ristretto di soggetti ai dialoghi con gli azionisti[884], si rende necessario che tali incaricati discutano con il *plenum* del consiglio prima di ogni comunicazione (condividendo gli argomenti e la linea di condotta che intendono tenere ed eventualmente richiedendo, ove non si tratti di amministratori esecutivi, un'esplicita autorizzazione) e, inoltre, che successivamente lo informino in maniera tempestiva dell'esito di ogni incontro[885]. In terzo luogo, è consigliabile che il *board* adotti una *policy* generale in merito alle procedure da adottare nella gestione organizzativa e procedurale dei dialoghi con gli azionisti, fermo restando che il consiglio conserva la facoltà di decidere una linea di azione specifica caso per caso, eventualmente discostandosi anche dalle linee guida generali[886].

Codice di autodisciplina italiano, nella precedente versione, in vigore fino alla fine del 2020, prevedeva che la società dovesse identificare un responsabile incaricato della gestione dei rapporti con gli azionisti e valutare periodicamente l'opportunità di costituire una struttura aziendale incaricata di tale funzione» (Criterio 9.C.1).

[882] Cfr. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, p. 442.

[883] PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, p. 8. Tra l'altro, in nessuno dei principali codici di *governance* europei è prevista la possibilità per i singoli amministratori di dialogare con gli azionisti (pur senza vietarlo o sconsigliarlo espressamente). Faceva eccezione, a tale riguardo, la previsione contenuta nella prima versione dei *Principi italiani di stewardship* (e in vigore fino al 2016), ove, al principio n. 3, si prevedeva che i dialoghi con gli emittenti partecipati potevano includere incontri con «gli amministratori indipendenti eletti dalle SGR e dagli investitori istituzionali laddove presenti». Tali indicazioni sono state modificate nel 2016, proprio in quanto ritenute dagli emittenti non pienamente allineate alla prassi internazionale (cfr. STRAMPELLI, Engagement, op. cit., p. 426-27).

[884] PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 11, dove, con riferimento alle condotte consigliare nel rapporto con gli azionisti, si sconsiglia la partecipazione di un numero elevato di persone, in rappresentanza della società, al fine di evitare il rischio che le comunicazioni effettuate «*will be contradictory or off-message*».

[885] STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom*, op. cit., p. 235-36. Anche il nuovo codice italiano di *corporate governance* prevede che «[i]l presidente assicura che l'organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti» (art. 1, raccomandazione n. 3).

[886] Cfr. PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders*, op. cit., p. 12 (che riporta che, secondo 53% degli amminsitratori intervistati «*their companies have a specific director policy regarding communications with stakeholders (which would include shareholders) and that the policy is very useful*»); STRAMPELLI, *op. ult. cit.*, p. 237 (il quale, da un lato, ritiene che gli emittenti dovrebbero dotarsi di una *policy* sui dialoghi tra amministratori e azionisti che li regoli «*on a pre-determined basis*» e che la stessa sia assoggettata al principio *comply or explain*, dall'altro sostiene che le modalità e gli argomenti di tali dialoghi dovrebbero essere scelti dagli amminsitratori caso per caso, sulla base di una varietà di fattori, inclusi, ad esempio «*the appropriateness of the proposed topic, the specific investors asking for the meeting, and the approach of specific investors to investment and corporate governance*».

Il modello delineato dai codici di autodisciplina individua il consiglio di amministrazione, nella sua composizione collegiale, come il centro nevralgico di tutti i rapporti con gli azionisti, ivi inclusi i dialoghi selettivi. Nella prospettiva del diritto societario italiano, esso appare tendenzialmente coerente con i principi giuridici che disciplinano l'organizzazione del consiglio di amministrazione e i poteri/doveri degli amministratori, in particolare il principio di collegialità (art. 2380-*bis*, comma 1, c.c.) e l'obbligo di agire informati (art. 2381, comma 6, c.c.). In concreto, però, tale modello si presta bene soltanto per le ipotesi di comunicazioni che siano condivise *ab origine* in seno all'intero consiglio, quale parte di una strategia generale concertata dell'emittente: in assenza, cioè di un conflitto tra i diversi interessi delle *constituency* azionarie in merito. Si tratta, in altri termini, di comunicazioni che rispondono a un disegno e un interesse (sociale) unitario, che potremmo definire in senso lato "istituzionale".

In questi casi, ferma restando l'opportunità, in linea di massima, di seguire le indicazioni prudenti dei codici di autodisciplina, le decisioni adottate collegialmente dal consiglio – oppure, a seconda del caso, dall'amministratore delegato o dal comitato esecutivo (nella misura in cui le decisioni in materia siano state ad essi delegate) – in materia di comunicazioni selettive con gli azionisti non sollevano questioni giuridiche specifiche particolari. Esse saranno tendenzialmente soggette, al pari di qualsiasi altra materia di competenza gestoria, alla disciplina di legge in materia di poteri, doveri e responsabilità degli amministratori (in particolare, gli artt. 2380-*bis*, 2381, 2390-2395 c.c.).

Tuttavia, la realtà operativa si mostra più complessa e in larga misura differente da tale disegno ideale. Si è detto già che, in concreto, i dialoghi selettivi con gli azionisti spesso si riconducono a un interesse facente capo solo ad una o ad alcune categorie di azionisti (o anche a specifici azionisti), che si pongono come interlocutori: tale interesse può comunque, a determinate condizioni, qualificarsi come "sociale"[887]. Conseguentemente, in molte ipotesi gli azionisti, sopratutto gli investitori istituzionali e i fondi attivisti, hanno l'esigenza, per ragioni strategiche, di dialogare selettivamente e in maniera riservata soltanto con alcuni amministratori (di norma, non esecutivi), nominati direttamente dagli stessi o comunque dalla minoranza[888]; e questo tendenzialmente prima che una decisione formale sia adottata dal consiglio e talvolta anche a prescindere da ciò.

In particolare, merita grande attenzione il tema relativo alla figura, sempre più diffusa, del c.d. *constituency director*, cioè dell'amministratore nominato in rappresentanza degli interessi di una specifica parte dell'azionariato o anche di singoli azionisti[889], il quale tende naturalmente a

---

[887] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafi 5, 5.1 e 5.2.

[888] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafi 3.2 e 3.3.

[889] Cfr., per una definizione, ad esempio, KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 41 («*"Constituency" directors, i.e., directors who have ties to a major shareholder, investor, or other interested party, are prevalent in many of the major corporations in the United States*»); sempre sul punto, VEASEY, DI GUGLIELMO, *How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors*, in 63 *The Business Lawyer*, 2008, p. 761; HINSEY, *The Constituency Director*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 gennaio 2008, https://corpgov.law.harvard.edu/2008/01/14/the-constituency-director/ («*public company directors whose board membership is attributable to one or more particular constituencies, such as a director whose board election is (or would seem to be) otherwise traceable to a recognizable voting constituency or "sponsor"*»); in tempi più risalenti, BOGEN, *Directors Duties to Which Stockholders?*, in *Corporate Governance Advisor*, dicembre 1992/gennaio 1993, p. 24, e MOSCOW, *The Representative Director Problem*, in 16 *Insights*, giugno 2002, p. 12. In proposito, occorre anche precisare che la

intrattenere un dialogo preferenziale e riservato soltanto con i propri azionisti di riferimento. Tradizionalmente, tale figura si riscontrava raramente nelle *public company* con riferimento all'azionariato di minoranza, dal momento che la proprietà dispersa rendeva più difficile l'emergere di minoranze di blocco sufficientemente significative da riuscire a nominare individualmente uno o più amministratori[890]. Tuttavia, quale esito del fenomeno di *equity reconcentration*[891], le società quotate odierne conoscono sempre più spesso una nuova figura di *constituency director*, cioè quella dell'amministratore designato dagli investitori professionali[892]. Tale figura riveste rilevanza peculiare per l'argomento qui in esame, come si vedrà tra breve, motivo per cui sarà oggetto di approfondimento.

Quid iuris, dunque, in siffatte ipotesi? Da un lato, esse trovano nell'architettura complessiva del sistema finanziario, e nel ruolo positivo comunque riconosciuto (comunque lo si voglia identificare) allo *shareholder activism*, un qualche riconoscimento di legittimità. Dall'altro lato, però, sembrano *prima facie* comportare una vistosa deviazione dalle regole positive e dai principi del diritto societario in materia di amministrazione. Nei successivi paragrafi si cercherà di comprendere in che misura le comunicazioni selettive possano legittimamente interessare singoli amministratori, a quali condizioni, e quale sia il regime di responsabilità applicabile.

3. Ammissibilità della figura del *constituency director* nell'ordinamento societario italiano. In particolare: l'amministratore designato dai fondi attivisti

Nella prassi più recente delle società quotate, anche italiane, il fenomeno delle comunicazioni selettive è legato a doppio filo con la figura del *constituency director*: ciò per la fondamentale ragione che, come si è avuto già modo di illustrare, una larga parte delle comunicazioni selettive nelle società quotate avviene proprio per il tramite di tali figure.

A meri fini di chiarezza espositiva, è bene precisare il rapporto che intercorre le due fattispecie. Si tratta, evidentemente, di fattispecie autonome e distinte ma strettamente interrelate. In particolare, alla base delle comunicazioni selettive con gli azionisti sussiste quasi sempre una relazione tra l'amministratore e l'azionista che giustifica tale "privilegio": relazione che, nella maggior parte dei casi, è rappresentata a monte dalla designazione del primo a opera del secondo nel consiglio dell'emittente, in molti casi al precipuo scopo di ottenere tali informazioni[893]. Al punto che

---

legittimità dei *constituency director* è contestata dalle Corti del Delaware, nel senso che non è accordata la prevalenza degli interessi della *constituency* di riferimento rispetto a quelli della società, ai fini della valutazione dell'osservanza dei doveri fiduciari (cfr. VEASEY, DI GUGLIELMO, *op. ult. cit.*, *passim*, spec. p. 771-72, ove anche una rassegna dei principali precedenti giurisprudenziali sul punto).

[890] Cfr. VEASEY, DI GUGLIELMO, *op. ult. cit.*, p. 764, i quali ritenevano che non dovesse considerarsi alla stregua di *constituency director* l'amministratore «*elected by the public, common stockholders of a non-controlled company, even if she is elected in a proxy contest*».

[891] Sul punto si veda ampiamente *supra*, capitolo quarto, paragrafo 6.

[892] Cfr. KASTIEL, NILI, *op. ult. cit.*, p. 41 e ss.

[893] Cfr. SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., *passim*, spec. p. 1286 e ss., il quale pone in evidenza come le comunicazioni selettive rappresentino uno dei principali strumenti attraverso cui gli amministratori si legano a uno o più azionisti (con specifico riferimento alle strategie dei fondi attivisti).

vi è chi sostiene che la comunicazione selettiva di informazioni a un determinato azionista sia sufficiente a rendere tale amministratore, di fatto, un *constituency director*[894]. Per questa ragione, nella trattazione che segue le due fattispecie saranno trattate congiuntamente, pur con gli opportuni distinguo.

Il fenomeno interessa, in linea generale, sia gli azionisti di maggioranza sia quelli di minoranza. Con riferimento ai primi, va detto che *constituency director* per eccellenza sono proprio quelli nominati dall'azionista o dalla coalizione di controllo[895], poiché in tal caso massima è la dipendenza dei primi dal volere dei secondi. Con riferimento ai secondi, infatti, il fenomeno si sta diffondendo soltanto di recente, di pari passo con lo *shareholder activism*. Gli investitori professionali cercano di ottenere la nomina di propri rappresentanti nel consiglio al fine, tra le altre cose, di garantirsi un accesso diretto alle *corporate information* dell'emittente e, in ultima istanza, di ottenere l'accoglimento delle proprie istanze imprenditoriali, là dove i loro diritti di *voice* non siano in grado di ottenere ciò in via *diretta*.

In entrambi i casi, il legame di dipendenza che si crea tra il singolo amministratore e il proprio *sponsor* solleva questioni nuove, soprattutto con riferimento alla valutazione dell'adempimento dei doveri fiduciari. Tuttavia, le problematiche legate ai conflitti di interesse e al *self-dealing* degli amministratori "di maggioranza" è ormai da tempo oggetto di attenzione da parte del legislatore: forse anche per questa ragione, alcuni dei problemi che saranno analizzati nel prosieguo di questo capitolo possono ormai considerarsi superati con riferimento a questi ultimi, mentre si pongono, in assenza di un'equivalente disciplina positiva, con maggiore rilevanza per quanto riguarda gli amministratori di minoranza. In particolare, con riferimento a questi ultimi si pone anzitutto il problema della definizione dei poteri che l'ordinamento riconosce agli amministratori non esecutivi singolarmente.

In questo paragrafo si affronteranno alcune fondamentali problematiche legate alla figura del *constituency director*. Specifica attenzione sarà devoluta a quella (sotto)categoria di *constituency director* rappresentata dagli amministratori, non esecutivi ed eletti in quota di minoranza, nominati da fondi attivisti o investitori istituzionali con lo specifico scopo di svolgere, per loro conto, un'attività di monitoraggio "dall'interno"[896]. Tali soggetti saranno identificati convenzionalmente, nel

---

[894] Questo per lo meno quando a comunicare non sia il Presidente o l'amministratore delegato, i quali potrebbero trovarsi a fare ciò anche in veste "istituzionale"(si veda *supra*, paragrafo 2). Cfr VEASEY, DI GUGLIELMO, *How Many Masters*, op. cit., p. 762, i quali delineano una situazione "tipo" dalla quale traspare evidentemente come, al fine di potersi fare portatori dell'interesse della propria *constituency* di riferimento, gli amministratori abbiano in molti casi l'esigenza di consultarsi con gli stessi e dunque, inevitabilmente, di fornire loro tutte le informazioni di cui sono in possesso.

[895] Cfr., ad esempio, HINSEY, *The Constituency Director*, op. cit. Altre figure "classiche" includono: gli amministratori designati dai fondi di *private equity* e *venture capital*; quelli nominati da categorie speciali di azioni; i membri della famiglia o del gruppo di controllo precedente il processo di quotazione, ai quali viene offerto di conservare un posto nel consiglio anche dopo l'*IPO*.

[896] Cfr. NILI, *Servants of Two Masters - The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors*, in 18 *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2016, p. 520; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 34-36 (che evidenziano, tra le altre cose, come gli amministratori designati migliorino anche la capacità di monitoraggio del *board* nel suo complesso).

prosieguo, anche con il termine "*activist director*", al fine di indicare gli amministratori designati sia dai fondi attivisti[897] sia dagli investitori istituzionali (in quelle ipotesi in cui, anche solo limitatamente ad alcuni aspetti, essi si atteggiano in maniera attiva[898]).

In particolare, si cercherà di valutare se l'esistenza di tali figure sia compatibile, e nel caso in che misura, con i principi e le regole del nostro diritto societario; in secondo luogo, si cercherà di ricostruirne i principali profili di disciplina, riservando poi ai paragrafi successivi una trattazione più dettagliata dei profili riguardanti l'informazione societaria. In questa sede ci si concentrerà, per il momento, sull'analisi e l'applicazione di tre corpi di regole fondamentali: (*i*) i principi di esclusività e collegialità della gestione; (*ii*) i requisiti, formali e sostanziali, in materia di amministratori indipendenti; e (*iii*) le norme in materia di conflitto di interessi. Si può sin d'ora anticipare l'impressione che sussista, almeno *prima facie*, una tensione tra i comportamenti tipicamente adottati dagli amministratori designati e gli *standard* di condotta dettati dal nostro ordinamento. A ben vedere, però, tale contrasto è, almeno in buona parte, più apparente che reale ma probabilmente richiederebbe di apportare alcuni correttivi alla disciplina attuale per un'applicazione più efficace.

3.1. Rispetto ai principi di esclusività e collegialità della gestione

Prima di tutto, l'esistenza di un canale informativo preferenziale tra l'amministratore designato e il proprio *sponsor*, nonché di incentivi che spingano il primo a farsi portatore e attuatore dei *desiderata* del secondo nella *governance* dell'emittente, potrebbe, ipoteticamente, comportare il rischio che, in concreto, la volontà dell'amministratore si formi al di fuori della fisiologica sede consiliare. Questo soprattutto nell'ipotesi in cui i flussi informativi scambiati tra le due parti siano bilaterali (*i.e.* in senso sia ascendente sia discendente). Ne conseguirebbe un potenziale effetto di "esternalizzazione" delle competenze decisorie del consiglio, in capo a un soggetto estraneo all'organo competente, che come minimo riguarderebbe la porzione di voti che gli amministratori possono esprimere in consiglio, ma che, stante la capacità persuasiva che essi possono esercitare sugli altri consiglieri[899], potrebbe avere in concreto estendersi oltre.

---

[897] Per un inquadramento del fenomeno si vedano, ad esempio: KASTIEL, NILI, *op. ult. cit.*, spec. p. 32-46; SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., p. 1246 e ss., spec. p. 1264 e ss.; COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs*, op. cit., p. 382 e ss.

[898] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 4.

[899] Un esempio eloquente di tale dinamica è rappresentato dalla vicenda che ha coinvolto il fondo Potomac e la società PLX Technology, Inc., oggetto di giudizio della *Delaware Chancery Court* prima e della *Supreme Court* poi (cfr. *In re PLX Tech. Stockholders Litigation*, Cons. C.A. No. 9880-VCL). In tale vicenda, il fondo attivista Potomac, nonostante avesse ottenuto la nomina soltanto di tre amministratori su otto nel *board* dell'emittente, ha potuto determinare la scelta dell'acquirente e le condizioni della vendita di una partecipata dell'emittente alla luce del fatto che uno dei tre amministratori, precisamente il *principal* e *managing director* del fondo, Eric Singer, era stato nominato a capo del comitato speciale deputato alla supervisione del procedimento di vendita (cfr. *In re PLX Tech.*, *op. ult. cit.*, 100, nonché la nota di commento di CADWALADER, WICKERSHAM & TAFT LLP, *Delaware Court Of Chancery Finds Director Breaches of Fiduciary Duty and Aiding and Abetting Liability for Activist Investor in Shareholder Class Action Suit*, 19 novembre 2018, https://www.cadwalader.com/resources/clients-friends-memos/delaware-court-of-chancery-finds-director-breaches-of-fiduciary-duty-and-aiding-and-abetting-liability-for-activist-investor-in-shareholder-class-action-

In proposito, la legge prevede che la competenza esclusiva in materia gestoria spetti all'organo amministrativo nel suo *plenum* (art. 2380-*bis*, comma 1, c.c.) e dispone un generale obbligo di collegialità delle decisioni dello stesso (comma 3). Secondo la posizione dottrinale più rigorosa, tali disposizioni dovrebbero essere interpretate rigidamente, quale espressione di un principio imperativo che vieta lo spostamento delle potestà decisionali integranti il concetto di gestione dell'impresa sia all'interno dell'organizzazione societaria (*i.e.* ad altri organi) sia all'esterno della stessa, tanto in via statutaria quanto in via negoziale[900]. Tali argomentazioni non mi paiono però decisive per dare risposta alla questione esposta in *incipit*.

Anzitutto, è interpretazione pacifica che i principi giuridici sopra enunciati debbano riferirsi non ai singoli amministratori ma all'intero consiglio[901]. Tuttavia, di norma i fondi attivisti non hanno la forza di nominare la maggioranza del consiglio, stante la significativa concentrazione degli assetti proprietari negli emittenti italiani, né godono di particolari incentivi a farlo[902]. Ne consegue che, in tutti i casi in cui oggetto di indagine sia la condotta di una minoranza di amministratori, essi non dovrebbero a rigore incorrere in alcuna violazione, da questo punto di vista: non del principio di competenza esclusiva, poiché le decisioni riguardanti la gestione sarebbero assunte, sia sostanzialmente sia formalmente, in sede consiliare; né di quello di collegialità, poiché la fase di bilanciamento dei diversi interessi, di cui gli amministratori designati possono essere portatori, avverrebbe in ogni caso attraverso il dialogo in consiglio – dal momento che la componente di minoranza non potrebbe ottenere l'adozione delle proprie proposte senza un'attività di persuasione dialettica almeno di alcuni altri componenti del *board*. In questa misura, dunque, il fatto che le intenzioni e la base informativa degli amministratori designati possano formarsi in una fase precedente (ma, soprattutto, esterna) alla riunione consiliare non è di per sé in contraddizione con il principio di collegialità. Al contrario, mi pare che tale dinamica rappresenti una naturale manifestazione della diversità di interessi facenti capo alle diverse componenti dell'azionariato, che gli amministratori

---

suit). Ciò dimostra come l'influenza *effettiva* degli amministratori designati possa essere in concreto superiore a quello che i numeri suggeriscono, una volta che essi siano stati in grado di raggiungere posizioni di rilievo nell'emittente. In merito all'attività di *advocacy* svolta dai *constituency director* all'interno del consiglio e dei relativi effetti, si veda anche VEASEY, DI GUGLIELMO, *How Many Masters*, op. cit., *passim*.

[900] Cfr. specificamente PINTO, *Art. 2380-bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, a cura di Abbadessa e Portale, vol. I, Milano, 2016, p. 1170-1171. L'opinione dell'autore sembra largamente condivisa: si vedano, ad esempio, ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 49 e ss.; GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum *Pietro Abbadessa*, vol. II, Torino, 2014, p. 1044 e ss.; SANDULLI, *Art. 2380 bis*, *La riforma delle società. Commentario del d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, vol. II, Torino, 2003, p. 398; SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in CIAN (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2019, spec. p. 507.

[901] Cfr. Cass., 21 agosto 1991, n. 8977, in *Giur. comm.*, 1992, p. 917, come riferita in BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013, p. 38.

[902] Il ricorso alle liste corte è largamente prevalente nelle campagne attiviste in tutto il mondo (cfr. LAZARD'S SHAREHOLDER ADVISORY GROUP, *2018 Review*, op. cit., p. 9), nonché da parte degli investitori istituzionali. Ciò si spiega, fondamentalmente, alla luce dei costi dell'attivismo e della tendenziale apatia razionale degli investitori istituzionali. Quest'ultimo aspetto rende complesso, e quindi particolarmente costoso, anche aggregare, intorno alle iniziative attiviste, un supporto istituzionale sufficiente a rappresentare la maggioranza dei voti. Sul punto si veda, in generale, *supra*, capitolo secondo, paragrafi 3.2 e 3.3, e capitolo quarto, paragrafi 4, 4.1. e 4.2.

sono fisiologicamente chiamati a comporre nell'esercizio della propria discrezionalità gestoria[903].

Va detto che in alcuni recenti casi, per effetto del crescente peso degli investitori istituzionali e sopratutto dei grandi fondi passivi nell'azionariato pubblico italiano, si è registrata una situazione del tutto inedita, in cui essi si sono trovati nella condizione di poter esprimere la maggioranza dei voti presenti in assemblea, in particolare in sede di rinnovo del consiglio. Alla fine, in quasi tutti i casi questa eventualità non si è comunque concretizzata, principalmente per effetto del ricorso alle c.d. liste corte[904]. Tuttavia, tale fenomeno rappresenta in prospettiva un'opportunità per i fondi attivisti di accrescere il proprio peso indiretto, catalizzando il supporto dei grandi fondi passivi, in alcuni casi permettendogli di superare, sua base aggregata, l'attuale socio di controllo. L'esito della campagna attivista condotta dal fondo Elliott su Telecom Italia nel 2018[905] rappresenta per il momento un caso isolato, ma non è dato sapere se sarà preso a modello per una forma di attivismo più evoluta. In ogni caso, tale ipotesi esula dalla presente trattazione e solleva problematiche in larga parte diverse, in considerazione del fatto che in situazioni di quel tipo il fondo si viene a trovare in una posizione di fatto più somigliante a quella dell'azionista di controllo che a quello di minoranza avente finalità di monitoraggio e supervisione.

Inoltre, il principio di collegialità richiede che la volontà consiliare si formi, quale incontro delle diverse posizioni dei partecipanti, all'esito di un dialogo degli amministratori da svolgersi secondo un procedimento rigidamente regolato. La *ratio* di tale principio può rinvenirsi «nell'interesse sociale alla ponderazione delle decisioni attraverso il ricorso a plurime esperienze di amministrazione e competenze professionali»[906]. Da un lato, ciò sembra presupporre proprio che ciascun consigliere partecipi con il proprio bagaglio di conoscenze, idee e proposte: quindi precisamente il contrario di quanto l'argomento qui criticato vorrebbe sostenere. Ed è difficile immaginare che, pur nel rispetto del principio per il quale gli amministratori agiscono nel rispetto del «divieto di mandato»[907], le loro posizioni non siano condizionate dalle preferenze e dagli obiettivi dei propri azionisti di riferimento. Tale aspetto è per certi versi inevitabile, come ad esempio nel caso, invero frequente, in cui l'amministratore designato rivesta anche il ruolo di *principal* del fondo. Ma basterebbe forse fermarsi a rilevare che lo stesso potrebbe dirsi degli amministratori nominati dal socio di controllo (o, *a fortiori*, del socio di controllo-amministratore), rispetto ai quali non vengono generalmente sollevati problemi di tal sorta.

Dall'altro lato, non si vede ragione per cui tale circostanza dovrebbe essere valutata negativamente sotto il profilo del dover essere. Vi è infatti chi ha sottolineato come tra le funzioni indirettamente perseguite tramite il principio di collegialità vi sia anche quella di "composizione" dei diversi interessi eventualmente rappresentati dagli amministratori, ma facenti capo, in ultima

---

[903] Cfr., per tutti, ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, spec. p. 579 e ss.

[904] Gli eventi più significativi risalgono alla più recente stagione assembleare ma testimoniano probabilmente un *trend* che tenderà a svilupparsi ulteriormente nei prossimi anni (si veda *supra*, nota 856 e nel testo).

[905] Si veda *supra*, nota 632 e nel testo.

[906] Così Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Giur. it.*, 1999, p. 1436, riportata da BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni*, op. cit., p. 38-39.

[907] STRAMPELLI, *I dialoghi*, op. cit., p. 135.

istanza, agli azionisti, purché essi siano riconducibili a un piano societario (cioè in coerenza con la nozione di interesse sociale)[908]. Tale considerazione è particolarmente appropriata nel caso delle società quotate, nelle quali emerge ancora con maggior evidenza che già soltanto gli azionisti sono portatori di una pluralità di interessi diversi, per altro non necessariamente concordanti[909]. In quest'ottica dunque, il consiglio rappresenta il luogo dove le diverse "idee" di gestione della società, di cui sono portatori i principali azionisti, si confrontano dialetticamente per il tramite degli amministratori, giungendo a composizione nella deliberazione finale. Nel complesso, dunque, le brevi considerazioni svolte sembrano offrire ragioni sufficienti per ridimensionare, almeno in concreto, la portata del primo problema sopra indicato.

3.2. Rispetto ai requisiti di indipendenza degli amministratori

Un secondo ordine di questioni discende dal fatto che gli amministratori designati dai fondi, nella misura in cui intrattengono relazioni preferenziali con il proprio *sponsor*, si possono trovare in una posizione particolarmente delicata, ovverosia quella del "servitore di due padroni". Non necessariamente ciò comporta un problema di per sé; tuttavia, complicazioni possono sorgere in ragione del fatto che, sebbene la figura dell'amministratore di minoranza e quella dell'amministratore indipendente debbano essere tenute concettualmente distinte[910], nella prassi il ruolo di amministratori indipendenti è per lo più rivestito da quelli nominati, in tutto o in parte, dalla minoranza[911].

---

[908] Cfr. STELLA RICHTER JR., *La collegialità del consiglio di amministrazione*, op. cit., p. 302 e ss. e 313 e ss.

[909] Sul punto si veda, ampiamente, *supra*, capitolo secondo, paragrafi 3 e ss. Per altro, a ben vedere tale pluralità e disomogeneità di interessi rappresenta un carattere immanente di qualsiasi società per azioni, dal momento che «altrimenti, se *uno* di essi dovesse *a priori* prevalere, si escludere la razionalità dell'investimento di chi ha altre motivazioni e si ridurrebbe in tal modo l'area dei possibili investitori» (ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment, op. cit., p. 574); fermo restando il fatto che, in concreto, è ben possibile che gli assetti proprietari della società possano minimizzare o enfatizzare la rilevanza di tale pluralità.

[910] Cfr. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 854 e ss., il quale evidenzia l'esistenza di due modelli di consiglio di amministrazione, l'uno basato sugli amministratori di minoranza e l'altro sugli amministratori indipendenti, caratterizzati da logiche ed implicazioni economiche diverse, precisando che «la pretesa coincidenza tra amministratori di minoranza eletti tramite voto di lista e amministratori indipendenti non è però garantita» (*ibidem*, p. 863).

[911] Secondo CONSOB, *Rapporto 2018*, op. cit., 3, nelle società italiane che adottano il modello tradizionale (227 su 231) «i consigli di amministrazione sono costituiti in media da circa 10 membri, di cui circa la metà indipendenti secondo il Codice di Autodisciplina e/o del Testo Unico della Finanza – Tuf, mentre i consiglieri di minoranza, presenti in 97 imprese, sono mediamente due». Leggendo tali dati in combinazione con quanto disposto dall'art. 147-*ter*, comma 3, TUF, che richiede che gli amministratori di minoranza, ove eletti, siano in possesso dei requisiti di indipendenza di cui al successivo art. 148, comma 3, TUF, se ne può ragionevolmente dedurre che una significativa percentuale (in media, il 40%) del numero complessivo di amministratori indipendenti in carica sono nominati dalla minoranza. L'osservazione è complessivamente coerente anche con quanto rilevato da MARCHETTI P., SICILIANO, VENTORUZZO, *Dissenting Directors*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper n. 332/2016, 1 ottobre 2016, https://ssrn.com/abstract=2854768, p. 24, seppure con riferimento ad un *dataset* più specifico e ridotto: all'interno del *dataset* analizzato (composto da 139 eventi), le ipotesi di amministratori indipendenti nominati dalla

Tale circostanza solleva alcuni interrogativi. In primo luogo, occorre domandarsi se gli amministratori di minoranza debbano necessariamente rappresentare gli interessi di *tutte* le minoranze (*rectius*, di tutte le principali tipologie di azionisti di minoranza) o possano farsi portavoce soltanto di quelli facenti capo a coloro che ne hanno determinato la nomina. Su questo specifico punto mi sembra che la posizione dottrinale prevalente sia oggi orientata nel senso più liberale: la nozione di amministratore di minoranza, proprio in quanto distinta da quella di amministratore indipendente, non incorporerebbe in sé alcun dovere di rappresentare gli interessi particolaristici dell'*intera* minoranza (da intendersi eventualmente quale risultato di un processo di mediazione tra gli stessi, ove in concreto divergenti)[912].

In secondo luogo, può il fatto stesso di intrattenere un rapporto preferenziale, ove non esclusivo, con il proprio *sponsor*, ma non con gli altri azionisti di minoranza, comportare il venir meno dei requisiti di indipendenza, ove gli stessi siano attribuiti in concreto all'amministratore di minoranza? La questione deve essere esaminata su due diversi piani, tra loro complementari: quello formale e quello sostanziale.

Sul piano *formale*, va detto che il possesso dei requisiti di indipendenza rappresenta, secondo le *best practice* ormai adottate dalla gran parte delle società quotate italiane, un *passe-partout* per l'accesso ad alcuni comitati (in particolare quelli raccomandati dal Codice di autodisciplina: il comitato nomine, il comitato remunerazioni e il comitato controllo e rischi)[913]. L'accesso a tali comitati è cruciale per gli investitori professionali, specie per gli attivisti, quale sede privilegiata per

---

minoranza ammontano a poco meno del 50% (precisamente al 48%, quale media dei valori riferibili ai due *subsample* in cui viene divisa la popolazione (denominati *divergence* e *peaceful*, con riferimento al loro comportamento).

[912] Così, in modo emblematico, BELCREDI, *Amministratori indipendenti*, op. cit., p. 863: «[g]li amministratori di minoranza possono essere rappresentanti di interessi particolari delle minoranze che li eleggono». In senso sostanzialmente analogo anche REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., p. 425; DENOZZA, *L'"amministratore indipendente" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2000, spec. p. 772-73 (il quale ritiene che gli amministratori di minoranza non debbano svolgere la funzione di "campioni dell'istituzionalismo moderno", ma che possano fisiologicamente farsi portatori delle istanze anche solo di una parte dei soci, verosimilmente di quelli, tra gli azionisti di minoranza, che ne hanno determinato la nomina).

[913] Il Codice di autodisciplina di Borsa Italiana, nella versione tutt'ora in vigore, prevede che i comitati «sono composti da non meno di tre membri. Tuttavia, negli emittenti il cui consiglio di amministrazione è composto da non più di otto membri, i comitati possono essere composti da due soli consiglieri, purché indipendenti. I lavori dei comitati sono coordinati da un presidente» (cfr. BORSA ITALIANA, *Codice di autodisciplina delle società quotate*, 2018, criterio applicativo 4.C.1 lett. a), e che «[l]'istituzione di uno o più comitati può essere evitata riservando le relative funzioni all'intero consiglio, sotto il coordinamento del presidente e alle seguenti condizioni: (i) gli amministratori indipendenti rappresentino almeno la metà del consiglio di amministrazione, con arrotondamento all'unità inferiore qualora il consiglio sia formato da un numero dispari di persone» (cfr. *ibidem*, criterio applicativo 4.C.2). La nuova versione del Codice di autodisciplina, che entrerà in vigore a partire dalla chiusura dell'esercizio 2020, prevede, in termini più generali, che «[i]l numero e le competenze degli amministratori indipendenti sono adeguati alle esigenze dell'impresa e al funzionamento dell'organo di amministrazione, nonché alla costituzione dei relativi comitati» (cfr. BORSA ITALIANA, *Codice di autodisciplina delle società quotate*, 2020, art. 2, raccomandazione n. 5). A dispetto di una norma apparentemente più liberale, viene ribadito il *favor* verso la presenza di un numero crescente di amministratori indipendenti all'interno dei comitati, che anzi viene rafforzato dalla previsione per cui «[n]elle società grandi a proprietà concentrata gli amministratori indipendenti costituiscono almeno un terzo dell'organo di amministrazione. Nelle altre società grandi gli amministratori indipendenti costituiscono almeno la metà dell'organo di amministrazione».

l'esercizio di specifiche funzioni di *monitoring* e per il reperimento di informazioni più dettagliate su aspetti operativi dell'emittente. Inoltre, in tali sedi più ristrette gli amministratori designati possono esercitare un peso persuasivo e decisionale maggiore che davanti al *plenum* del consiglio[914]. Inoltre, la qualifica di indipendente, seppur rilevante più sul piano formale che sostanziale, spesso costituisce per gli investitori istituzionali un primo criterio (per quanto presuntivo e quindi imperfetto) di scrematura dei propri potenziali candidati, attività per altro generalmente affidata a consulenti esterni specializzati. Detto in altri termini: qualora il solo fatto di intrattenere comunicazioni con i fondi comportasse la perdita del requisito di indipendenza, questi ultimi potrebbero dover investire risorse aggiuntive al fine di selezionare gli amministratori non indipendenti che non sono più tali soltanto per questa ragione da coloro che effettivamente non possono dirsi indipendenti in senso sostanziale.

Guardando al profilo letterale delle disposizioni positive vigenti, appare evidente come i requisiti di indipendenza ivi formulati non siano stati pensati con riferimento alla fattispecie dell'amministratore di minoranza fedele a un particolare azionista. Sia l'art. 147-*ter*, comma 4, TUF sia l'art. 3 del Codice di autodisciplina definiscono la nozione di indipendenza in termini negativi, prendendo a riferimento il socio di controllo[915]. Anche nella definizione più ampia fornita dal Codice di autodisciplina, là dove si parla di «relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio», queste sono comunque riferite espressamente a «l'emittente o […] soggetti legati all'*emittente*» (corsivo aggiunto)[916]. E pure con riguardo a tale ultima espressione, un'interpretazione teleologicamente e sistematicamente orientata del concetto di «legame rilevante con l'emittente» tende a escludere dalla fattispecie la figura dell'azionista investitore, la cui relazione rispetto all'emittente non si differenzia a tali fini da quella di qualsiasi altro azionista[917].

---

[914] Si veda *supra*, nota 899.

[915] L'art. 148 (richiamato dall'art. 147-*ter*, comma 4, TUF) fa riferimento a «coloro che sono legati alla *società* od alle società da questa *controllate* od alle società che la *controllano* od a quelle sottoposte a comune *controllo* ovvero agli amministratori della società […] da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza» (corsivo aggiunto). Anche l'art. 3 del Codice di autodisciplina ancora attualmente in vigore, là dove prevede un elenco (seppure non tassativo) di situazioni nelle quali l'indipendenza deve presumersi esclusa, ha come riferimento l'idea che l'indipendenza debba misurarsi rispetto agli interessi degli amministratori esecutivi e, più in generale, di quelli espressi della maggioranza. Se si guarda alle fattispecie di cui ai punti a) e b) del criterio applicativo 3.C.1 (le uniche che possono attagliarsi al caso di specie), si nota come esse si fondino sull'elemento del *controllo*. Discorso analogo può farsi anche con riferimento all'elenco contenuto nella raccomandazione n. 7 dell'art. 2 del nuovo Codice di autodisciplina.

[916] Così BORSA ITALIANA, *Codice di autodisciplina delle società quotate*, 2018, op. cit., principio 3.P.1.

[917] Come suggerisce la Raccomandazione 2005/162/CE, l'obiettivo generale della nozione di indipendenza è quello di evitare legami o relazioni dell'amministratore indipendente con l'emittente, i suoi *manager* o i suoi soci di controllo tali da influenzare la sua autonomia di giudizio (cfr. art. 13.1). Su tale funzione sembra esserci una sostanziale convergenza nelle legislazioni europee e anche in quella americana, pur a dispetto dell'eterogeneità di definizioni adottate da ciascuna (cfr. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., p. 408; il medesimo presupposto è alla base anche dello studio comparatistico di FERRARINI, FILIPPELLI, *Indipendent directors and controlling shareholders over the world*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015, p. 269 e ss., che tuttavia conclude nel senso di una differente effettività degli amministratori indipendenti nelle diverse giurisdizioni). In senso conforme VERONELLI, *L'organo amministrativo nel sistema monistico. Amministratori indipendenti e funzioni di controllo*, Milano, 2006, p. 140.

Ciò emerge altresì dal confronto con i requisiti di indipendenza previsti per le società quotate statunitensi, per i quali possono farsi considerazioni almeno parzialmente diverse. In quel caso, le indicazioni contenute nelle *listing rule* dei due principali mercati regolamentati – sebbene di per sé non conclusive, trattandosi pur sempre di regole privatistiche – sembrano maggiormente flessibili e in grado eventualmente di contemplare anche situazioni come quella in esame[918]. La formulazione letterale di tali disposizioni è più ampia e al tempo stesso sembra guardare all'esistenza di legami rilevanti che possano in concreto pregiudicare l'indipendenza di giudizio, senza ulteriori specificazioni particolari. Tale confronto potrebbe sollevare qualche riflessione circa l'opportunità, in una prospettiva *de iure condendo*, di ampliare le nostre attuali regole in una direzione analoga a quella da ultimo segnalata: tuttavia, il discorso meriterebbe senz'altro maggiore approfondimento e trascende l'ambito e gli obiettivi della presente trattazione.

Sul piano *sostanziale*, invece, occorre chiedersi se la particolare affiliazione tra amministratore designato e *sponsor* possa in qualche modo pregiudicare il corretto svolgimento dei compiti che la legge richiede agli amministratori indipendenti. A questo riguardo, l'obiettivo principale perseguito dal modello basato sugli amministratori indipendenti è quello di monitorare l'operato degli amministratori esecutivi e del *senior management*, garantendo la correttezza procedurale dei processi decisionali in seno al consiglio di amministrazione, al fine ultimo di prevenire possibili abusi perpetrati, in via diretta o mediata, dagli azionisti di maggioranza a danno di quelli di minoranza[919].

È dunque rispetto a tale obiettivo, e non invece all'attitudine a rappresentare gli interessi particolari delle varie componenti della minoranza, che deve misurarsi l'incidenza (e anche l'ammissibilità) delle condotte in esame. In questo senso sembra potersi riscontrare anzi una convergenza tra l'obiettivo assegnato dalla legge a queste figure e le iniziative che gli *activist director* svolgono in concreto. Infatti, questi ultimi costituiscono più di ogni altro la tipologia di azionisti maggiormente interessata e incline non solo a un monitoraggio attivo, ma anche alla promozione di iniziative più incisive sui temi della *corporate governance* e, in alcuni casi, della strategia aziendale. Almeno nella gran parte dei casi, si può anche affermare che i primi a beneficiare delle esternalità positive dell'attivismo siano proprio gli altri azionisti di minoranza (*i.e.* i non attivisti), la cui politica

---

[918] La *Section 303A.02* del *Listed Company Manual* del *New York Stock Exchange* dispone che «*[n]o director qualifies as "independent" unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company)*». A tal proposito, si raccomanda, inoltre, che «*it is best that boards making "independence" determinations broadly consider all relevant facts and circumstances. In particular, when assessing the materiality of a director's relationship with the listed company, the board should consider the issue not merely from the standpoint of the director, but also from that of persons or organizations with which the director has an affiliation*». Considerazioni analoghe possono svolgersi rispetto alla previsione, altrettanto generale, di cui alla *Rule 5605* delle *Listing Rules* del NASDAQ («*"Independent Director" means a person other than […] any other individual having a relationship which, in the opinion of the Company's board of directors, would interfere with the exercise of independent judgment in carrying out the responsibilities of a director*»).

[919] Così, in particolare, negli ordinamenti a proprietà concentrata. Sulla funzione degli amministratori indipendenti, in una prospettiva sistematica e storica, si veda, per i molti, GORDON, *The Rise of Independent Directors*, op. cit., p. 1465 e ss. Con riferimento al contesto italiano, quale prototipo di sistema a proprietà concentrata, BELCREDI, *Amministratori indipendenti*, op. cit., p. 859-860.

di investimento converge, almeno in linea tendenziale[920], con quella degli attivisti sulla massimizzazione dello *shareholder value*. In tutti questi casi, la struttura che i fondi attivisti possono mettere a disposizione è in grado di offrire i medesimi servizi – ma con migliori *performance*, considerato il particolare allineamento di interessi e la sofisticazione dei fondi specializzati[921] – degli *advisor* esterni di cui gli amministratori indipendenti sovente si servono a supporto del proprio lavoro[922].

Un recente studio empirico condotto sugli amministratori delle società quotate italiane evidenzia che gli amministratori indipendenti nominati dalle minoranze (senza specificazione ulteriore, quindi dovendosi includere quindi anche i fondi attivisti) tendono a dissentire con le scelte del *board* con maggiore probabilità di quelli nominati, sempre nel rispetto dei requisiti formali di indipendenza, dalla maggioranza[923]. Le ragioni di tale fenomeno sono riconducibili, tra le altre cose, al fatto che gli amministratori nominati dalla minoranza «*are more authoritative, have better professional alternatives, are more appreciated by the market and therefore feel freer to express their ideas even when conflicting with the majority*»[924]. Come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, tali fattori si rinvengono in maniera particolarmente accentuata proprio nel caso degli amministratori designati, in dipendenza dei particolari interessi che i relativi azionisti *sponsor* nutrono nel controllare l'operato del socio di maggioranza e dei suoi amministratori. Conseguentemente, mi sembra lecito sostenere che il dovere "qualificato" di fedeltà che gli amministratori indipendenti sono chiamati ad adempiere[925] non sia inficiato dall'eventuale affiliazione a quegli azionisti che maggiormente investono nell'attività di monitoraggio: attività che gli amministratori indipendenti sarebbero comunque tenuti a compiere secondo la legge.

Restano da valutare, ai fini che qui ci occupano, le ipotesi in cui l'interesse dei fondi attivisti diverga in concreto da quello degli altri azionisti. In questi casi occorre domandarsi se tale circostanza impedisca agli amministratori designati, ove nominati in qualità di indipendenti, di svolgere la funzione loro affidata dalla legge. Dette ipotesi sono senza dubbio meno ricorrenti, ma non per questo meno rilevanti.

In questi casi, il disallineamento di interessi tra azionisti non ha natura strutturale ma piuttosto contingente, in quanto si verifica al ricorrere di determinate circostanze e nel contesto di particolari vicende della società (su tutte, il trasferimento del controllo dell'emittente).

---

[920] Vedremo in seguito che questo può in concreto non accadere sempre e quali le conseguenze in termini di disciplina (si veda *infra*, paragrafo 5.2).

[921] Cfr. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 39, secondo i quali: «*[b]lockholder directors with large ownership stakes often have more "skin in the game" than traditional outside directors and hence have a greater economic motivation to monitor management*».

[922] A testimonianza dell'ampia diffusione di tale pratica, negli Stati Uniti, si vedano HAZARD JR., ROCK, *A New Player in the Boardroom: The Emergence of the Independent Directors' Counsel*, University of Pennsylvania Law School. Institute for Law and Economics Research Paper No. 04-07, 2004, p. 1 e ss., e COX, *Managing and Monitoring Conflicts of Interest: Empowering Outside Directors with Independent Counsels*, Vilanova University School of Law. Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2003-15, 2003, p. 1077 e ss. Nel contesto italiano riferimenti si trovano, ad esempio, in REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., nota 122, ove più ampia bibliografia.

[923] MARCHETTI, SICILIANO, VENTORUZZO, *Dissenting Directors*, op. cit., p. 24.

[924] *Ibidem*.

[925] REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, op. cit., p. 425.

Diversamente, però, la valutazione circa la sussistenza dei requisiti di indipendenza è effettuata *ex ante* e sconta quindi una logica preventiva[926]. In altri termini, essa ha ad oggetto la verifica della sussistenza, al momento della nomina, di situazioni strutturali (quali, ad esempio, rapporti personali o professionali) che possano minare, su base sostanzialmente continua o comunque ripetuta, l'indipendenza di giudizio degli amministratori. Tale disciplina non è, invece, pensata per tenere conto di circostanze che possono porre l'amministratore in conflitto *una tantum*, rispetto a una determinata decisione nel corso dell'esercizio delle proprie funzioni di amministratore: non a caso, la verifica dell'indipendenza costituisce uno degli *step* che precedono, e alla quale è condizionata, l'effettività della nomina.

È ben vero che il requisito dell'indipendenza, una volta accertato inizialmente, deve permanere per tutta la durata della carica. E ciò anche perché tra le funzioni degli amministratori indipendenti vi è quella di agevolare la risoluzione di conflitti di interessi[927]: funzione che sarebbe potenzialmente pregiudicata dall'insorgenza *in itinere* di una costante mancata indipendenza. Al tempo stesso, è altrettanto vero che il sistema contempla la possibilità astratta che anche gli amministratori indipendenti, al pari di qualsiasi altro, si vengano a trovare in una situazione di conflitto, con riferimento a determinate deliberazioni, senza che ciò determini la perdita dei requisiti né uno stallo decisionale in seno del consiglio[928] Coerentemente, la soluzione di tali situazioni, proprio in quanto contingenti e meramente eventuali, è demandata alla disciplina generale sul conflitto di interessi.

3.3. Rispetto alla disciplina del conflitto di interessi

Un terzo ordine di questioni discende dal fatto che l'amministratore designato potrebbe essere considerato, in ragione della sua posizione ambivalente (cioè in quanto legato anche da un "dovere" *sui generis*, o comunque da una necessità pratica, di obbedienza nei confronti degli azionisti che lo hanno nominato)[929], in una situazione di conflitto di interessi. Per il momento, ci si intende qui occupare del profilo "statico" di tale problema: ovverosia, della questione se tale

---

[926] *Ibidem*, p. 390, che evidenzia il ruolo di prevenzione dei conflitti di interesse da parte degli amministratori indipendenti.

[927] *Ibidem*.

[928] Su questo punto, anche la giurisprudenza statunitense riconosce la compatibilità tra la nozione di indipendenza – idonea a soddisfare i requisiti formali necessari ai fini della quotazione – e la circostanza che l'amministratore che si afferma indipendente sia nominato da un determinato azionista, anche nell'ipotesi specifica in cui si tratti di un fondo attivista: «*Delaware law does not recognize any basis to attribute the actions of an independent director to the control of the stockholder that nominated or appointed him, simply by virtue of the fact of the nomination or appointment*» (cfr. *In re PLX Tech.*, op. cit., 109, richiamando quanto precedentemente affermato in *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 816 (Del. 1984): «*it is not enough to charge that a director was nominated by or elected at the behest of those controlling the outcome of a corporate election. That is the usual way a person becomes a corporate director. It is the care, attention and sense of individual responsibility to the performance of one's duties, not the method of election, that generally touches on independence*»).

[929] Si veda *infra*, nota 933 e nel testo.

posizione possa configurare *di per sé* una situazione *strutturale* di conflitto giuridicamente rilevante, con specifico riferimento alle norme *procedurali* di cui all'art. 2391, comma 1, c.c.[930] Sull'argomento si tornerà anche in seguito, là dove si discuterà delle violazioni del *duty of loyalty* che possono configurarsi in capo agli amministratori designati per effetto dei dialoghi che intrattengono con i relativi *sponsor*[931].

In particolare, vi sono almeno due aspetti che caratterizzano in maniera peculiare la posizione degli amministratori designati e che meritano di essere scrutinati con attenzione sotto il profilo della disciplina procedurale del conflitto di interessi: (*i*) l'ipotesi in cui l'amministratore rivesta una qualifica stabile, specie se di rango direttivo, presso l'azionista; e (*ii*) l'esistenza di particolari accordi di remunerazione tra l'amministratore e lo *sponsor*, volti ad allineare l'agire del primo all'interesse del secondo (identificati anche con il termine di *golden leash*)[932].

Con riferimento al primo (*sub i*), va detto che l'immedesimazione soggettiva tra la figura dell'azionista e quella dell'amministratore della società partecipata non riguarda soltanto il caso dei fondi di investimento, sebbene in tale ipotesi assuma connotati particolari e comporti implicazioni ulteriori: infatti, essa ricorre, tipicamente e prima di tutto, anche con riferimento all'azionista di controllo.

Negli Stati Uniti, la giurisprudenza riconosce nell'ipotesi in esame l'esistenza di un *dual fiduciary duty* in capo all'amministratore designato dal fondo, cioè identifica un vero e proprio dovere formale di lealtà (*duty of loyalty*) anche nei confronti di quest'ultimo[933]. Il nostro ordinamento al momento non riconosce (ancora) formalmente un'analoga situazione giuridica; ciò nonostante, la questione si presenta in termini sostanzialmente non differenti. Infatti, la fedeltà dell'amministratore designato nei confronti dello *sponsor* dipende, ove non da puntuali obblighi contrattuali, da cogenti ragioni di opportunità: non foss'altro perché, come si dirà tra poco, parte

---

[930] Gli obblighi di trasparenza e informazione previsti dalla disposizione in commento rappresentano quella porzione della disciplina societaria dedicata al conflitto di interessi degli amministratori riconducibile al modello c.d. "procedurale" di definizione dello stesso, la violazione dei quali comporta una specifica ipotesi di responsabilità (*ex* art. 2391, comma 4, c.c.) diversa, e potenzialmente aggiuntiva, rispetto a quella generale per mancata diligenza (*ex* art. 2392 c.c.): cfr. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1229 e ss., spec. p. 1251-58, il quale ritiene tuttavia prevalente, nelle soluzioni adottate in materia dal nostro ordinamento, la soluzione c.d. "sostanziale", fondata cioè sullo scrutinio giudiziale successivo.

[931] Si veda *infra*, paragrafo 5.

[932] Per una trattazione approfondita sul tema, invero recente, si vedano NILI, *Servants of Two Masters*, op. cit., p. 509 e ss.; SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., spec. p. 1249 (ove un'eloquente definizione: «*arrangements known as "golden leashes" provide candidates nominated by an activist (designated directors) with additional compensation beyond the pay all directors receive from the company for their service on the board. Golden leashes serve a dual purpose: they facilitate the recruitment of high-quality board candidates to run in director elections that are often high-profile and unpleasant, and they operate as a commitment mechanism*»).

[933] Cfr. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983); per un inquadramento del problema, si veda anche LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 49 e ss.: «*[a] blockholder director who also serves in a fiduciary capacity for such an investor can face a conflict of interest: the blockholder director's duties to the corporation require that the director manage for the long term, while the blockholder director's duties to the investor require that the director manage for an exit*».

largamente prevalente della remunerazione del soggetto in questione, anche in relazione all'incarico da amministratore, può essere corrisposta dal fondo e non dall'emittente[934]. Pertanto, sussiste per lo meno in via di fatto una fedeltà dettata da esigenze di opportunità facenti capo all'amministratore designato.

Sul punto, le Corti del Delaware hanno affermato che l'affiliazione dell'amministratore a uno o più azionisti di minoranza, anche ove caratterizzati da una strategia di investimento particolarmente aggressiva (come nel caso dei fondi attivisti), non comporta *di per sé* la sussistenza di un conflitto di interessi (*rectius*, una violazione del *duty of loyalty*) in capo a detto amministratore[935]. Tale conclusione si giustifica con la volontà di non ostacolare *aprioristicamente* lo sviluppo dell'attivismo. Infatti, qualora l'amministratore designato dai fondi attivisti fosse tenuto sempre e comunque a comunicare preventivamente il conflitto, per la sola ragione di rivestire un ruolo presso il fondo, il suo peso in consiglio sarebbe di fatto svuotato sia in termini di voto sia, soprattutto, di credibilità e di potere persuasivo. Tutto ciò, nel complesso, indebolirebbe significativamente la principale leva dei fondi attivisti, depotenziandone notevolmente le capacità di intervento e dunque il ruolo nella *governance*.

Con riferimento al nostro ordinamento, va detto anzitutto che la dottrina tende a ritenere che l'amministratore-azionista non possa considerarsi portatore di interesse *in quanto tale*, nemmeno nell'ipotesi – invero più frequente – in cui si tratti dell'azionista di controllo[936]. In primo luogo, la dottrina tradizionale concorda sul fatto che l'amministratore-azionista non possa essere portatore *astrattamente*, soltanto in quanto tale, di un interesse rilevante, dovendosi – a tutto concedere – effettuare una valutazione concreta caso per caso[937]. In secondo luogo, l'art. 2391 c.c. richiede in ogni caso che l'interesse dell'amministratore sia *rilevante*, nel senso che «vi sia ragionevole motivo di ritenere che l'amministratore nelle concrete circostanze del caso si rappresenti di ricavare dal compimento (o dall'omissione) dell'operazione un'utilità quantitativamente e qualitativamente rilevante»[938]: tale requisito mal si concilia con l'idea di una presunzione che sarebbe, nei

---

[934] Sul punto si veda *infra* in questo paragrafo, ove trattasi degli accordi c.d. *golden leash*.

[935] Cfr., in particolare, *Chen v. Howard-Anderson,* 87 A.3d 648, 670-672 (Del. Ch. 2014) («*[i]f the interests of the beneficiaries to whom the dual fiduciary owes duties diverge, the fiduciary faces an inherent conflict of interest […] If the interests of the beneficiaries are aligned, then there is no conflict*»); *In re Morton's Rest. Gp., Inc. S'holders Litig.*, 74 A.3d 656, 667 (Del. Ch. 2013); *In re Synthes, Inc. S'holder Litig.*, 50 A.3d 1022, 1036 (Del. Ch. 2012); e, da ultimo, *In re PLX Tech. Stockholders Litigation*, op. cit., 92. Per un'analisi della soluzione divisata dalla giurisprudenza del Delaware al problema del contrasto tra i due doveri concorrenti così definiti, si veda *infra*, paragrafo 4.1.

[936] Si veda *supra*, nota 956.

[937] In particolare, VENTORUZZO, *Art. 2391*, op. cit., p. 444; per altro, vi è chi afferma che in queste ipotesi l'interesse che l'amministratore può avere in quanto socio non sarebbe mai rilevante (cfr. POMELLI, *Art. 2391*, in *Commentario breve al diritto societario*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2011, p. 631). Si vedano anche ENRIQUES, POMELLI, *Art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005, p. 768, i quali sono dell'opinione, più in generale che l'amministratore non sia tenuto ad alcuna comunicazione quando l'interesse di cui sia portatore sia coincidente con quello della società (*contra* sempre VENTORUZZO, *op. ult. cit.*, p. 442).

[938] ENRIQUES, POMELLI, *Art. 2391*, op. cit., p. 760 (nello stesso senso, ENRIQUES, *Art. 2391*, in *Della società, dell'azienda, della concorrenza*, a cura di Santosuosso, vol. II, Torino, 2015, p. 335; MAFFEIS, *Il "particolare rigore" della disciplina del conflitto di interessi nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 1063; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber

termini sopra prefigurati, di fatto assoluta.

Tra l'altro, ragionando diversamente si potrebbe anche arrivare a paralizzare sostanzialmente l'operato degli amministratori affiliati a determinati azionisti, con un impatto significativo, almeno in alcune circostanze, anche sul funzionamento fisiologico dell'intero consiglio: non da un punto di vista strettamente formale, in quanto l'attuale disciplina prevede soltanto un obbligo di *disclosure* ma non di astensione in capo all'amministratore in conflitto, ma probabilmente da un punto di vista sostanziale, nella misura in cui, ove la maggioranza degli amministratori dovesse così ritenersi in perenne situazione di conflitto, la minaccia dell'impugnazione della delibera (al ricorrere degli ulteriori requisiti) potrebbe spingerli *ex ante* a non votare volontariamente.

Se ciò è vero, a conclusioni analoghe si dovrebbe pervenire, *a fortiori*, anche nell'ipotesi in cui gli amministratori siano designati dalla minoranza, o da una delle sue diverse "anime", posto che in tali ipotesi la possibilità di estrazione di benefici privati, cui la disciplina del conflitto di interessi è primariamente posta a presidio, è tipicamente più difficile e dunque ancora minori sarebbero gli inconvenienti derivanti da un'interpretazione che comprima l'applicazione della disciplina del conflitto di interessi in queste ipotesi.

Inoltre, l'applicazione degli obblighi previsti dall'art. 2391, comma 1, c.c. all'ipotesi in esame produce effetti non soltanto per gli amministratori interessati ma anche per la società emittente, dal momento che la mancata osservanza può costituire causa di impugnazione della deliberazione consiliare, *ex* art. 2391, comma 3, c.c. Il che impone, in una prospettiva interpretativa, di valutare con particolare cautela la sussistenza di un'ipotesi di conflitto in questi casi, al fine di evitare altrimenti un'eccessiva instabilità degli atti consiliari e delle operazioni che su di essi si fondano, nonché di prestare il fianco a comportamenti opportunistici da parte degli amministratori espressione della maggioranza.

In primo luogo, nell'ipotesi in cui la deliberazione sia stata respinta con il veto decisivo degli amministratori designati, il gruppo di comando potrebbe utilizzare tale argomento per impugnare la deliberazione negativa, ove potenzialmente pregiudizievole. In secondo luogo, va ricordato che l'azione degli amministratori designati può in concreto risultare decisiva anche al di là della loro influenza sotto il mero profilo numerico. Si è già accennato al fatto che in alcuni casi gli amministratori designati sono in grado di "pilotare" la decisione del consiglio verso le proprie proposte, pur restando in minoranza[939], in particolare tramite un'attività di persuasione nei confronti degli amministratori indipendenti non affiliati. Tale persuasione è più efficace all'interno del più ristretto ambiente dei comitati, dove gli amministratori indipendenti tendono ad avere maggiore peso. In queste ipotesi, la disciplina di cui all'art. 2391 potrebbe essere utilizzata in maniera pretestuosa dalla rappresentanza dell'azionista di controllo al fine di delegittimare le decisioni dei comitati in cui siano presenti amministratori designati dai fondi attivisti[940] – specie là dove la composizione in

---

amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. II, Torino, 2006, p. 589; SAMBUCCI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 758).

[939] Si veda *supra*, nota 899 e nel testo.

[940] Cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, p. 479, che estende la regola del comma 3 anche ai comitati non esecutivi.

concreto presupponga l'assenso di tali amministratori per l'approvazione – ed eventualmente anche a farli estromettere dalla composizione dei comitati. In particolare, si potrebbe argomentare che la presenza di tali amministratori comporterebbe *de facto* l'incremento di un rischio di ingerenza da parte dell'autorità giudiziaria nelle decisioni dell'organo amministrativo, quale effetto indiretto dell'aumento delle probabilità di impugnazione delle delibere per conflitto di interessi.

Tali conseguenze, tra l'altro, appaiono particolarmente rilevanti nel contesto delle società quotate italiane, dove, diversamente da quanto accade nei *board* di molte *public company* americane, il numero di amministratori *effettivamente* indipendenti – nel senso di equidistanti dagli interessi di qualsiasi azionista rilevante (*blockholder*), sia di maggioranza sia di minoranza – è in concreto assai ridotto.

Con riferimento al secondo aspetto (*sub ii*), recentemente i fondi attivisti hanno cominciato a sottoscrivere con questi ultimi accordi di remunerazione caratterizzati da una prevalente componente variabile, legata alla *performance* della società bersaglio e in alcuni casi al conseguimento di specifici obiettivi, ritenuti fondamentali per il successo dell'iniziativa attivista (come, ad esempio, la vendita della società)[941]. Ciò al fine precipuo di allineare l'agire degli amministratori designati con i propri obiettivi strategici. Tali meccanismi di remunerazione, identificati da alcuni detrattori con il termine *golden leash*, sono osservabili soprattutto nelle ipotesi in cui i fondi intendano nominare soggetti esterni quali *activist director*[942].

Da un lato, essi hanno il pregio di attrarre nel *board* competenze ed esperienze di settore, che generalmente gli *insider* dei fondi non possiedono, a tutto vantaggio anche dell'emittente. Inoltre, la separazione tra *principal* e amministratori designati consente di ridurre l'insorgenza di conflitti di interesse e incompatibilità che potrebbero limitare l'operatività del fondo rispetto ad altre operazioni di investimento, ma anche di far fronte alle limitazioni di organico tipiche dei fondi attivisti. Al tempo stesso, ciò si traduce in una maggiore disponibilità di tempo e risorse che l'amministratore può dedicare alle attività richieste dal ruolo. Infine, i soggetti esterni tendono più facilmente ad aggregare il consenso sia degli altri soci, nel caso di *contested election*, sia degli altri amministratori, in sede di decisione del consiglio e pertanto li rende meno invisi anche in ipotesi di campagne ostili. Sotto questo punto di vista, l'offerta di una remunerazione aggiuntiva è spesso decisiva per convincere soggetti di elevata reputazione ad accettare l'incarico[943]. In linea di

---

[941] I primi episodi noti alle cronache finanziarie risalgono al 2014: cfr. NILI, *Servants of Two Masters*, op. cit., p. 512, 523-38, ove sono riportati anche alcuni casi di studio.

[942] In particolare, tali accordi consentono ai fondi di convincere anche soggetti esterni indipendenti di elevata reputazione e consolidata esperienza nel settore di ricoprire il ruolo di amministratori designati (cfr. SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., p. 1273: «*[t]he golden leash places activists in a position where they must persuade industry veterans who are not activist investors of the wisdom of their strategy, who in turn must persuade the board*»). Al tempo stesso, anche gli *activist director* che rivestono una posizione stabile presso il fondo godono di accordi di remunerazione sostanzialmente analoghi.

[943] Cfr. NILI, *Servants of Two* Masters, op. cit., p. 543: «*[b]ecause the activist has a lot at stake, financially and as a matter of reputation, it is in the activist's interest to find a candidate that would bring value to the table, and in many cases, such value needs to exceed the value of the incumbent director. This makes the pool of candidates limited to begin with. That same stake in the game would lead the activist to look for candidates that not only possess the qualifications necessary for the job but that would also have the ability and desire to bring the activist's goals for the target company into*

principio, dunque, gli effetti degli accordi *golden leash*, ove ben strutturati, possono essere di beneficio anche per l'emittente, in quanto facilitano il buon esito delle iniziative attiviste, ove le si veda favorevolmente in un'ottica sistemica, ma anche perché consentono indirettamente ai *board* delle società bersaglio di attrarre profili di competenza e professionalità che non sarebbero in grado di ottenere altrimenti attraverso la retribuzione generalmente assegnata ai *director*.

Dall'altro lato, si può controbattere che tali accordi sollevano significative questioni sotto il profilo dell'indipendenza degli amministratori designati, possono incentivarli ad adottare comportamenti eccessivamente orientati al breve periodo e all'assunzione di rischi "eccessivi" e, inoltre, comportano il rischio di una frammentazione del *board*[944].

A tale proposito, occorre domandarsi se, ed eventualmente in quali situazioni, l'esistenza di simili accordi possa porre l'amministratore designato in una situazione di conflitto di interessi e se tale situazione sia da ritenersi o meno "strutturale". In linea di principio, valgono le considerazioni più generali svolte poco sopra; tuttavia, la presenza di tali accordi potrebbe costituire un elemento in più per sospettare, almeno in alcuni casi, della capacità degli amministratori di adempiere al proprio ruolo con la dovuta diligenza e fedeltà. Soprattutto in ragione del fatto che, inutile negarlo, la remunerazione costituisce un elemento di incentivo forte (se non il più forte) per l'amministratore ad aderire, talvolta anche acriticamente, alle scelte dello *sponsor*, specie là dove tale componente sia largamente superiore rispetto al gettone di presenza corrisposto dall'emittente.

Anche in questo caso, in assenza di indicazioni precise da parte della giurisprudenza o della dottrina, la ricerca di spunti di soluzione volge lo sguardo, in prima battuta, agli ordinamenti di *common law* e in particolare a quello statunitense, dove tali pratiche sono maggiormente diffuse e già note al dibattito accademico, giurisprudenziale e di *policy*.

In primo luogo, sotto il profilo regolamentare, le *listing rule* di entrambi i principali mercati regolamentati considerano gli amministratori designati e legati da accordi di *golden leash* qualificabili come amministratori indipendenti, in quanto liberi da rapporti con il *management* della società[945]. Tale indicazione – che esclude una rilevanza ostativa *ex se*, ai fini della valutazione dell'indipendenza, almeno formale, dell'amministratore – appare *prima facie* compatibile con i principi dettati dalla giurisprudenza del Delaware in materia, la quale prevede uno scrutinio nel merito, volto a verificare l'esistenza di una connessione *sostanziale* tra l'amministratore e l'azionista in grado di compromettere il giudizio del primo in relazione alla singola operazione[946]. Con riferimento

---

fruition. This is not a trophy position to hold and enjoy, and as such, the pool of possible candidates who would be interested in it is significantly smaller».

[944] Cfr., ad esempio, BAINBRIDGE, *Can Corporate Directors Take Third Party Pay From Hedge Funds?*, in *Bainbridge blog*, 8 aprile 2013, http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2013/04/can-corporate- directors-take-third-party-pay-from-hedge-funds.html; COFFEE JR., *Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?*, in *The Columbia Law School Blue Sky Blog*, 29 aprile 2013, http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/29/shareholder-activism-and-ethics-are- shareholder-bonuses-incentives-or-bribes/. Per puntuali repliche, di segno contrario, anche su tali punti si veda NILI, *op. ult. cit.*, *passim* p. 547-65.

[945] Cfr. *NASDAQ Equity Rules*, section 5605(b)(1); *NYSE Listed Company Manual*, section 303A.02(a)(i).

[946] Cfr. *In re MFW S'holders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013), secondo cui la presunzione di indipendenza di cui beneficiano gli amministratori può essere vinta soltanto superando un *materiality standard*: la Corte deve concludere che l'amministratore in questione abbia legami sostanziali (*material ties*) con il soggetto del quale si sta

specifico alla questione della *golden leash*, la giurisprudenza americana ha affrontato di recente alcune importanti implicazioni legate al ricorso a tali accordi, nel contesto più generale dei doveri e delle responsabilità degli *activist director*, con esiti al momento non del tutto coerenti. Da un lato, un primo orientamento, in linea con l'approccio più generale sopra menzionato, ritiene che l'esistenza di accordi di *golden leash* non sia di per sé sufficiente a determinare un disallineamento di interessi in capo all'amministratore designato: tale circostanza, al contrario, deve essere valutata caso per caso, alla luce delle circostanze concrete[947]. Dall'altro lato, in una più recente pronuncia, la *Court of Chancery* sembra affermare che l'esistenza di un accordo di *golden leash* sia sufficiente a *presumere* il disallineamento tra gli interessi dell'amministratore designato e quelli degli altri azionisti che egli è tenuto ad osservare[948]. Il ragionamento sotteso, sebbene non esplicitato, implicherebbe di fatto una doppia presunzione: che l'azione dei fondi attivisti sia orientata necessariamente a un orizzonte di breve periodo e che questo di per sé sia incompatibile con il concetto di valorizzazione che connota gli altri azionisti (asseritamente, di lungo termine)[949]. Pertanto, tali accordi, allineando gli incentivi degli amministratori a quelli dei propri *sponsor*, ne comprometterebbero l'agire sotto il profilo dei doveri fiduciari verso l'emittente, in particolare del *duty of loyalty*.

Nel complesso, la decisione più recente, confermata anche dalla Corte Suprema del Delaware (che invece non si era pronunciata sulla decisione di primo grado resa sul primo caso citato, *In re Zale Corp.*), sembra sollevare maggiori dubbi circa la legittimità delle condotte tipiche degli amministratori designati dai fondi attivisti, specie nelle ipotesi di vendita della società *target*. Tuttavia, in assenza, per ora, di una casistica giurisprudenziale sufficientemente ampia per identificare le fattispecie più critiche, tale approccio rischia soltanto di creare maggiore incertezza per gli operatori di mercato, sopratutto per i fondi attivisti e i loro amministratori. Il che rischia, a sua volta, di estendersi anche a tutti i componenti del consiglio di amministrazione dell'emittente, dal momento che rimane incerta anche l'estensione della responsabilità solidale agli altri componenti, nelle ipotesi in cui gli amministratori designati riescano di fatto a "dirottare" le decisioni del consiglio[950].

---

discutendo la proposta o l'azione e che tali legami siano, in concreto, significativi al punto tale da impedire allo stesso di soddisfare i propri doveri fiduciari.

[947] *In re Zale Corp. Stockholders Litigation* No. 9388-VCP, 2015 WL 5853693 (Del. Ch. Oct. 1, 2015), modificata da No. 9388-VCP, 2015 WL 6551418 (Del. Ch. Oct. 29, 2015), a seguito di *motion for reargument*. Per una sintesi dei fatti della vicenda più rilevanti a tal fine, si veda anche SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., p. 1283-84.

[948] Cfr. *In re PLX Tech. Stockholders Litigation*, op. cit. In particolare, la Corte fa affidamento sulla documentazione prodotta dagli attori relativa all'indagine condotta da un investigatore privato per loro conto, dalla quale emerge l'esistenza di un accordo di remunerazione analogo per termini e condizioni a una *golden leash* tra il fondo e l'amministratore designato. Nonostante la credibilità di tale prova fosse per lo meno dubitabile, la Corte ritiene che la presunzione di allineamento di interessi debba essere rigettata. E' ciò che emerge, in particolare, dalla trascrizione del *Telephonic Ruling on Defendants' Motions to Dismiss*, *In re PLX Tech. Inc. Stockholders Litig., No. 9880-VCL (Del. Ch. dismissed Sept. 3, 2015)*, 28:17; 29:20-30:2 («*[T]he board believed and represented that Potomac was a short-term investor that had a disparate investment horizon, was trying to get a short-term sale event from which it would benefit primarily from its low basis, and that it had interests that were different from those of the stockholders as a whole*»), riportata da SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., p. 1281, nota 187.

[949] Cfr. SHILL, *op. ult. cit.*, p. 1282.

[950] Su questo punto, ad esempio, la sentenza *In re PLX Tech. Stockholders Litigation* ha ritenuto che anche la semplice omissione di informazioni da parte degli amministratori designati può risultare decisiva, nella misura in cui il

Problema analogo si pone, in maniera ancora più amplificata stante la novità del problema, con riferimento al nostro ordinamento. In proposito, le indicazioni provenienti da oltre oceano devono essere valutate con alcuni *caveat*: in particolare, nella parte in cui la giurisprudenza citata rinviene nella sola esistenza di un accordo di *golden leash* una presunzione di disallineamento degli interessi dell'amministratore designato rispetto a quelli degli azionisti. Da questo punto di vista, mi pare più compatibile con i principi del nostro ordinamento ritenere che la presenza di accordi di tal tipo debba essere valutata, al pari di ogni altra circostanza concreta, quale elemento utile per desumere la presenza di un «interesse per contro proprio o di terzi», da riferirsi però a ciascuna singola decisione concreta.

Più in generale, mi pare che, oltre a quanto già detto poc'anzi, alcune considerazioni ulteriori militino in maniera decisiva contro l'attribuzione di qualsiasi forma di presunzione di conflitto in capo agli amministratori designati.

In primo luogo, il nostro diritto societario impone ancora, almeno in parte, agli amministratori il compito di auto-valutare la sussistenza di situazioni di conflitto, rispetto a specifiche iniziative di propria competenza, in particolare al fine di adempiere agli obblighi previsti dall'art. 2391, comma 1, c.c.[951] Tale valutazione ha natura preventiva e presuppone, in quanto regola procedurale, la necessità di un accertamento agevole e oggettivamente riscontrabile[952]. Da questo punto di vista,

---

vuoto informativo (*informational vacuum*) così creato abbia determinato la violazione del *duty of care* da parte degli amministratori – soprattutto di quelli non affiliati, si intende – sottraendo informazioni che abbiano impedito loro di agire in maniera informata. Nondimeno, ciò non è sufficiente a esimere la responsabilità degli amministratori non affiliati, dal momento che il loro dovere di agire informati ha natura sostanzialmente oggettiva (cfr. *ibidem*, 6: «*[t]he plaintiffs proved that the directors breached their fiduciary duties by engaging in a sale process without knowing critical information about Avago's communications with Deutsche Bank in December 2013. The directors other than Singer should not be blamed for this oversight in any morally culpable sense; Singer and Deutsche Bank withheld the information from them. In terms of fulfilling their fiduciary duties to stockholders, however, the directors fell short*»).

[951] Se, da un lato, la riforma societaria ha in parte alleviato il singolo amministratore dall'onere di autovalutazione della sussistenza del conflitto, imponendo di comunicare la sussistenza di "qualsiasi interesse" (e non necessariamente di un interesse in conflitto con l'interesse sociale), tale valutazione è stata di fatto traslata in capo al *plenum*, il quale a sua volta tende a compierla essenzialmente sulla base delle informazioni fornite dall'amministratore (cfr., per i molti, MOZZARELLI, *Art. 2391*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. I, Milano, 2016, p. 1343-1344, ove ampi riferimenti bibliografici). Inoltre, resta il fatto che spetta comunque all'amministratore interessato valutare la rilevanza sociale del suo interesse al fine di decidere se dichiararlo o meno (in questo senso, ZAMPERETTI, *Il «nuovo» conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Società*, 2005, p. 1085 e ss.; SAMBUCCI, *Gli interessi degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, p. 760 e ss.). Tale aspetto assume rilievo centrale nel caso in cui tale interesse sia difficilmente distinguibile, specie in una prospettiva *ex ante*, da quello di un qualunque azionista-finanziario.

[952] Cfr. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi*, op. cit., p. 1234-35, secondo il quale una delle caratteristiche fondamentali del modello procedurale è proprio quella di minimizzare i c.d. costi di aggiudicazione (*adjudication cost*), per effetto sia della riduzione del ricorso all'autorità giudiziale sia per la semplificazione dell'accertamento cui quest'ultima è eventualmente chiamata. Tale modello «potrebbe al più richiedere, nella sua fase patologica, uno scrutinio esterno volto unicamente a verificare se, in una certa operazione, un amministratore fosse o meno portatore di un interesse incompatibile», ma non «di controllare se in concreto il conflitto si è tradotto in una espropriazione, in un abuso». A conclusioni analoghe perviene anche l'analisi comparatistica di GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in 91 *California Law Review*, 2003, p. 393 e ss., spec. p. 418 («*the risk of flawed ballot involves the court in determining whether proper procedures were followed and whether those voting were,*

mi pare che, in linea generale, un'eventuale presunzione, se del caso, dovrebbe al più essere rivolta *a favore* dell'amministratore designato dai fondi, posto che l'interesse di questi ultimi – indirettamente riferibile all'amministratore stesso – è orientato alla massimizzazione del valore globale delle azioni, e soltanto in limitate circostanze può in concreto divergere da quello degli altri azionisti[953]. Il più delle volte, infatti, soltanto una valutazione compiuta *ex post*, all'esito di un'analisi onnicomprensiva che collochi e interpreti le condotte degli amministratori nel contesto di una strategia complessiva, potrebbe dare eventualmente riscontro positivo circa la sussistenza di un'ipotesi di conflitto[954]. Una presunzione sfavorevole nei confronti degli amministratori designati – ove, come si immagina, non assoluta – avrebbe quindi soltanto l'effetto di produrre un elevato numero di "falsi positivi".

In secondo luogo, una presunzione di tal genere sembrerebbe ulteriormente paradossale, se si considera che il tratto caratteristico fondamentale, e il principale beneficio, del modello procedurale di soluzione dei conflitti di interesse è quello di rimettere, caso per caso, la valutazione del conflitto ai soggetti potenzialmente pregiudicati (*i.e.* gli azionisti disinteressati), così riducendo il pericolo di precludere operazioni in conflitto ma vantaggiose per la società[955]. Conseguentemente, mi pare coerente ritenere che, in linea di principio, la sola designazione da parte di un particolare azionista a far parte del consiglio "in sua rappresentanza" non debba costituire *di per sé* elemento sufficiente a configurare un interesse rilevante in capo all'amministratore[956], ferma restando la possibilità di accertarlo in concreto, caso per caso.

In conclusione, le considerazioni che precedono militano, a mio giudizio, nel senso di ritenere che l'esistenza di un legame, più o meno forte, tra amministratore e fondo che lo ha nominato debba essere considerata alla stregua di altre circostanze concrete, quale elemento in base a cui

---

indeed, disinterested parties […] here the court's role is relatively uncomplicated»).

[953] Si veda *infra*, paragrafo 5.2.

[954] Emblematico in questo senso è quanto recentemente deciso dalla Corte del Delaware nel caso *In re PLX Tech. Stockholders Litigation*, op. cit., 73, a giudizio della quale le condotte tenute dall'*activist director* – di per sé non conclusive, ove considerate individualmente – acquistano rilevanza decisiva e superano la soglia di materialità proprio alla luce dell'intero contesto e sopratutto della strategia complessivamente perseguita dal medesimo nell'interesse del fondo *sponsor* (di cui quello è anche uno dei *principal*), quale risulta evidente dall'osservazione dell'intera vicenda (per un'analisi più approfondita sul punto, sia concesso rinviare a FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, spec. p. 224 e 248-49).

[955] Cfr. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi*, op. cit., p. 1235. Diversamente, i modelli di soluzione del conflitto basati sul c.d. *fairness test* – cui di fatto si ispira anche la valutazione cui è tenuto il giudice nel giudizio sulla responsabilità degli amministratori *ex* art. 2392 c.c. nelle ipotesi in cui la violazione abbia ad oggetto il *duty of loyalty* – sono fondati su di una valutazione estrinseca ed oggettiva, da parte dell'autorità giudiziaria, in merito alle condizioni minime che definiscono la bontà (*fairness*) dell'operazione approvata con il contributo degli amministratori interessati.

[956] Tra le altre cose, sebbene l'ingresso di amministratori nominati dai fondi attivisti sia visto con crescente preoccupazione da parte dei *board* delle società quotate, sopratutto per la paura che essi condividano con i propri *sponsor* informazioni strategiche, al momento non si osservano iniziative degli emittenti che si sono spinte ad ostacolare, tramite l'adozione di *policy* interne *ad hoc*, l'azione di tali soggetti facendo leva sul potenziale conflitto di interessi ad essi associato. Cfr. FROST, *Activist-Appointed Directors*, op. cit., che però sottolinea come in un numero crescente di casi vengano predisposte *policy* informali e linee guida volte a regolare lo scambio di informazioni tra gli amministratori designati e i fondi *sponsor*, ad esempio tramite l'obbligo di sottoscrivere accordi di riservatezza *ad hoc*.

valutare, caso per caso, se sussista o meno un interesse rilevante. Tale approccio richiede inevitabilmente – all'interessato *ex ante* ed eventualmente al giudice *ex post* – di analizzare di volta in volta il contenuto di tali accordi, valutando in particolare gli obiettivi prefissati e l'incidenza del loro conseguimento sulla remunerazione dell'amministratore. Specifica importanza rivestirà, tra le altre cose, anche l'eventuale menzione di precisi limiti temporali entro cui gli obiettivi devono essere conseguiti[957], dal momento che ciò potrebbe incentivare gli amministratori ad intraprendere azioni con effetti più rapidi, anche ove potenzialmente non ottimali sotto il profilo della creazione di valore[958].

Tali considerazioni hanno una duplice rilevanza, con riferimento all'argomento specifico in esame. In primo luogo, evidenziano che gli amministratori designati, cioè quelli che di norma tendono a intrattenere maggiormente comunicazioni selettive con gli azionisti, non sono viziati a monte da un conflitto di interessi, o per lo meno non lo sono in maniera strutturale, con ciò dovendosi propendere per l'astratta ammissibilità di tali figure, che vanno diffondendosi nella prassi. In secondo luogo, l'*iter* argomentativo e le conclusioni sopra illustrate, in particolare con riferimento ai profili di ammissibilità (degli accordi di *golden leash*), si possono sostanzialmente estendere per analogia anche all'ipotesi delle comunicazioni selettive, rispetto alle quali, come osservato da attenta dottrina, si pongono le medesime questioni[959]. Su questo punto torneremo specificamente nel successivo paragrafo 5.

4. Il diritto di accesso alle informazioni del singolo amministratore e in particolare dell'*activist director*

Tutto ciò detto a proposito di *constituency director* e *activist director*, occorre ora entrare nel merito di quali siano i poteri, da un punto di vista squisitamente endo-societario e organizzativo, che possono essergli legittimamente riconosciuti con riferimento alla gestione delle *corporate information*. Tale questione si compone di due profili complementari, che saranno affrontati nei prossimi paragrafi: uno riguarda il diritto di accesso alle informazioni; l'altro riguarda la facoltà di condividerle con il proprio *sponsor* in via privilegiata. Questo paragrafo sarà dedicato alla trattazione del primo profilo richiamato. Sul punto, sia consentito cominciare con un breve *excursus* sul modo in cui tali aspetti sono disciplinati nel diritto statunitense, considerato che la giurisprudenza del Delaware è ad oggi senz'altro la più importante ad essersene occupata in maniera sufficientemente

[957] È il caso, ad esempio, dell'accordo previsto da Elliott con riferimento alla campagna attivista su Hess Corporation del 2013, in base al quale «*its nominees were paid a $50,000 retainer, and if seated, stood to receive an additional $30,000 for each percentage point by which the company outperformed its peers during a three-year window*» (citato da SHILL, *The Golden Leash*, op. cit., p. 1270), oppure quello offerto da JANA Partners nel contesto della campagna attivista su CNET e da Third Point in quella su Dow Chemicals (entrambi riportati in NILI, *Servants of Two Masters*, op. cit., p. 524).

[958] Sulla rilevanza del profilo temporale nella definizione dell'interesse sociale (e degli interessi sociali), e dunque anche ai fini dell'insorgere di eventuali conflitti di interessi tra azionisti o tra azionisti ed emittente, si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 5.4.

[959] Si veda *supra*, note 893 e 894 e nel testo.

diffusa. Inoltre, essa offre lo spunto per analizzare un approccio, come vedremo, alternativo a quello attualmente vigente nel nostro sistema giuridico e valutarne le possibilità di recepimento.

4.1. Nell'ordinamento statunitense

Stando a quanto riportato da alcuni commentatori, sembrerebbe che negli Stati Uniti – quanto meno per quanto riguarda le società costituite secondo la legge del Delaware – anche i singoli *director* ("designati") possano legittimamente condividere informazioni con l'azionista o gli azionisti ("*sponsor*") che ne hanno procurato la nomina[960]. In particolare, ciò sarebbe espressamente consentito agli amministratori designati dai fondi attivisti, spesso all'esito della sottoscrizione di un *settlement agreement* o della vittoriosa conclusione di una *proxy fight*. A ben vedere, però, la questione è più complessa e merita di essere approfondita.

Per quanto riguarda il profilo dell'accesso dell'amministratore alle *corporate information*, la giurisprudenza del Delaware è ormai pressoché costante nel riconoscere ai membri del *board*, senza restrizione alcuna, il diritto di ottenere dal *management* o da qualsiasi altra funzione societaria competente le informazioni necessarie per adempiere ai propri doveri fiduciari[961]. Ne risulta che ciascun amministratore ha potenzialmente accesso a un novero molto ampio di informazioni riguardanti il *business* della società, incluse, in particolare, quelle aventi una maggiore valenza strategica[962]. Più discusso, invece, è se questi possa condividerle selettivamente con l'azionista che l'ha nominato ed, eventualmente, anche con altri azionisti.

In linea di principio, agli amministratori designati è riconosciuta la facoltà di condividere con i propri *sponsor* (e i relativi *advisor*) qualsiasi *corporate information* relativa all'emittente, ma sotto la condizione che ciò sia coerente con i propri doveri fiduciari. Alla base vi è la convinzione, apertamente condivisa dalle Corti del Delaware, che qualora un amministratore abbia un ruolo nel *board* di una società per essere stato a ciò designato da un dato azionista, quest'ultimo abbia *diritto* («*is entitled to*») di ricevere le stesse informazioni cui ha accesso l'amministratore[963]. Per contro – ed è importante sottolinearlo – le Corti del Delaware non riconoscono all'amministratore designato

---

[960] Cfr., ad esempio, HAAKON, LIEKEFETT, WOOD, *Help! I Settled with an Activist!*, op. cit.: «*an activist designee is permitted to share information with the shareholder who secured the designee's position on the board* […] *Many clients are amazed to learn about the extent of Delaware's leniency in this regard*».

[961] Cfr., ad esempio, *Kalisman v. Friedman*, op. cit.; *Schon v. Troy Corp.*, op. cit.); *Henshaw v. Am. Cement Corp.*, op. cit.). Deve precisarsi che il diritto dei singoli amministratori di ricevere informazioni non è limitato soltanto a quelle direttamente distribuite al *board* dalle funzioni aziendali, né a quelle pertinenti ai soli argomenti inclusi dal *management* o dal CEO nell'agenda del *board*: al contrario, al fine di adempiere al proprio dovere di vigilanza gli amministratori devono avere possibilità di accesso alle informazioni riguardanti la società e le sue operazioni, incluse «*information that management may prefer that they not see*» (cfr. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 45).

[962] Ciò in quanto, verosimilmente, maggiore è l'importanza dell'informazione più è probabile che essa vada a comporre, in una prospettiva *ex ante*, la base informativa che l'amministratore può (e deve) utilizzare per compiere le valutazioni discrezionali necessarie per adempiere ai propri doveri fiduciari.

[963] Così *Kalisman v. Friedman*, op. cit., *17.

la facoltà di comunicare le medesime informazioni ad alcun altro azionista, diverso dal proprio *sponsor*[964].

Coerentemente con il ruolo tipicamente passivo che l'azionista "medio" riveste nella *public corporation* americana[965], allo stesso è negato il generale diritto di ricevere dagli amministratori informazioni relative alla società in cui investe. Tuttavia, tale diritto è riconosciuto specificamente, e soltanto, a favore dell'azionista che si renda parte attiva, nei limiti di quanto consentito dalla legge, delle dinamiche di *corporate governance*: la capacità di nominare effettivamente uno o più amministratori fedeli nel *board* viene a tal fine ritenuta, più che ragionevolmente, indicatore sufficiente di tale coinvolgimento. Non può sfuggire come tale soluzione, pur formulata in termini più generali, sia attagli perfettamente al fenomeno dell'attivismo – e forse sia pensata proprio per esso – facilitando le attività degli amministratori designati dai fondi e rendendo più efficace la loro attività di monitoraggio[966].

La giurisprudenza non precisa in modo puntuale in che modo gli amministratori possano fare uso delle informazioni acquisite (al di fuori del limite espresso di cui sopra); l'unica preoccupazione è rivolta, genericamente, al fatto che l'uso di tale informazione non avvenga per scopi illeciti, definiti nei termini che vedremo tra breve. Tale principio è stato apertamente proclamato in un recente caso, nel quale la *Court of Chancery* del Delaware ha affermato che: «*a fiduciary sharing of information with an affiliated stockholder and its advisors, standing alone, is not inherently a breach of duty. It depends on what the provider and recipients do with the information, including whether they use the information to the detriment of the corporation and its stockholders or to benefit themselves improperly […] the use and sharing of information is rather another context-dependent inquiry*»[967]. La questione si sposta dunque dal *se* gli amministratori possano comunicare con lo *sponsor* (risolta, come detto, positivamente) al *come* lo possano fare, nonché alle conseguenze di eventuali condotte ritenute illegittime. Qualora la comunicazione delle informazioni effettuata dall'amministratore si risolva *concretamente* in un utilizzo delle stesse che arrechi danno alla società (vuoi per le modalità, la tempistica, il contenuto, o qualsiasi altra circostanza concreta) e un *vantaggio* per il fondo che le ha ricevute, l'amministratore sarà colpevole di violazione del dovere di fedeltà (*duty of loyalty*).

Una seconda osservazione è che il ragionamento seguito dalla giurisprudenza citata pone in evidenza l'esistenza di un doppio rapporto di natura fiduciaria che si manifesta nel caso degli *activist director* – e, forse, degli amministratori designati più in generale – sul quale si tornerà anche

---

[964] Cfr. *ibidem*. Sembrano confermare questo intendimento anche HAAKON, LIEKEFETT, WOOD, *Help! I Settled with an Activist!*, op. cit., secondo i quali «*an activist designee is permitted to share information with the shareholder who secured the designee's position on the board—information that the director could not legally provide to other shareholders*».

[965] Per tutti, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 51: «[*p*]*erhaps the most basic principle of corporate law in the United States is that corporations are controlled by boards of directors, rather than shareholders* […] *Directors' power to manage the business and affairs of the corporation is virtually absolute*».

[966] Cfr. KASTIEL, NILI, *"Captured" boards*, op. cit., p. 47: «*Delaware case law that enables information sharing is not only justified by practical reasons […] but is also an important factor in facilitating the operation of the activist super director and her ability to monitor the management team*».

[967] Così *In re Dole Food Co.*, No. 9079-VCL, 2015, WL 5052214 (Del. Ch. Aug. 27, 2015), 3*.

più avanti in questo capitolo. Da un lato, infatti, vi è il rapporto (formale) tra l'amministratore e la società, rispetto al quale i doveri fiduciari sono quelli delineati dai *leading case* americani e ormai ben noti[968]. Dall'altro lato, la facoltà di poter condividere informazioni solo e soltanto con il proprio *sponsor* sembra anch'esso avere, in ultima istanza, un fondamento di natura latamente fiduciaria. A riprova di ciò, alcuni autori cominciano a parlare espressamente, con riferimento a queste situazioni, di un vero e proprio «*dual fiduciary [duty]*»[969].

Tale aspetto risulta più evidente nel caso in cui l'amministratore designato rivesta anche la qualità di *manager* del fondo *sponsor*: in questo caso la relazione tra i due è connotata dall'insorgenza di doveri fiduciari del *manager* anche in senso formale. Conseguentemente, una disciplina più puntuale di questo tipo di comunicazioni selettive – che ad esempio identificasse in termini specifici *a priori* le tipologie di comunicazioni consentite e quelle vietate – porrebbe l'amministratore designato in una situazione problematica, in cui qualunque comportamento potrebbe risultare in una violazione dei propri doveri fiduciari (o verso il fondo *sponsor* o verso la società)[970]. Tuttavia, anche nei casi in cui questo non accade formalmente – perché il diritto non prevede che l'amministratore designato estraneo al fondo sia titolare di un dovere fiduciario nei confronti dello stesso formalizzato in termini analoghi a quello degli amministratori – occorre comunque evitare che egli possa trovarsi bloccato in una sorta di "*catch 22*": in cui, cioè, sia la condivisione sia la non condivisione di informazioni possano portare conseguenze negative allo stesso, eventualmente anche solo in termini reputazionali. L'approccio adottato dalle Corti del Delaware, consistente nel deregolamentare in termini generali tale tipologia di comunicazioni e, al tempo stesso, consentire alla società di tutelarsi dagli eventuali rischi da ciò derivanti mediante l'*enforcement* dei doveri fiduciari dell'amministratore, può evitare in buona parte tale effetto indesiderato.

Ciò nonostante, l'amministratore designato si trova comunque in una situazione delicata, considerato che la sua "affiliazione" con lo *sponsor* può esporlo in maniera significativa a violazioni del *duty of loyalty* sindacabili in un'ottica *ex post*[971]. La questione, ridotta ai minimi termini, può essere presentata così: considerato che le fattispecie di violazione del *duty of loyalty* sono indipendenti da ogni valutazione discrezionale da parte dell'amministratore e sono soggette a scrutinio pieno del giudice, è necessario fare chiarezza su quali siano le principali fattispecie che, nell'ipotesi concreta, vi rientrino, o per lo meno quali siano i criteri per identificarle in linea tendenziale. A questo proposito, occorre che il principio generale stabilito da *In re Dole Food Co.*[972] sia declinato in concreto: in particolare, considerato che i fondi attivisti operano per il proprio profitto individuale ma che esso dipende di fatto dalla massimizzazione dello *shareholder value* delle società in portafoglio, occorre chiarire in questo contesto l'ampiezza da attribuire ai due addendi della

---

[968] Per approfondimenti si rinvia, anzitutto, alla manualistica dei *casebook* americani: cfr., tra i molti, MACEY, MOLL, HAMILTON, *The Law of Business Organizations. Cases, materials, and problems*, West Academic, 2017, p. 425 e ss.; EISENBERG, COX, *Business Organizations. Cases and Materials*, 2014, Minnesota, p. 603 e ss.; CHOPER, COFFEE JR., GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, New York, 2013, p. 107 e ss.; ALLEN, KRAAKMAN, SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, 2012, New York, p. 217 e ss.

[969] Cfr. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 49.

[970] KASTIEL, NILI, *"Captured" boards*, op. cit., p. 46.

[971] Cfr. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 60.

[972] Si veda la precedente nota 967 e nel testo.

somma, ovverosia alla nozione di "profitto personale indebito" («*profit improperly*») e a quella di "pregiudizio per la società" («*detriment to the corporation*»).

Tale questione, cioè se e quando la trasmissione selettiva di informazioni all'azionista configuri una violazione del *duty of loyalty* rappresenta uno dei nodi di disciplina fondamentali (se non il principale) e in un certo senso attraversa trasversalmente tutti i temi che affronteremo nel presente capitolo. Per ora, ci si limita soltanto ad anticipare, così ricollegandosi a quanto affrontato nel precedente capitolo secondo, che la nozione di pregiudizio che qui rileva è tutt'altro che statica, ma è fortemente sensibile alle scelte di fondo del legislatore nonché alla nozione di interesse sociale – o, per usare il termine più generale, noto alla tradizione americana, di *corporate purpose* – che si voglia prendere a riferimento di tempo in tempo.

4.2. Nell'ordinamento societario italiano

Occorre ora chiedersi in che modo la medesima fattispecie possa essere disciplinata secondo i principi e le regole del diritto societario italiano. Il sistema della circolazione endosocietaria (ed endoconsiliare) dell'informazione disciplinato dal legislatore dopo la Riforma, in particolare all'art. 2381 c.c., sembra ispirarsi, almeno a livello di impostazione, al modello del *monitoring board* statunitense[973]. In particolare per il fatto che l'acquisizione di informazioni da parte dei consiglieri non delegati, relative alle attività svolte dal *management*, è destinata ad avvenire per il tramite del consiglio (comma 6): nell'ipotesi di informazioni non tempestive, parziali o incoerenti, gli amministratori possono (e devono) chiedere agli organi delegati di attivarsi per reperire e fornire informazioni adeguate.

Al di fuori di tale ambito, l'estensione dei poteri "individuali" degli amministratori non esecutivi è oggetto di forte dibattito, anche dopo la Riforma. Secondo alcuni autori, la regola richiamata dovrebbe essere interpretata in maniera restrittiva, nel senso di escludere la facoltà per gli amministratori non delegati di acquisire informazioni relative alla società in maniera diretta, cioè interfacciandosi con le funzioni aziendali competenti, ma dovendosi limitare a farne richiesta in sede consiliare[974]. Per contro, altri autori ritengono che il riferimento all'obbligo di attivazione «in

---

[973] MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., p. 783.

[974] Cfr., ad esempio, ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 384-85, nota 88, MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 59; DE NICOLA, *Art. 2381*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, p. 562; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005, p. 333; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di* capitali, Milano, 2005, p. 248 e ss; in giurisprudenza, dello stesso avviso, pur con riferimento a una controversia riguardante la responsabilità penale, Cass. pen., V sez., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, in *Giur. comm.*, 2008, p. 369 e ss. (con nota, sul punto conforme, di SACCHI, *Amministratori deleganti e obbligo di agire informati*, che la ritiene di interesse anche in un'ottica civilistica). Nello stesso senso sembrerebbe deporre l'indicazione contenuta nel "vecchio" Codice di Autodisciplina (criterio 1.C.6), secondo cui «[i]l presidente del consiglio di amministrazione, anche su richiesta di uno o più amministratori, può chiedere agli amministratori delegati che i dirigenti […] responsabili delle funzioni aziendali competenti secondo la materia, intervengano alle riunioni consiliari per fornire gli opportuni

consiglio», di cui al comma 6, non sia diretto a limitare la facoltà di accesso alle informazioni "a monte" – cioè a precludere in modo assoluto la facoltà dei consiglieri di amministrazione di svolgere attività di *internal audit* in senso lato all'interno della società – bensì invece a regolare l'utilizzo dell'informazione "a valle", prevedendo un obbligo di condivisione delle informazioni tra tutti i consiglieri, al fine di evitare ogni asimmetria informativa[975]. La portata del dibattito travalica i confini dell'argomento che qui si tratta. In questo contesto, però, le peculiarità della figura dell'amministratore designato dai fondi offrono alcuni argomenti aggiuntivi per valorizzare la seconda tesi più liberale.

In primo luogo, tralasciando l'argomento letterale, sotto il profilo della *ratio legis* la tesi restrittiva è apparentemente orientata a consentire un efficiente funzionamento dell'organizzazione societaria. Segnatamente, gli amministratori non delegati non potrebbero rivolgersi direttamente alle strutture o ai vari capi di funzione, né per ottenere notizie né per esaminare o commentare documenti, per una duplice ragione: evitare di distoglierli dalle loro funzioni e non creare asimmetrie informative rispetto agli altri amministratori[976].

Mi pare che entrambe le preoccupazioni possano essere ridimensionate. Seguendo l'argomentazione sopra riportata, infatti, l'amministratore non esecutivo, nell'ipotesi in cui sia insoddisfatto delle informazioni in suo possesso, dovrà anzitutto fare richiesta di integrazione agli organi delegati, eventualmente domandando un'audizione dei capi delle funzioni responsabili in consiglio. In questo modo, potrebbero argomentare i sostenitori della tesi più restrittiva, l'amministratore ottiene il medesimo risultato desiderato ma tramite un procedimento più lineare e rispettoso

---

approfondimenti sugli argomenti posti all'ordine del giorno»: il che potrebbe confermare l'idea che l'informazione degli amministratori non esecutivi debba compiersi entro i limiti delle riunioni del consiglio e non al di fuori di esso. Al tempo stesso, nella relativa sezione di commento, il Comitato per la Corporate Governance estensore del Codice, precisa che le riunioni consigliari costituiscono «*momento tipico*» (ma non *necessario*) in cui gli amministratori (e, in particolare quelli non esecutivi) possono acquisire adeguata informativa in merito alla gestione della società. Inoltre, va detto che tale previsione non è stata conservata nella formulazione del nuovo Codice, che entrerà in vigore dall'esercizio 2021, ove si prevede, in termini più generali, che «[i]l presidente dell'organo di amministrazione riveste un ruolo di raccordo tra gli amministratori esecutivi e gli amministratori non esecutivi e cura l'efficace funzionamento dei lavori consiliari» (Principio X).

[975] Cfr., ad esempio, BARACHINI, *La gestione delegata nelle società per azioni*, Torino, 2008, p. 154 e ss.; ID., Art. 2381, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa, Portale, t. I, Milano, 2016, p. 1210-11; LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 304 e ss. e nota 55; MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012; *contra* SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 599 e ss.). Favorevole all'attribuzione, in termini più ampi e generali, di un potere di verifica individuale al singolo amministratore non delegato è SPOLIDORO, *Poteri di controllo degli amministratori "non delegati" nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 1077 e ss. (per altro in parziale dissenso con le conclusioni della decisione commentata, Trib. Milano, 12 dicembre 2012, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 1073-1077, la quale riconosceva un potere individuale di "indagine" all'amministratore non operativo soltanto in presenza di «segnali di allarme» o di «carenze informative sospette»).

[976] Cfr., ad esempio, SPOLIDORO, *Poteri di controllo*, op. cit., p. 1080 (che riporta la tesi ma a fini di dissenso); ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto societario.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, Utet, 2006, p. 501 e ss.; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni*, op. cit., p. 45 e ss.

dell'ordinato svolgimento dell'attività degli uffici. Tuttavia, nell'ipotesi in cui le indagini compiute dal singolo amministratore possano mettere in luce situazioni contrarie all'interesse degli organi delegati, questi ultimi avranno, così facendo, la possibilità di preallertare e "preparare" le funzioni interessate prima dell'audizione in consiglio. Ciò rischia di frustrare in molti casi l'opera di monitoraggio svolta dagli amministratori designati dai fondi, che sono posti in quel ruolo proprio con il compito di disvelare eventuali errori del *management*. Già così, si potrebbe dire che, in confronto, l'inefficienza determinata dal "disturbo" delle funzioni arrecato dall'indagine dell'amministratore è ben poca cosa, considerato anche che, in fin dei conti, esse sono chiamate comunque a dedicare il medesimo tempo alla questione, una volta che la richiesta formale arrivi dagli organi delegati, su sollecitazione del singolo amministratore. A ulteriore riprova della scarsa rilevanza concreta di tale argomento si potrebbe richiamare anche il fatto che in ogni caso la legge prevede un potere di indagine individuale in capo a ciascun componente del collegio sindacale, *ex* art. 2403-*bis* c.c.[977], che a rigore comporta le medesime asserite frizioni organizzative.

Un'obiezione più sostanziale potrebbe forse essere quella per cui un'eccessiva ingerenza dei singoli amministratori rischia di causare un vuoto di potere o comunque un'assenza di *leadership*, in quanto il *management* e le funzioni inferiori sarebbero indotte in confusione circa i soggetti ai quali rispondere. Non tanto da un punto di vista formale, quanto in conseguenza del fatto che, qualora non si sentissero più al riparo dallo "schermo" degli organi delegati, potrebbero essere incentivati a compiacere maggiormente gli amministratori di minoranza. In una dimensione fisiologica tale attrito tende a essere irrilevante, in realtà: infatti, gli interessi del *management* dovrebbero essere allineati a quelli degli azionisti e la funzione del *board*, nella sua interezza, dovrebbe essere quella di vigilare e orientare in tal senso l'azione di chi si occupa della gestione operativa. È proprio nei casi in cui, per qualsiasi ragione, l'azione degli organi delegati si distacchi da tale modello ideale che assume particolare importanza il ruolo di monitoraggio degli amministratori di minoranza e dunque occorre valorizzare il loro potere di iniziativa individuale, se si vuole favorire l'efficienza della gestione. Oltretutto, il paventato rischio di un vuoto di *leadership* mi pare comunque poco concreto, atteso che in ogni caso non viene meno l'obbligo, per il singolo amministratore

[977] Poteri di indagine individuale in capo ai sindaci sono altresì previsti dall'art. 151 TUF, con riferimento alle società quotate, dove tra l'altro le prerogative individuali sono per alcuni versi ancora più marcate che nelle s.p.a. chiuse (ad esempio, con riferimento alla facoltà di chiedere notizie e informazioni sulle società controllate agli amministratori dell'emittente o agli organi di amministrazione e controllo di queste ultime: cfr. BAZZANI, *Art. 151 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, t. II, Milano, 2016, p. 4284 e ss.). Tra l'altro, la norma citata attribuisce espressamente, al pari dell'art. 2403-*bis*, comma 4, c.c. il potere ai sindaci di avvalersi, anche individualmente, della collaborazione dei dipendenti della società (e non soltanto quelli facenti parte delle aree tipicamente preposte all'attività di controllo ma anche quelli inquadrati in altre aree "operative": cfr. DE ANGELIS, *Art. 151*, in *Il testo unico della finanza. Aggiornato al d.lg. 16 aprile 2012, n. 47*, a cura di Fratini e Gasparri, t. III, Torino, 2012, p. 2027), al fine del migliore espletamento delle indagini. Tale più ampia prerogativa si giustifica con la necessità di ridurre i rischi di malfunzionamento dell'organo sindacale nella società quotata, potenzialmente derivanti dalla materiale impossibilità di svolgere le funzioni di vigilanza per carenza di mezzi organizzativi adeguati, attraverso la facoltà di utilizzare una struttura organizzativa di appoggio nell'espletamento dei loro doveri. Al tempo stesso, tale soluzione è efficiente anche da un punto di vista economico, in quanto consente di non gravare la società (o di farlo soltanto in maniera molto limitata) di costi fissi ulteriori (CAVALLI, *Art. 151*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, diretto da G.F. Campobasso, t. II, Torino, 2002, p. 1261).

non esecutivo, di riferire prontamente in consiglio i risultati delle propri indagini (come si dirà meglio *infra*) e, al tempo stesso, che egli non può adottare provvedimenti individuali[978]. Il che, tra le altre cose, consente di dissipare anche ogni presunto problema di asimmetria informativa tra amministratori.

In secondo luogo, la funzione principale della disposizione richiamata (art. 2381, comma 6, c.c.) sembra essere quella, più che di delineare in maniera tassativa i poteri e le prerogative individuali degli amministratori, di definirne i *doveri*, con riferimento all'informazione societaria, e lo *standard* di condotta rispetto al quale misurare la relativa responsabilità[979]. In tal senso mi sembra deporre, tra le altre cose, la formulazione testuale della disposizione, la cui proposizione principale così recita: «[g]li amministratori sono *tenuti* …» (corsivo aggiunto). In altri termini, la norma definisce il canone dell'agire informato e lo eleva a «paradigma generale di comportamento del buon amministratore»[980]. Per contro, le scelte che l'organo amministrativo è tenuto a compiere, collegialmente, in materia di organizzazione della circolazione dell'informazione endosocietaria non sono vincolate dal legislatore in maniera rigida, ma rientrano nel più generale dovere degli organi delegati di «curare gli assetti organizzativi» e di assicurare un regolare e adeguato flusso di informazioni verso il consiglio (art. 2381, comma 5, c.c.).

In questo senso, nella previsione legislativa per cui gli amministratori sono tenuti a chiedere informazioni in consiglio mi pare si possa intravvedere non tanto la volontà di limitare *tout court* la *facoltà* o il *potere* degli amministratori non esecutivi di richiedere informazioni anche al di fuori del medesimo, quanto piuttosto quella di limitarne la responsabilità . Tale opzione è in qualche modo necessitata, se si considera che nella gran parte delle società «l'amministratore senza deleghe è posto fisiologicamente in una situazione di asimmetria informativa», in quanto la struttura organizzativa riflette in concreto il modello del *monitoring board*[981]. In altri termini, lo *standard* legale di condotta imposto agli amministratori non esecutivi non potrebbe spingersi oltre il dovere di richiesta di informazioni in consiglio, in quanto il modello organizzativo di riferimento nel suo complesso (e non, si badi, la presunta mancanza di un potere più pervasivo quale conseguenza del dettato dell'art. 2381, comma 6, c.c.)[982] non consentirebbe comunque di conformarsi a un livello di diligenza informativa più elevato.

---

[978] Cfr. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni*, op. cit., p. 46; WEIGMANN, *L'organo amministrativo*, in *Società*, 1999, p. 791 (che però riconosce la possibilità e l'opportunità di riconoscere anche al singolo amministratore poteri nella fase istruttoria della deliberazione).

[979] Cfr. BARACHINI, *Art. 2381*, op. cit., p. 1211. Nello stesso senso, ANGELICI, *La societa per azioni*, op. cit., p. 384-85, nota 88, secondo il quale riconduce l'art. 2381, ult. comma, c.c. alla funzione di definire il contenuto del «dovere di agire informato».

[980] MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., p. 782.

[981] MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., p. 783.

[982] Come sottolineato in *ibidem*, la (presunta) mancanza di poteri informativi diretti *ex* art. 2381, comma 6, c.c. (argomento con il quale, per altro, qui non si concorda, come detto), è soltanto uno degli elementi che concorrono allo scarso coinvolgimento dell'amministratore non esecutivo nelle dinamiche aziendali: «[l]'amministratore non esecutivo, che non vive la quotidianità aziendale, non ha dialogo diretto con la struttura, che non dispone di poteri informativi diretti, che esplica la propria funzione gestoria e di indirizzo strategico nell'*hortus clausus* del consiglio, con le scadenze – mensili o trimestrali – delle riunioni, ha un unico strumento operativo che è, appunto, l'informazione ricevuta in consiglio».

Nel complesso, tale interpretazione è comunque coerente con la filosofia generale che ha ispirato le modifiche apportate in materia in sede di riforma, in quanto non estende l'ambito delle responsabilità degli amministratori ma soltanto, al più, quello dei loro poteri-doveri: in particolare, al fine di evitare un'indiscriminata estensione della responsabilità dei deleganti, che potrebbe disincentivare l'ingresso di soggetti indipendenti nel c.d.a. e, al tempo stesso, una sostanziale impunità degli amministratori non esecutivi[983]. Si potrebbe obiettare che la distinzione ha ben poco peso in concreto, dal momento che un potere privo di responsabilità finirebbe per essere abusato oppure, paradossalmente, ove comporti oneri o costi di qualche tipo, per non essere mai utilizzato. In realtà, come vedremo, alcuni amministratori possono, per ragioni contingenti legate a rapporti particolari con i propri azionisti *sponsor*, godere di importanti incentivi all'esercizio di un monitoraggio particolarmente incisivo (anche laddove non agiscano guidati dal mero "eccesso di zelo" oppure esclusivamente al fine di evitare di incorrere in responsabilità). Quanto al rischio di abuso del potere "ispettivo" da parte degli amministratori, esso non costituisce ma una ragione sufficiente per escludere *a priori* tale potere.

In terzo luogo, mi pare che una limitazione categorica del *potere* degli amministratori di acquisizione anche diretta di informazioni – effetto che i fautori dell'interpretazione più restrittiva di fatto ascrivono alla disposizione *ex* art. 2381, comma 6, c.c. – non trovi *di per sé* una convincente giustificazione né nell'impianto sistematico delle norme di diritto societario in materia né negli obiettivi che il legislatore sembra voler perseguire. Fermo restando lo *standard* di condotta meno rigoroso sopra accennato, non vedo un reale detrimento derivante dall'eventuale "eccesso" di diligenza del consigliere che si prodighi per ottenere informazioni direttamente alla fonte, senza la (*rectius*, in parallelo alla) intermediazione degli organi delegati. Tale attività nulla toglie, e anzi verosimilmente aggiunge, alla capacità del consiglio nel suo complesso di svolgere i suoi compiti di sorveglianza. Si potrebbe al più obiettare che tale ingerenza possa comportare una qualche frizione, in termini di efficienza, sulle attività operative del *senior management*: tuttavia, stante la fisiologica scarsa propensione all'"attivismo" degli amministratori non esecutivi, tali episodi si verificherebbero comunque in casi assai limitati e, tendenzialmente, in relazione a questioni di importanza eccezionale (ad esempio, nell'ipotesi di potenziali operazioni straordinarie o di scelte strategiche particolarmente impattanti sul *business* aziendale).

Per contro, possono esservi ipotesi in cui il reperimento di informazioni da parte di singoli amministratori non esecutivi direttamente dagli organi delegati risulti tutt'altro che eccessivo, ma anzi opportuno, se non necessario, al fine di adempiere in maniera effettiva al ruolo di supervisione di cui sono investiti. Si è detto in precedenza dei limiti del modello del *monitoring board*, che stanno emergendo sempre con più evidenza, e della scarsa effettività del monitoraggio compiuto dagli amministratori indipendenti a causa della loro dipendenza informativa dall'amministratore delegato e dal *senior management*[984]. L'esclusione *ex lege* di ogni potere di informazione diretta degli

[983] Cfr. SACCHI, *Amministratori deleganti*, op. cit., p. 379-380. Il pericolo che un'interpretazione estensiva dell'obbligo di «vigilare sul corretto andamento della gestione» previsto dalla disciplina previgente potesse configurare una responsabilità di fatto oggettiva in capo agli amministratori non delegati rappresentava una delle preoccupazioni del legislatore, come indicato nella Relazione al D.Lgs. n. 6/2003 (§ 6.III.4).

[984] Si veda *supra*, paragrafo 1.1.

amministratori non esecutivi finirebbe per frustrare qualsiasi iniziativa volta a mitigare tale problema, anche là dove alcuni di loro potrebbero avere in concreto incentivi sufficienti ad avvalersene.

In tale contesto, i consiglieri esecutivi hanno in concreto gli strumenti per limitare la capacità di monitoraggio del consiglio nei loro confronti, in qualche modo "pilotando" le informazioni che arrivano sul tavolo del consiglio e dunque è necessario opporvi un qualche contro-potere. Se è vero che, in teoria, l'ordinamento conferisce agli altri consiglieri gli strumenti per reagire a tale *deficit* informativo proprio tramite le prerogative di cui all'art. 2381, comma 6, c.c., nei fatti possono non essere sufficienti. Infatti, non è sempre agevole in concreto avvedersi dell'incompletezza o incoerenza delle informazioni fornite qualora non vi sia possibilità di accedere in maniera indipendente alla fonte delle stesse. Soprattutto se, come spesso accade, gli amministratori non esecutivi in genere, e quelli non indipendenti in particolare, non hanno conoscenze specifiche del *business* e dell'organizzazione della società[985].

Per contro, gli amministratori nominati dagli investitori istituzionali e soprattutto dai fondi attivisti, possono godere di particolari incentivi (anche economici, come vedremo[986]) a monitorare in maniera più incisiva l'operato dell'amministratore delegato e del *senior management*. Tuttavia, sebbene essi godano di risorse ulteriori, grazie all'appoggio dei propri *sponsor*, per poter svolgere tale compito, al tempo stesso è difficile che possano portarlo a compimento effettivamente senza poter avere accesso diretto alle *corporate information*, di cui anche i fondi stessi, in quanto soggetti terzi rispetto all'emittente, sono sprovvisti. Se è vero che un accesso a tali informazioni sarebbe comunque garantito, tramite gli organi delegati, è ancor più vero che, come sopra accennato, tale accesso indiretto si presta a comportamenti opportunistici da parte degli organi delegati e del *management* che gli amministratori di minoranza non sarebbero a quel punto in grado di prevenire ed evitare. In altri termini, l'attività di analisi svolta dal fondo potrebbe fornire agli amministratori designati presso l'emittente elementi sufficienti per sospettare o dubitare che le informazioni fornite al consiglio dall'amministratore delegato o dal *management* siano incomplete o incoerenti; tuttavia, al fine di verificare tale sospetto essi dovrebbero avere la possibilità di accedere alle fonti di tali informazioni.

Tale attività degli amministratori designati risulta compatibile con una lettura teleologicamente orientata (nel senso meno rigoroso sopra menzionato) dell'art. 2381 c.c. Atteso che, naturalmente, essi saranno tenuti a condividere le informazioni eventualmente apprese nella loro attività di indagine interna con l'intero consiglio. Tutt'al più, si potrebbe discutere se gli amministratori designati che, in virtù del proprio rapporto con lo *sponsor*, vengano in possesso di informazioni sull'emittente che facciano dubitare della completezza delle informazioni fornite al *management*: (*i*) debbano condividere tale notizia in maniera tempestiva, cioè prima di aver svolto eventuali indagini; (*ii*) possano richiedere le informazioni necessarie in via diretta soltanto dopo aver rivolto una richiesta di integrazione al consiglio; e (*iii*) siano *obbligati* a procedere all'acquisizione in via

[985] *Ibidem*.

[986] Mi riferisco, in particolare, all'esistenza di meccanismi di compensazione (esterni e ulteriori alla remunerazione corrisposta loro dall'emittente, in qualità di consiglieri) concordati con i propri *sponsor*, legati al conseguimento di particolari obiettivi, quale risultato della loro attività di *monitoring* (si veda *infra*, paragrafo 3.3).

diretta delle informazioni, per lo meno qualora la richiesta al consiglio non vada a buon fine.

Le prime due questioni (*i* e *ii*) sono evidentemente interconnesse. In linea di principio, se si riconosce che il disposto del comma 6 non esclude la facoltà di acquisizione diretta di informazioni in capo al singolo consigliere, sarebbe coerente ritenere che l'una e l'altra modalità debbano considerarsi perfettamente alternative. Tuttavia, con riferimento al caso specifico, dal momento che gli amministratori designati possono in taluni casi essere anche portatori di interessi confliggenti con l'interesse sociale, come vedremo più avanti[987], mi sembra preferibile che il loro operato sia reso trasparente, almeno tendenzialmente, all'intero consiglio, al quale per altro fa capo la funzione di monitoraggio del *management* (e non invece a ciascun amministratore individualmente). Pertanto, l'amministratore dovrebbe essere tenuto preliminarmente a riferire in consiglio i propri dubbi in merito alla completezza delle informazioni fornite e a richiedere un'eventuale integrazione. Nel caso in cui tale richiesta non dovesse essere soddisfatta, egli potrà eventualmente procedere a un'attività di indagine ulteriore, anche con strumenti più penetranti, e, soprattutto, impugnare la deliberazione del consiglio che abbia negato l'accesso alle informazioni richieste.

Tuttavia, si può obiettare che, seguendo tale *iter*, sarebbe più facile per il *management* ostacolare l'attività di "indagine" degli amministratori, quanto meno con riferimento a casi di violazioni consapevoli o, addirittura, fraudolente da parte del primo: ad esempio, istruendo a dovere le funzioni aziendali sui documenti e sulle informazioni che devono rendere disponibili agli amministratori oppure anche occultando direttamente alcune evidenze documentali. Simili evenienze suggeriscono l'opportunità che gli amministratori siano legittimati ad agire anche in via diretta, senza necessariamente passare dal consiglio, laddove le circostanze concrete (sulla base degli indizi e dei sospetti maturati *aliunde*) lo rendano preferibile al fine di assicurare un'attività di monitoraggio più efficace. Tale potere svolge inoltre un'importante funzione preventiva, in quanto espone l'operato del *management* e delle funzioni inferiori al controllo privato, senza costi per l'emittente, degli amministratori non esecutivi e quindi degli azionisti che li hanno designati. Così facendo, aumenta anche la trasparenza dell'operato degli organi delegati, inducendoli a comportamenti più virtuosi, e riduce il contenzioso.

Per quanto riguarda invece la questione relativa alla *doverosità* (o meno) dell'azione degli amministratori designati nelle circostanze sopra descritte (*sub iii*), occorre fare una distinzione. *Nulla quaestio* se si ritiene, come una parte della dottrina, che in generale il singolo amministratore sia sempre tenuto ad attivarsi, e dunque a verificare l'attendibilità dell'informazione ricevuta, senza potersi ritenere autorizzato a fare affidamento sull'informazione ricevuta[988]. Diversamente, come è noto, parte maggioritaria della dottrina ritiene che il singolo amministratore possa fare affidamento sull'informazione ricevuta (purché nelle corrette forme procedimentali[989]), dovendosi avvalere del

---

[987] Si veda *infra*, paragrafo 5.2.

[988] Cfr., ad esempio, CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, p. 802; MARULLI, *La delega gestoria tra regole di* corporate governance *e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 111; MORANDI, *Art. 2381*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al d.lg. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di Maffei Alberti, vol. 1, Padova, 2005, p. 679 e ss.; ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina*, op. cit., p. 497.

[989] Per tutti, ANGELICI, *La società per azioni*, op. cit., p. 417 e in nota 140.

potere-dovere di informazione soltanto qualora i flussi informativi palesino una qualche *criticità*, in particolare nelle ipotesi in cui l'informazione appaia non tempestiva, incompleta o incoerente[990].

Nell'ipotesi in cui si aderisca a tale posizione meno rigorosa, occorre domandarsi ulteriormente se il fatto di essere in possesso di informazioni, ottenute *aliunde* (nello specifico, dall'azionista *sponsor*), che sollevano dubbi circa l'affidabilità o la completezza di quelle fornite al consiglio facciano sorgere un *dovere* dell'amministratore designato di attivarsi e, nel caso, con che modalità. Come sottolineato da un autore, la valutazione circa la regolarità "strutturale" dei flussi informativi deve essere effettuata «anche – e soprattutto – in una prospettiva "dinamica", attraverso un confronto tra l'informazione ricevuta e quella precedentemente fornita»[991]. È dunque possibile, e anzi direi frequente, che la percezione di possibili criticità possa nascere, nell'amministratore, non solo dal raffronto con informazioni storiche fornite dall'emittente, ma anche con informazioni provenienti da altre fonti, anche esterne all'emittente stesso. Tra queste ipotesi rientra quella in cui informazioni parzialmente divergenti siano fornite dagli investitori istituzionali e più in generale da azionisti che esercitano un monitoraggio attivo sulle operazioni del *management*. Ci sarebbe anche da chiedersi se, parallelamente, gli amministratori designati siano in tali ipotesi comunque tenuti ad attivarsi in virtù di un obbligo diretto nei confronti dei propri *sponsor*, ma la questione pare al momento ancora prematura.

Limitandosi dunque alla prospettiva dei doveri verso l'emittente, va detto che gli amministratori designati operano nel loro ruolo sempre e comunque in qualità di *agent* e quindi nel perseguimento di un interesse altrui: motivo per cui, ove si riconosca un'estensione, pur in via interpretativa, dei relativi poteri, l'esercizio di tale potere non può che configurarsi come doveroso. Ciò non comporta, invece, che l'esercizio di tale potere-dovere debba essere necessariamente sindacabile in giudizio ai fini della determinazione della responsabilità.

Da un lato, infatti, esso non è riconducibile, neppure in via interpretativa, all'adempimento di un obbligo a contenuto specifico, bensì al perseguimento – per quanto in via mediata e in ultima istanza – di una maggiore efficienza gestionale complessiva, e come tale attiene all'adempimento del generale dovere di ciascun amministratore di attuazione dell'interesse sociale (e quindi rientra nell'ambito del *duty of care*). Dall'altro lato, se si riconosce che il potere di indagine individuale svolge una funzione strumentale alla realizzazione di un più efficace monitoraggio sull'operato del

---

[990] Cfr., tra i molti, MONTALENTI, *Art. 2381*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, vol. 1, Bologna, 2004, p. 683 e ss.; MALBERTI, GHEZZI, VENTORUZZO, *Art. 2380*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, p. 14; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, op. cit., p. 251; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori*, op. cit., p. 331 e ss.; BARACHINI, *La gestione delegata*, op. cit., p. 152; SACCHI, *Amministratori deleganti*, op. cit., p. 387; G. GIANNELLI, *Sui poteri di controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, vol. I, Bari, 2011, p. 513 e ss.; SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento*, op. cit., p. 594 e 613; VASSALLI, *Art. 2381*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, vol. 2, t. II, Padova, 2011, p. 39; ANGELICI, *op. ult. cit.*; STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013, p. 51 e ss.; REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, vol. 2, Torino, 2014, p. 1146 e ss.

[991] BARACHINI, *Art. 2381*, op. cit., p. 1211.

management e, più in generale, della maggioranza, in questo modo contribuendo a una gestione più efficiente, è lecito ritenere che le decisioni compiute il relazione al suo esercizio abbiano i connotati della decisione imprenditoriale e dunque possano rientrare nell'alveo della *BJR*. Infatti, nella misura in cui la legge riconosce – per l'argomento che qui si sostiene – ai singoli amministratori il potere di interloquire con le funzioni aziendali senza puntuali limitazioni, di fatto ricadrà su questi ultimi la responsabilità (in senso atecnico) di valutare volta per volta l'opportunità o meno di indagare, svolgendo una ponderazione dei costi e dei benefici alla luce delle circostanze concrete. In particolare, essi dovranno ponderare i benefici attesi derivanti dalla potenziale scoperta di informazioni che, ove rimanessero celate, consentirebbero il perpetrarsi di comportamenti inefficienti con il costo di distogliere eccessivamente l'attenzione dei propri interlocutori dai loro compiti principali.

5. La determinazione dello *standard of conduct* e dello *standard of review* applicabili alle comunicazioni selettive nel quadro dei doveri degli amministratori

Resta quindi da affrontare l'ultimo ordine di questioni, cioè quello riguardante i profili di responsabilità degli amministratori che possono sorgere in relazione alla decisione – che, come si è detto in precedenza, non è legalmente obbligata, salvo pochi casi tassativi[992] – di comunicare informazioni con uno o più azionisti in via selettiva. Tale fattispecie interseca la disciplina dell'interesse degli amministratori in più punti: si è già parlato della rilevanza che può assumere, anzitutto, sotto un profilo *procedurale*[993]; parallelamente, si pone il problema dell'insorgenza di una potenziale violazione del c.d. *duty of loyalty* anche sotto un profilo *sostanziale*, con riflessi sulla determinazione sia del c.d. *standard of conduct* sia del c.d. *standard of review*.

Preliminarmente, si impongono alcune precisazioni. In primo luogo, occorre analizzare il rapporto tra la disciplina dettata dall'art. 2391, comma 4, c.c. e quella più generale di cui all'art. 2392 c.c., per quanto riguarda i profili di responsabilità in caso di violazione. La questione è tutt'altro che teoretica e si pone in considerazione del fatto che la condotta dell'amministratore che agisce in base a un proprio interesse (rilevante) e così facendo cagiona un danno alla società senz'altro rileva ai sensi della prima, ma al tempo stesso configura anche una violazione del generale dovere di agire con la dovuta diligenza, e nell'interesse dell'emittente, richiesta dalla seconda. A tale ultimo riguardo, non si può infatti non condividere la considerazione che il perseguimento di un interesse proprio (confliggente con quello della società) rappresenta «la più evidente e macroscopica violazione del dovere di agire con la "*diligenza richiesta dalla natura dell'incarico*" imposta dall'art. 2392»[994].

---

[992] Si veda *supra*, capitolo terzo, paragrafi 2 e ss.

[993] Si veda *supra*, paragrafo 3.3.

[994] Cfr. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi*, op. cit., p. 1256 e in nota 57, il quale ritiene che, pur in assenza di un divieto positivo degli amministratori di agire in conflitto di interessi, sia sufficiente a tal fine considerare che in tutti gli ordinamenti a base capitalistica gli amministratori sono comunque considerati fiduciari di coloro che investono e, pertanto, tenuti ad anteporre gli interessi di questi ultimi ai propri egoistici. Di questo avviso, tra i molti, anche

Sebbene le modifiche apportate dalla Riforma pongano l'accento sul rafforzamento procedurale nella gestione dei conflitti di interesse, il nostro sistema rimane ancora fondato su di un modello di controllo *sostanziale*, in cui la deterrenza e la soluzione dei conflitti di interesse è prevalentemente affidata allo scrutinio giudiziale postumo delle condotte, al fine di stabilire l'eventuale responsabilità personale degli amministratori[995]. Coerentemente, le due discipline sopra citate, l'una improntata a favorire una *governance* trasparente dei conflitti e l'altra con portata sanzionatoria e riparatoria generale, devono intendersi in un rapporto di specie a genere e, soprattutto, complementari e non alternative tra loro[996]. Nonostante i reciproci ambiti di applicazione debbano essere distinti, in teoria, secondo un criterio *ratione materiae*[997], essi sono in concreto largamente sovrapponibili.

Tuttavia, è ben possibile che tale sovrapposizione non si verifichi rispetto a specifiche fattispecie concrete e in tali casi la responsabilità *ex* art. 2391, comma 4, c.c. assurge a presidio autonomo, specie se si ritiene, come fanno alcuni autori, che alle due regole si debba applicare un diverso *standard of review*[998]. È ben possibile, ad esempio, che gli amministratori in conflitto omettano la comunicazione al consiglio rispetto a una data operazione, la quale non solo viene approvata ma è successivamente giudicata razionale secondo il *fairness test*, ma ciò nonostante si riveli un pessimo affare per la società. In questo caso, la società potrà agire contro gli amministratori in conflitto ai fini del risarcimento del danno, ma soltanto per violazione delle norme di trasparenza di cui all'art. 2391 c.c., mentre non sarà possibile attivare la responsabilità *ex* art. 2392 c.c., stante la ragionevolezza economica *ex ante* dell'operazione.

Rimane la difficoltà di provare il nesso causale con il danno, necessario anche nella prima ipotesi: tuttavia, questo sarà possibile, ad esempio – e si tratta di un esempio particolarmente rilevante per il nostro discorso, come vedremo – ove si dimostri che gli amministratori interessati erano in possesso di informazioni che avrebbero potuto indurre il consiglio ad adottare una diversa

---

BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 182-83 (e già prima, prima della riforma, ID., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 4, Torino, 1991, p. 363); MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 597 (che riconosce che la condotta in conflitto di interessi dell'amministratore è fonte di responsabilità, là dove abbia cagionato danno alla società). In particolare, sottolineano specificamente la natura *aggiuntiva* (e non alternativa) del rimedio di cui all'art. 2392, comma 4, c.c. rispetto alla responsabilità generale di cui all'art. 2392 c.c.: GUIZZI, *Art.* 2391, in *Società di capitali: commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 670, e lo stesso MINERVINI, *loc. ult. cit.*

[995] Cfr., sopratutto, C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi*, op. cit., p. 1251-58, il quale illustra altresì le ragioni per cui la disciplina *procedurale* non è, di per sé sola, risolutiva.

[996] Cfr. FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002, p. 280; GUIZZI, *Art. 2391*, op. cit., p. 670; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 597.

[997] In base al quale il mancato rispetto degli specifici obblighi di trasparenza darà luogo alla violazione dell'art. 2391, comma 4, c.c. e la violazione dell'obbligo generale di non agire in conflitto di interessi darà luogo alla responsabilità ex art. 2392 c.c. (cfr. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi*, op. cit., p. 1257).

[998] Cfr., in particolare, C. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, p. 1254-55, 1257, il quale ritiene che il sindacato del giudice sulla condotta dell'amministratore in conflitto ai fini della responsabilità ex art. 2392 c.c. debba essere fondato sul *merito*, quando la scelta gestionale è viziata da un interesse in conflitto (vedi *infra*, nota 1002 e nel testo); per contro, la violazione degli obblighi procedurali di cui all'art. 2391 c.c. è di ben più facile riscontro, trattandosi di circostanze oggettive.

deliberazione[999]. Dunque, anche in questi casi, l'eventuale responsabilità dell'amministratore non discende dal semplice fatto che questi abbia mantenuto il silenzio circa il conflitto, bensì dal fatto che tale circostanza abbia in concreto determinato l'adozione di una deliberazione diversa, e peggiorativa per la società, rispetto a quella che sarebbe stata adottata nell'ipotesi di piena *disclosure*. Il che significa che, ancora una volta, l'inadempimento riguarda il più generale dovere di lealtà dell'amministratore, nella declinazione che impone di mettere a disposizione della società e del consiglio tutte le informazioni necessarie di cui sia in possesso.

Un secondo aspetto di rilievo riguarda le regole applicabili in materia di c.d. *standard of review*, in particolare con riferimento alla *business judgement rule* e alle sue eccezioni (cioè gli *standard* di giudizio alternativi)[1000]. La materia è stata già ampiamente trattata, anche dalla giurisprudenza e dalla dottrina italiane, per cui è sufficiente qui limitarsi a fare un breve cenno. In primo luogo, si può ritenere acquisita la regola secondo cui, ai fini dell'accertamento della responsabilità generale *ex* art. 2392 c.c. i giudici italiani di fatto applicano, e devono applicare, la *business judgement rule*[1001]. In secondo luogo, il *safe harbor* garantito dalla *business judgement rule* è meno presidiato, anche nel nostro ordinamento, quando la scelta gestionale è viziata da conflitto di interessi: in questi casi, i giudici disapplicano la *business judgement rule* in favore di uno *standard* di scrutinio più rigido[1002]. Tale applicazione è altresì compatibile con la disciplina positiva in materia di conflitto

---

[999] L'esempio è fatto da C. MARCHETTI, *op. ult. cit.*, p. 1258.

[1000] Come è noto, secondo orientamenti da tempo consolidati nella giurisprudenza del Delaware, la *business judgement rule* costituisce la regola di *default*: qualora le decisioni siano prese da amministratori indipendenti, che abbiano agito con la dovuta diligenza (*due care*) e in assenza di conflitti di interesse, esse non possono essere oggetto di riconsiderazione nel merito da parte dei giudici (cfr., per tutti, *Smith v. Van Gorkom*, 488, A.2d 858, Delaware, 1985, che enuncia il principio secondo cui i giudici non entreranno nel merito delle decisioni gestionali degli amministratori se queste sono state adottate «*on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*»). Inoltre, ma si tratta di un caso limite, i giudici potranno sindacare il merito della decisione assunta dagli amministratori nell'ipotesi di totale, macroscopica e assoluta irrazionalità di tale scelta (ma *contra*, con riferimento all'applicabilità di tale principio all'ordinamento italiano, BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, op. cit., p. 63).

[1001] Diversamente da altri ordinamenti di *civil law* (come, ad esempio, Germania, Portogallo e Spagna), il recepimento della *business judgement rule* nel nostro sistema è avvenuta per il tramite della giurisprudenza (cfr., ad esempio, BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgement rule *alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 416, nota 7, ove riferimenti comparatistici). Per l'appunto, numerose sono ormai le pronunce giurisprudenziali sul punto: per una rassegna aggiornata si veda, ad esempio, ALVARO ET AL., Business judgement rule *e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, Quaderno giuridico Consob n. 11, novembre 2016, p. 33-39; in tempi più risalenti, anche in BONELLI, *op. ult. cit.*, p. 69 e ss. (con particolare riferimento alle operazioni scrutinate nel merito, in presenza di profili di conflitto di interesse).

[1002] Più precisamente, una forma di scrutinio intermedio (c.d. *enhanced scrutiny*) deve applicarsi nel caso in cui gli amministratori si trovino in una situazione che possa *potenzialmente* originare conflitti di interesse in capo a questi ultimi. Ciò accade nelle ipotesi in cui circostanze specifiche, ricorrenti e facilmente identificabili siano idonee, secondo la regola dell'*id quod plerumque accidit*, a minare l'indipendenza di giudizio degli amministratori, anche nel caso in cui il conflitto non sia conosciuto da questi ultimi. In queste ipotesi, sarà loro onere dimostrare che la decisione concretamente adottata sia giustificabile, secondo criteri di razionalità economica, rispetto agli obiettivi perseguiti (cfr. *Mercier v. Inter-Tel (Del.), Inc.*, 929 A.2d 786, 810 (Del. Ch. 2007)). Infine, il livello di scrutinio più severo è rappresentato dal c.d. *entire fairness test*, il quale trova applicazione nelle ipotesi in cui sussista un conflitto di interessi *attuale* in capo agli amministratori, rispetto alla decisione adottata. In tal caso, gli amministratori possono discolparsi soltanto

di interessi, in particolare là dove prescrive un obbligo di motivazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione approvata in presenza di amministratori interessati (art. 2391, comma 2, c.c.). Tuttavia, è bene tenere a mente, per il prosieguo, che l'applicazione effettiva della *BJR* da parte dei giudici italiani è in concreto più debole, sia di quanto accada nel contesto statunitense sia, probabilmente, di quanto le considerazioni precedenti sembrerebbero suggerire[1003]. In particolare, l'approccio più o meno astensionista adottato dalla giurisprudenza italiana sulla *business judgment rule* dipende, più che dalle enunciazioni formali, dall'effettiva interpretazione e applicazione dei criteri sottostanti – quali ad esempio le nozioni di diligenza, ragionevolezza e (ir)razionalità, con esiti che variano significativamente nei diversi casi.

Un terzo aspetto da precisare riguarda il rapporto tra *standard of conduct* e *standard of review*: attesa la differenza concettuale tra le due nozioni, ormai acquisita nel diritto statunitense e di riflesso nel dibattito internazionale[1004], vi sono alcune importanti meccanismi sui quali è opportuno fare luce, con particolare riferimento alla fattispecie in cui l'amministratore comunichi selettivamente con gli azionisti. Ove si consideri che la condotta in questioni configuri *per se* una violazione del *duty of loyalty*[1005], ciò comporta la disapplicazione della *business judgement rule* a favore di uno scrutinio c.d. di *entire fairness*. Tale scrutinio si applicherà non soltanto alla valutazione della condotta in questione, da parte del singolo amministratore: il che significa che si valuterà se la stessa possa ritenersi ragionevole, sotto il profilo economico e sostanziale, alla luce delle circostanze concrete e avendo a mente la realizzazione dell'interesse sociale. Ma esso si applicherà anche alla valutazione della condotta dell'intero consiglio, la cui azione è stata potenzialmente "inquinata" dalla partecipazione (decisiva o non, vedremo poi con che differenze) dell'amministratore interessato. Per contro, ove si dovesse ritenere che le comunicazioni selettive non costituiscano, o non sempre,

---

dimostrando, con onere probatorio a proprio carico, che l'operazione è il risultato di "*fair dealing and fair price*" (cfr., tra i molti, *Encite LLC v. Soni*, C.A. No. 2476-VCG, 2011 WL 5920896, 20 (Del. Ch. Nov. 28, 2011)).

[1003] Cfr., in particolare, SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla* business judgement rule*: spunti per una rivisitazione del tema*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 206 e ss., il quale mette in evidenza come, al di là dei richiami all'esperienza d'oltreoceano sempre più presenti nelle pronunce dei nostri giudici, il principio dell'insindacabilità del merito gestionale trovi un'applicazione diversa nel contesto italiano, dal momento che la disciplina della prestazione dovuta dagli amministratori mantiene un carattere formale e non contempla uno spazio per l'apprezzamento equitativo del giudice e, di conseguenza, non può essere accompagnata da una valutazione simile a una *entire fairness review* delle vicende in esame.

[1004] Lo *standard of conduct* individua il modello legale di comportamento al quale gli amministratori devono attenersi, mentre deve essere tenuto distinto dallo *standard of review*. Cfr. LASTER, *Revlon is a Standard of Review: Why It's True and What It Means*, in 19 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2013, p. 25-27: «*[t]he standard of conduct supplies the substantive content for the core fiduciary duties of loyalty and care: it describes what directors are expected to do. The standard of review describes what a plaintiff must plead or prove to overcome a defendant's motion and ultimately prevail in the case. Courts apply the latter to determine whether liability should be imposed, a transaction be enjoined, or another equitable remedy be awarded. Regardless of what standard of review applies, the directors' standard of conduct does not change*». In particolare, a ciascuno *standard of conduct* corrispondono diversi possibili *standard of review*: segnatamente, per il *duty of care* lo *standard of review* varia «*from gross negligence, to reasonableness, to fairness*», mentre per il *duty of loyalty* esso varia «*from a threshold determination of materiality, to reasonableness, to fairness*».

[1005] La questione sarà approfondita nel prossimo paragrafo 5.1.: per il momento si assuma soltanto questa possibilità, in via di mera ipotesi.

una violazione *per se* del *duty of loyalty* – ad esempio, qualora si tratti di comunicazioni selettive nei confronti del proprio *sponsor*, nelle ipotesi di *dual fiduciary* – allora sarebbe necessario accertare preliminarmente se tale condotta confligga con l'interesse sociale al punto da configurare una violazione del dovere di agire diligente di cui all'art. 2392 c.c.

6. Comunicazioni selettive e dovere di lealtà. La questione se le comunicazioni selettive comportino di per sé una violazione del *duty of loyalty*

Se la comunicazione selettiva di *corporate information* riservate a uno o più azionisti comporti una violazione del *duty of loyalty* è questione assai complessa. Anzitutto, è opportuno isolare, all'interno della medesima, almeno due diverse sotto-domande, che meritano di essere trattate separatamente. La prima è se la comunicazione selettiva di informazioni agli azionisti possa rilevare *di per sé*: in altri termini, se tale condotta configuri *in assoluto* una violazione del *duty of loyalty*. La seconda domanda, ipotizzando che alla precedente possa darsi risposta negativa, riguarda invece le situazioni in cui, per lo meno in alcuni casi, tale comunicazione – o più in generale lo scambio di informazioni con uno o più azionisti – abbia determinato quale effetto concreto l'adozione da parte dell'organo amministrativo di una decisione contraria all'interesse sociale, e dunque in violazione del *duty of loyalty*. Procederò ad esaminare le due ipotesi in ordine.

Con riferimento alla prima, si è detto in precedenza in merito alla compatibilità con il modello organizzativo legale della società per azioni di un amministratore "legato" da un particolare rapporto con alcuni azionisti, nonché dei poteri di apprensione materiale delle informazioni di cui il singolo amministratore gode all'interno della società[1006]: tali questioni possono essere o meno rilevanti ma in ogni caso non coincidono con, né prevengono, quella relativa alla valutazione della condotta del singolo amministratore sotto il profilo della responsabilità.

In linea di principio, tutti i principali ordinamenti societari prevedono, tra i doveri legali dei consiglieri di amministrazione, un dovere di segretezza, che impone loro di mantenere riservate le *corporate information*: sia che provengano dalla società sia che riguardino la società, a prescindere che siano o meno classificate formalmente come segrete. Tale obbligo cessa, salve particolari ipotesi di deroga, legale o contrattuale, nel caso in cui le informazioni siano rese o diventino disponibili al pubblico. Così accade, ad esempio, in alcuni dei principali ordinamenti europei di tradizione continentale, come Francia, Germania, Austria e Svizzera[1007] e, parimenti, almeno con riferimento alla *statutory law*, anche nei principali ordinamenti di *common law*, come Regno Unito[1008] e Stati

[1006] Si veda *supra*, rispettivamente, paragrafi 3 e ss. e 4 e ss.

[1007] Cfr. HOPT, *Conflict of Interest, Secrecy and Insider Information of Directors, A Comparative Analysis*, in *ECFR*, 2013, p. 183, spec. in nota 75; nello stesso senso anche ID., *Self-Dealing and Use of Corporate Opportunity and Information: Regulating Directors' Conflict of Interest,* in *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, a cura di Hopt e Teubner, Berlin/New York, 1985, p. 302.

[1008] Ai sensi del Companies Act inglese del 2006: «*[a] director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company. This applies in particular to the exploitation of any property, information or opportunity (and it is immaterial whether the company could take advantage of the property, information or opportunity)*» (cfr. section 175(1) e (2)).

Uniti[1009].

In tutti questi casi, segnatamente, la violazione di tale dovere viene considerata nella prospettiva del *duty of loyalty*, non invece del *duty of care*. Tale aspetto comune si può ascrivere, con il necessario grado di semplificazione, alla duplice idea che: (*i*) le *corporate information* costituiscono parte integrante del patrimonio sociale e, tra queste, particolare protezione devono ricevere quelle "prodotte" all'interno della società; (*ii*) la violazione del dovere legale di riservatezza configura, di norma, una violazione del *duty of loyalty* in quanto ricorrono i caratteri tipici dell'appropriazione di un valore appartenente alla società, e quindi agli azionisti. Non a caso, negli ordinamenti anglosassoni, dove la dottrina delle *corporate opportunity* è stata sviluppata da più tempo, la fattispecie viene ricondotta nell'alveo di disciplina di quest'ultima[1010]. Analogamente, la riconduzione della fattispecie alla categoria del *duty of loyalty* mi pare in teoria recepita anche nell'ordinamento italiano, se si ritiene l'implicita esistenza di un dovere dell'amministratore di agire, prima di tutto, nell'interesse della società[1011].

Se tale ricostruzione più generale sia o meno la più corretta, sotto il profilo teleologico, non

---

[1009] Cfr., ad esempio, AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance, Analysis and Recommendations*, vol. 1, St. Paul (MN), 1994, section 5.04(a): «*[a] director or senior executive may not use corporate property, material non-public corporate information, or corporate position to secure a pecuniary benefit*»; l'impiego di *corporate information* è consentito, purché non in relazione al *trading* di titoli dell'emittente, non si tratti di *proprietary information*, e non rechi danno all'emittente (cfr. section 5.04(a)(3)). Per un'illustrazione delle ragioni per cui la fattispecie dell'*insider trading* sia ricondotta nell'ambito dei doveri di fedeltà degli amministratori, anche in Italia, cfr. ABBADESSA, *L'*insider trading *nel diritto privato italiano prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, 1992, p. 751 e ss., spec. 753.

[1010] Non a caso, l'ipotesi principale di *misappropriation* di informazioni nel diritto americano è rappresentata dall'*insider trading* (cfr. AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles*, op. cit., section 5.04 – si veda *supra*, nota 1009), attraverso il quale l'*insider* si appropria di parte del valore spettante alla società compiendo operazioni sui titoli prima che l'informazione sia incorporata nei prezzi di mercato (cfr. ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy*, op. cit., p. 145-46). Con riferimento agli ordinamenti continentali, HOPT, *Self Dealing*, op. cit., p. 302, non a caso sottolinea che in essi, dove, diversamente da quelli anglosassoni, la dottrina delle *corporate opportunity* è poco sviluppata, risultati analoghi sono ottenuti attraverso quella dei *corporate secret*, che l'amministratore non deve rivelare né a proprio beneficio né al fine di danneggiare altri, *in primis* la società.

[1011] In questo senso depone, tra le altre, anche la riformulazione dell'art. 2391 c.c. operata con la Riforma, nella parte in cui è sufficiente la semplice esistenza di un interesse, diverso da quello sociale (MOZZARELLI, *Art. 2391*, op. cit., p. 1341), ma non necessariamente in conflitto, per l'applicazione della disciplina (per quanto numerosi autori abbiano evidenziato come, in concreto, poco sia cambiato: ad esempio, MAFFEIS, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e di società a responsabilità limitata: alcune (prime) osservazioni*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 531, MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 587; ma *contra*, invece, VENTORUZZO, *Art. 2391*, op. cit., p. 425; GUIZZI, *Art. 2391*, op. cit., p. 654 e SAMBUCCI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 757). A prescindere dalla rilevanza che si attribuisca alla novella legislativa, rimane il fatto che il minimo comune denominatore della disciplina, pre e post riforma, rimane la protezione dell'interesse sociale (in questo senso emblematico, MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 593, commentando, in senso concorde, le parole di MAFFEIS, *op. ult. cit.*: «il fine è sempre la prevalenza dell'interesse sociale»). Tra l'altro, anche in Italia, la *misappropriation* di informazioni societarie viene ricondotta, dopo la Riforma, nella fattispecie di cui all'art. 2391, ult. comma, c.c. (*i.e.* appropriazione di *corporate opportunities*): cfr., ad esempio, BARACHINI, *L'appropriazione delle* corporate opportunities, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Torino, 2007, p. 615 e ss.

è oggetto della presente trattazione. Piuttosto, occorre riflettere sul fatto che tale concettualizzazione può non essere adeguata a ricostruire la fattispecie in esame delle comunicazioni selettive. A tale proposito, si deve osservare che, diversamente da altre condotte astratta che "tradizionalmente" qualificate quali violazioni del *duty of confidentiality* (su tutte, le varie ipotesi di *insider trading*), le comunicazioni selettive mal si prestano ad essere inquadrate indistintamente e *in toto* all'interno o all'esterno dell'ambito della disciplina. E ciò per la fondamentale ragione, su tutte, che in molti casi, come ampiamente illustrato in precedenza, esse possono in concreto favorire il conseguimento dell'interesse sociale (*rectius* di un interesse compatibile con quello sociale)[1012]. In altri termini, a seconda delle circostanze concrete le comunicazioni selettive con gli azionisti possono nascondere un'appropriazione di *corporate opportunity* o comunque l'agire in conflitto di uno o più amministratori oppure possono, al contrario, essere strumentali all'efficiente regolazione delle dinamiche tra le *constituency* azionarie (e tra queste e l'emittente).

Si tratta quindi di comprendere, ai fini di disciplina, quale debba essere trattata come regola e quale come eccezione e quali siano le giustificazioni della scelta operata. L'equiparazione assoluta tra comunicazioni selettive e una generica appropriazione illecita di informazioni non sembra essere dunque la soluzione più equilibrata: così facendo si finirebbe per prevenire anche ogni effetto positivo per l'emittente che da tale condotta può sorgere, direttamente o indirettamente. Il che pare altresì suggerire che la soluzione debba ricercarsi nel senso di una maggiore flessibilità di valutazione delle condotte in concreto.

In questo senso, la giurisprudenza americana ha recentemente cominciato a dare conto, almeno in parte, della peculiarità della fattispecie in questione, applicando un trattamento particolare alle ipotesi di comunicazioni effettuate dagli amministratori designati da specifici azionisti, ove le stesse siano rivolte al proprio *sponsor*, rispetto alle ipotesi generali di violazione del *duty of confidentiality*. In una serie di decisioni, le Corti del Delaware hanno affermato la legittima facoltà degli amministratori designati da singoli azionisti, nella specie fondi attivisti, di condividere con i propri *sponsor* qualsiasi *corporate information* relativa alla società[1013].

Alla base vi è la convinzione, che qualora un amministratore abbia un ruolo nel *board* di una società in virtù dell'essere stato designato da un dato azionista quest'ultimo abbia *diritto* («*is entitled to*») di ricevere le stesse informazioni dell'amministratore[1014]. E questo nonostante la *corporate law* americana preveda un ruolo fortemente passivo per l'azionista "tipo" della *public corporation* americana[1015], che comporta di norma che allo stesso non sia riconosciuto il diritto di ricevere dagli amministratori informazioni relative alla società in cui investe. Tale diritto viene però riconosciuto specificamente a favore dell'azionista che si renda parte attiva delle dinamiche di *corporate*

[1012] Per un'ampia argomentazione, si veda *supra*, capitolo secondo.

[1013] Cfr., in particolare, *Kalisman v. Friedman*, Civ. A. No. 8447-VCL, 2013 WL 1668205 (Del. Ch. Apr. 17, 2013); *Moore Business Forms, Inc. v. Cordant Holdings Corp.*, Civ. A. Nos. 13911, 14595, 1996 WL 307444 (Del. Ch. June 4, 1996); *AOC Limited Partnership v. Horsham Corp.*, Civ. A. No. 12480, 1992 WL 97220 (Del. Ch. May 5, 1992).

[1014] *Kalisman v. Friedman*, op. cit., 17.

[1015] Cfr., per tutti, MACEY, *Corporate Governance*, op. cit., p. 51: «[*p*]*erhaps the most basic principle of corporate law in the United States is that corporations are controlled by boards of directors, rather than shareholders* […] *Directors' power to manage the business and affairs of the corporation is virtually absolute*».

governance, in particolare tramite la nomina di uno o più amministratori nel *board*. Per contro, in maniera direi coerente, riconoscendo la natura peculiare, e in un certo senso eccezionale, della fattispecie, le Corti non consentono all'amministratore la facoltà di comunicare le medesime informazioni ad alcun altro azionista, diverso dal proprio *sponsor*[1016].

Al tempo stesso, il diritto in questione non è assoluto: le Corti, infatti, lo ammettono con l'espressa condizione che l'esercizio sia coerente con i doveri fiduciari dell'amministratore (verso l'emittente). Infatti, come affermato in un recente caso, «*a fiduciary sharing of information with an affiliated stockholder and its advisors, standing alone, is not inherently a breach of duty. It depends on what the provider and recipients do with the information, including whether they use the information to the detriment of the corporation and its stockholders or to benefit themselves improperly […] the use and sharing of information is rather another context-dependent inquiry*»[1017]. La questione si sposta dunque dal *se* gli amministratori possano comunicare con lo sponsor al *come* lo possano fare e soprattutto all'*utilizzo* delle informazioni. Qualora la comunicazione delle informazioni effettuata dall'amministratore sia funzionale al perseguimento di un obiettivo che comporti concretamente un *danno* per la società (per le modalità di esecuzione, la tempistica, il contenuto o qualsiasi altra circostanza) e/o un *vantaggio* per il fondo che le ha ricevute, l'amministratore sarà colpevole di violazione del *duty of loyalty*.

Tale soluzione appare, in principio, ragionevole e condivisibile sotto diversi profili. In primo luogo, risulta più coerente con il riconoscimento di legittimità, sotto il profilo strutturale, della figura del *constituency director*, di cui si è parlato in precedenza[1018]. A quest'ultimo sarebbe cioè concesso di rappresentare in consiglio gli interessi della propria "parte" e, a tal fine, intrattenere un dialogo riservato con quest'ultima, purché gli *effetti* di tale comportamento (nella misura in cui siano allo stesso in qualche modo imputabili) non siano in concreto contrari ai propri doveri fiduciari. In secondo luogo, i principi enunciati dalla giurisprudenza americana si giustificano anche sotto un altro profilo, cioè l'esigenza di risolvere quel cortocircuito logico che si verificherebbe nel caso in cui all'amministratore che in virtù della sua posizione fosse soggetto a *dual fiduciary duty* fosse proibito comunicare con il proprio *sponsor*[1019]. Tale argomento rischia di provare troppo e

---

[1016] Si vedano le pronunce citate *supra*, nota 1013. Nello stesso senso, anche HAAKON, LIEKEFETT, WOOD, *Help! I Settled with an Activist!*, op. cit. («*an activist designee is permitted to share information with the shareholder who secured the designee's position on the board—information that the director could not legally provide to other shareholders*»).

[1017] *In re Dole Food Co.*, No. 9079-VCL, 2015, WL 5052214 (Del. Ch. Aug. 27, 2015), 3.

[1018] Si veda *supra*, paragrafi 3 e ss.

[1019] Cfr. LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties*, op. cit., p. 55, che sottolineano come, in molti casi, gli amministratori designati sono a loro volta *manager* o fiduciari dell'azionista che li ha nominati; a loro, volta essi sono anche fiduciari degli investitori o *limited partner* del fondo. Pertanto, una regola rigida contro lo scambio di informazioni creerebbe le condizioni per una violazione dei doveri fiduciari dell'amministratore in questione a un duplice livello: (*i*) dell'emittente, impendendo al medesimo di compiere attività che sono ormai normali nel processo di investimento e monitoraggio da parte di questi soggetti; (*ii*) del fondo, impendendo al soggetto, che riveste anche la qualità di fiduciario del fondo, di condividere informazioni rilevanti per il medesimo. In tale contesto, il rispetto di una simile regola comporterebbe sempre, al tempo stesso, una violazione su uno dei due piani. Pertanto, «*[r]ather than an actual rule to guide conduct, a rule against information sharing would put a cause of action in the hands of the corporation to use at its discretion. And if a corporation were to try to enforce it, a seemingly bright-line rule would turn out in practice to*

richiede una precisazione. In particolare, non deve essere inteso nel senso di legittimare qualsiasi comunicazione effettuata da chi rivesta un duplice ruolo fiduciario (quindi anche, per ipotesi, quelle effettuate con palese intento dannoso o fraudolento). Al contrario, come si desume da quanto sopra riportato, esso è volto esclusivamente a rigettare l'idea che l'*information sharing* con un azionista debba considerarsi sempre e comunque vietato. Ciò non toglie che il dovere fiduciario verso l'emittente non risulti in alcun modo depotenziato da tale circostanza[1020]: il che significa che, proprio all'opposto, in ogni caso la condivisione di informazioni con l'azionista, che pur gode di un rapporto fiduciario parallelo con l'amministratore, non possa mai avvenire in danno degli interessi dell'emittente. Infine, la soluzione sopra divisata permette, nei limiti consentiti dal sistema, di favorire o per lo meno di non ostacolare eccessivamente l'insorgere di manifestazioni di attivismo[1021].

Mi pare che tale approccio possa essere trasponibile nel contesto del nostro ordinamento societario, pur con alcune importanti precisazioni che vedremo tra poco. Anzitutto, il nostro diritto già conosce alcune ipotesi in cui è legittima la facoltà per l'emittente di comunicare anche selettivamente con i rappresentanti di alcune particolari *constituency*. Mi riferisco, in particolare, all'ipotesi disciplinata dall'art. 147, comma 4, TUF, con riferimento al rappresentante comune degli azionisti di risparmio. Tale disposizione, che secondo parte della dottrina sarebbe anche estendibile al rappresentante di qualsiasi categoria speciale di azioni emessa da società quotate[1022], dispone che «l'atto costitutivo […] deve prevedere le modalità per assicurare un'adeguata informazione al rappresentante comune sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria». Si tratta, di fatto, di «un flusso informativo privilegiato *ante litteram* fra organo gestorio dell'emittente quotato e azionariato (di categoria), "mediato" dalla figura del rappresentante comune degli azionisti speciali», dal momento che è presupposto che quest'ultimo sia poi autorizzato a riferire le informazioni ai propri azionisti di categoria[1023]. La

---

involve fact-laden litigation about the degree to which other directors knew about and consented to the sharing or engaged in similar information sharing themselves». Rispetto al problema così presentato, la soluzione divisata dalle pronunce citate sembra raggiungere un equilibrio più ragionevole.

[1020] In questo senso, espressamente, *Weinberger v. UOP*, op. cit., 710, ove si afferma che, ai sensi del diritto del Delaware, l'esistenza di un *dual* o *multiple fiduciary duty* non comporta alcuna diluizione degli obblighi di lealtà dovuti nei confronti dell'emittente e che non è previsto alcun "*safe harbor*" in proposito.

[1021] A ben vedere, tale soluzione, pur formulata dalle Corti con riferimento a situazioni anche più generali ed eterogenee, si attaglia perfettamente al fenomeno dell'attivismo – al punto da far ritenere che sia pensata appositamente per esso – facilitando le attività degli amministratori designati dai fondi e rendendo più efficace la loro attività di monitoraggio: cfr. KASTIEL, NILI, *"Captured" boards*, op. cit., p. 47: «*Delaware case law that enables information sharing is not only justified by practical reasons […] but is also an important factor in facilitating the operation of the activist super director and her ability to monitor the management team*».

[1022] Cfr., ad esempio, MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra TUF e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1292 e ss. (però *contra*, ad esempio, MONDINI, *Art. 147 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi* complementari, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Milano, 2016, p. 4176).

[1023] SACCO GINEVRI, *I flussi informativi con gli azionisti di categoria fra* market abuse regulation *e dinamiche dei mercati finanziari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2020, http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2020_02_RTDE.pdf, p. 279.

legittimità di tale fattispecie è stata giustificata da una parte della dottrina considerando i flussi informativi rivolti al rappresentante come "interni" all'emittente, argomentando l'equiparazione di tale figura con un ufficio interno alla società[1024]: il che spiegherebbe anche perché tali flussi sono considerati al di fuori dell'ambito dell'applicazione del divieto di cui all'art. 10 MAR. Tuttavia, non si può non osservare come tale figura agisca in rappresentanza di un interesse facilmente riconducibile a una porzione specifica dell'azionariato (gli azionisti della categoria) e che in virtù di tale posizione riceva le informazioni: da questo punto di vista, essa è assimibilabile, per lo meno ai fini che qui interessano, alla figura del *constituency director*, sebbene, a differenza di quest'ultimo, non sieda formalmente in consiglio ma possa comunque essere autorizzato a parteciparvi.

A tal proposito, mi pare poco convincente ed eccessivamente formalistica l'opinione secondo cui i flussi informativi in questione sarebbero comunque orientati al perseguimento di un interesse sociale «astratto e virtuoso», da identificarsi nel successo sostenibile dell'impresa[1025]. Non a caso, lo stesso autore che la suggerisce pone in analogia lo strumento del rappresentante degli azionisti di risparmio con il rimedio accordato alle minoranze azionarie in generale attraverso la rappresentanza diretta in consiglio (*ex* art. 147-*ter*, comma 3, TUF)[1026], di fatto implicando che in entrambi i casi si tratti di strumenti fisiologicamente orientati alla rappresentanza di interessi particolari: i quali, poi, naturalmente, dovranno essere compatibili con l'interesse sociale per potersi dichiarare legittimi.

Ciò conduce al secondo argomento in proposito, cioè che le comunicazioni selettive, in questo specifico caso così come più in generale, non si pongono *di per sé* in contraddizione all'interesse sociale: quello che a tal fine rileva è, piuttosto, la *funzione* per le quali vengono *in concreto* utilizzate. Questa ragione mi pare decisiva per ritenere che gli strumenti per giudicare la legittimità delle stesse, anche al fine della valutazione di responsabilità dell'amministratore, debbano essere sufficientemente flessibili da poter contemperare entrambi gli esiti. L'approccio più recente utilizzato dalle Corti del Delaware consente di conseguire tale risultato: da un lato, prevede una sorta di *safe harbor* per l'ipotesi di comunicazioni selettive effettuate da parte dei *constituency director* nei confronti esclusivamente dei propri *sponsor* rispetto alla generale presunzione di violazione del *duty of loyalty* (operante in tutte le ipotesi di violazione del *duty of confidentiality*); dall'altro lato, sottopone comunque tali condotte alla valutazione in concreto della rispondenza o meno a un interesse sociale che le giustifichi nell'ottica dell'assolvimento dei doveri fiduciari verso l'emittente.

[1024] Di questo avviso, ad esempio, COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio,* Milano, 1984, p. 24 e ss.; ANGELICI, *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, p. 182; PRESTIPINO, *Artt. 146-147bis*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di Vella, vol. 2, Torino, 2012, p. 1551; però *contra* NOBILI, VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, p. 473 (i quali sostengono, invece, che il rappresentante comune sia un mero strumento di tutela della categoria, e dunque soltanto un organo della medesima).

[1025] SACCO GINEVRI, *I flussi informativi*, op. cit., p. 282-83.

[1026] *Ibidem*, p. 284.

6.1. Il problema della riconducibilità degli effetti delle comunicazioni selettive alla condotta dell'amministratore e alla sua eventuale responsabilità

L'accoglimento nel nostro ordinamento di un principio di disciplina analogo a quello delineato dalla giurisprudenza americana più recente, che in sostanza demanda al controllo giudiziale *ex post* il compito di fare da filtro tra comunicazioni selettive ammissibili e non, incontra però sulla sua strada (almeno) un fondamentale nodo problematico. Mi riferisco, in estrema sintesi, a quello di dover individuare uno o più criteri mediante i quali imputare a colui che compie la condotta "primaria" (*i.e.* l'amministratore che comunica con il proprio *sponsor*) gli eventuali effetti dannosi prodotti dall'utilizzo dell'informazione comunicata. In concreto, il danno così eventualmente arrecato all'emittente può determinarsi principalmente in due modi: (*i*) quale conseguenza *diretta* dell'azione dell'amministratore designato, che sfrutta a vantaggio proprio e/o del proprio *sponsor* la posizione di *dual fiduciary* (in questo caso, quindi, non soltanto per il fatto di aver comunicato le informazioni ma anche per l'utilizzo delle stesse, eventualmente di concerto con lo *sponsor*, che è ad esso soggettivamente imputabile); (*ii*) quale conseguenza *indiretta* dell'azione dell'amministratore designato, il quale si limita a comunicare allo *sponsor* le informazioni, che poi vengono utilizzate da quest'ultimo a proprio vantaggio e a danno dell'emittente, ma senza un ulteriore intervento da parte dell'amministratore.

Nel ventaglio delle soluzioni astrattamente percorribili, a un estremo vi è l'idea che l'amministratore designato risponda di qualsiasi utilizzo (sia personale sia effettuato dal destinatario) delle informazioni che decide di comunicare selettivamente. In quest'ipotesi egli sarebbe teoricamente onerato di valutare *ex ante* l'insieme comprendente *qualsiasi* uso che possa essere astrattamente fatto di quell'informazione al fine di escludere ogni possibilità di un danno per la società. Una volta comunicata l'informazione, egli sarebbe responsabile di qualsiasi effetto che ne consegua in termini di fatto oggettivi. A tacere di qualsiasi considerazione in punta di diritto, un simile onere rischierebbe di dissuadere l'amministratore da qualsiasi comunicazione, così frustrando ogni tentativo di favorire le condotte virtuose. All'altro estremo, per contro, vi è l'idea che l'amministratore sia responsabile soltanto per le condotte poste in essere dal medesimo e invece non risponda per gli effetti derivanti dall'utilizzo delle informazioni da parte dello *sponsor*, là dove egli si sia limitato soltanto a comunicargliele. Anche tale approccio sembra condurre a manifeste distorsioni, dal momento che qualsiasi azione dannosa condotta direttamente dai fondi, sulla base delle informazioni ottenute dal proprio amministratore designato, tenderebbe a sfuggire a ogni sanzione. Al tempo stesso, l'amministratore designato sarebbe sostanzialmente deresponsabilizzato rispetto alla scelta se comunicare o meno.

A complicare ulteriormente il compito vi è il fatto che la selezione del criterio più adeguato non è libera, né lasciata a considerazioni di mera opportunità, bensì deve essere compatibile con i principi generali del diritto societario in materia di responsabilità degli amministratori, in particolare con il rifiuto, da parte del legislatore, di attribuire a questi ultimi una responsabilità di tipo oggettivo[1027]. Ciò comporta che, soprattutto nell'ipotesi in cui l'effetto dannoso finale sia

[1027] La necessità della colpa quale requisito soggettivo minimo per affermare la responsabilità solidale dei

attribuibile al comportamento di uno o più soggetti ulteriori rispetto al *disclosing director* (*sub* (*ii*)), tale effetto, per essere imputabile a titolo di responsabilità a carico del primo, debba per lo meno essere in qualche modo prevedibile *ex ante* dal medesimo. A sua volta, il criterio della prevedibilità si atteggia diversamente a seconda di diversi fattori concreti, tra cui fondamentale importanza riveste il tipo di rapporto che sussiste tra chi comunica e chi riceve l'informazione. In questa prospettiva, nel prosieguo analizzerò separatamente le due situazioni più rilevanti nella prassi: (*a*) quella in cui l'amministratore designato rivesta anche un ruolo stabile presso lo *sponsor*, e (*b*) quella in cui si tratti di un soggetto esterno, incaricato dallo *sponsor* per quello specifico ruolo per l'investimento in un singolo emittente.

(a) L'amministratore designato detiene un ruolo stabile presso lo sponsor

Si tratta dell'ipotesi in cui il fondo decida di designare, nella propria lista o quale prerogativa negoziata con l'emittente per via contrattuale, un proprio dipendente (tipicamente, un c.d. *principal*). Così facendo, egli può non soltanto assicurare un flusso costante di informazioni allo *sponsor*, ma anche lavorare all'interno del consiglio al fine di favorire l'adozione della strategia più congeniale al fondo. Questo modello è ormai molto diffuso nel contesto statunitense[1028], mentre non è facile prevedere se e in che misura troverà diffusione anche nel nostro ordinamento[1029].

Occorre premettere che, da un punto di vista formale, il diritto societario consente anche all'amministratore che si trovi in tale situazione di decidere autonomamente se e in che misura attuare il progetto dello *sponsor*[1030], salvi ovviamente specifici vincoli contrattuali. Tuttavia, vi sono comprensibili ragioni fattuali per ritenere che la designazione in consiglio sia *ab origine* funzionale alla profittevole realizzazione dell'investimento e tutt'altro che incidentale: oltretutto,

singoli amministratori è espressione di un orientamento sistematico generale (per tutti, cfr. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, op. cit., p. 162: la responsabilità degli amministratori è una responsabilità da inadempimento dell'obbligo di diligenza loro richiesto, alla quale si applicano i principi generali che regola gli inadempimenti contrattuali); a maggior ragione dopo la riforma, giacché il legislatore ha dichiaratamente cercato di dissipare il rischio che l'estensione di tale responsabilità sconfinasse di fatto in una sorta di responsabilità oggettiva (su tutti, attraverso l'eliminazione dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione).

[1028] Cfr. COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors*, op. cit., p. 403, che riporta come in quasi il 70% di tutte le campagne attiviste osservate nel periodo 2000-2015 il gruppo di amministratori designati dagli attivisti sia composto da un «*activist employee*» (con un numero medio di componenti di tale gruppo pari a 1,76). Inoltre, numerosi studi prevedono, e auspicano, un crescente successo di tale modello nel prossimo futuro (cfr., ad esempio, MILLSTEIN, *The Activist Director*, op. cit., *passim*; KASTIEL, NILI, *"Captured Boards"*, op. cit., p. 39 e ss.; GILSON, GORDON, *Board 3.0.*, op. cit., p. 358 e ss.).

[1029] Da un'analisi esclusivamente episodica, considerato anche il limitatissimo numero di osservazioni disponibili, sembra che, per il momento, nelle campagne attiviste sulle società italiane sia prevalente la nomina di soggetti esterni e indipendenti (e dunque il modello descritto più avanti *sub* (*ii*)). Ad esempio, nella campagna condotta da Elliott su Telecom Italia (considerata un po' la "madre" di tutte le campagne attiviste italiane, per peculiarità dell'operazione e rilevanza della *target*) nessuno degli amministratori designati dal fondo e nominati a seguito del voto riveste anche una posizione presso quest'ultimo. Per una possibile spiegazione si veda *infra*, nota 1039.

[1030] Si intende semplicemente dire, in altri termini, che allo stato né l'ordinamento positivo né l'interpretazione giurisprudenziale e dottrinale riconoscono uno specifico dovere dell'amministratore designato di attuare l'interesse dell'azionista designante.

l'amministratore designato gode di incentivi ulteriori orientati in tal senso[1031]. Si è già visto che la possibilità di avvalersi di uno o più *insider* nel consiglio della *target* è fondamentale per i fondi per perseguire la propria strategia. Questo è ancor più vero nelle ipotesi "patologiche", in cui tale strategia sia orientata a conseguire un vantaggio individuale, a scapito dell'interesse dell'emittente o degli altri azionisti: ipotesi sulle quali ci si deve concentrare ora.

L'assunto di base è che in uno scenario "ordinario" in cui gli attivisti non abbiano rappresentanza in c.d.a. la semplice minaccia esterna esercitata dai primi non è di per sé sufficiente a spingere il *board* a intraprendere azioni contro gli interessi dell'emittente e a vantaggio di questi. Non foss'altro perché manca una prospettiva concreta di profitto che possa (più che) bilanciare le conseguenze negative che deriverebbero loro dalla violazione dei propri doveri fiduciari. Diversamente accade, invece, per i *principal* dei fondi nominati quali amministratori designati, i quali possono avere un incentivo a compiere azioni di "sabotaggio" all'interno del consiglio e, grazie al ruolo formale di cui sono investiti, farlo silenziosamente.

Ipotesi di questo tipo sono documentate dalla casistica giurisprudenziale americana soprattutto nel contesto di operazioni di trasferimento del controllo o dell'intero capitale della società, rispetto alle quali gli attivisti abbiano un interesse a una vendita immediata a sconto. Tipicamente, gli amministratori designati riescono, in virtù della loro esperienza professionale e del potere di persuasione che possono esercitare, a farsi nominare nel comitato speciale incaricato delle trattative e di manipolarne il lavoro, in modo da poter presentare al consiglio e quindi agli azionisti chiamati a votare l'operazione informazioni tendenziose (in alcuni casi anche false) che spingano verso l'approvazione dell'operazione a un prezzo in realtà più basso del *fair value*[1032]. Sebbene episodi di questo tipo non siano ancora stati documentati nella casistica italiana, è facile intravedere come l'asimmetria informativa creata da questo tipo di iniziative possa avere in prospettiva un impatto analogo, se non maggiore, nel contesto delle società quotate italiane, stante l'elevato potere attribuito agli azionisti nelle operazioni straordinarie[1033] e, al tempo stesso, l'inevitabile dipendenza informativa rispetto all'organo amministrativo.

Condotte del tipo appena descritto appaiono, anche *prima facie*, meritevoli di sanzione, in quanto comportano un'evidente violazione del dovere di lealtà, là dove in concreto sia dimostrato

---

[1031] Si veda *supra*, note 941 e ss. e nel testo corrispondente.

[1032] Un decorso "tipico" di questo genere è quello riportato nel caso *In re Dole Food Co.*, op. cit.: qui gli amministratori designati dall'offerente (già precedentemente titolare del 40% del capitale) inducevano il *board* e gli azionisti ad approvare l'operazione a un prezzo inferiore rispetto al *fair value* tramite una serie di false rappresentazioni circa le prospettive reddituali della società, che al tempo stesso venivano invece riportate correttamente ai *financial advisor* e alle banche finanziatrici dell'operazione, nonché attraverso una serie di iniziative (tra cui l'immotivata cancellazione di un piano di riacquisto azioni precedentemente approvato) artatamente volte a indurre gli azionisti diffusi a vendere all'azionista offerente.

[1033] Infatti, diversamente dal nostro ordinamento, in cui tutte le operazioni straordinarie che coinvolgono il capitale dell'emittente sono in ultima istanza approvate dall'assemblea, negli Stati Uniti il voto della maggioranza degli azionisti (o di quelli disinteressati, nell'ipotesi in cui l'offerente sia già azionista) costituisce solamente un "onere" per l'offerente, qualora desideri procedere alla vendita tramite il procedimento semplificato della c.d. "*one-step merger*", cioè senza passare per una preventiva offerta pubblica (cfr., ad esempio, WACHTELL LIPTON ROSEN & KATZ, *Takeover Law and Practice*, New York, 2019, p. 68).

l'effettivo danno per l'emittente. Tuttavia, contro tale conclusione potrebbero essere sollevati almeno due ordini di obiezioni, che cercherò di affrontare qui di seguito.

Una prima obiezione che si pone è che nelle ipotesi sopra illustrate l'amministratore designato, pur nella sua unitaria individualità, opera sotto due diverse vesti formali (di amministratore dell'emittente e di *principal* del fondo), che devono essere tenute distinte anche ai fini di disciplina: al punto che le condotte compiute nell'esercizio di un ruolo non dovrebbero essere considerate nella valutazione della responsabilità secondo le regole che governano l'altro ruolo. Ciò non toglie che, anche seguendo tale ragionamento, l'eventuale condotta antigiuridica e dannosa compiuta nella veste di fiduciario dell'azionista potrebbe comunque essere sanzionata civilmente sotto il profilo della responsabilità extra-contrattuale, ove rechi danno per la società, ma al tempo stesso implicherebbe un aggravio in termini di onere probatorio in capo a quest'ultima. L'obiezione mi pare eccessivamente formalistica. In fin dei conti, come sottolineato da attenta giurisprudenza, l'amministratore designato, in quanto essere umano, ha pur sempre un solo cervello («*has only one brain*»)[1034]: pertanto, è ragionevole presumere che, nel comunicare le informazioni, egli abbia una sufficiente comprensione dello scopo per il quale verranno utilizzate dallo *sponsor*, considerato oltretutto che, per ipotesi, è uno dei soggetti che ne dirige le operazioni. Tale conclusione mi pare altresì coerente con lo *standard* di diligenza richiesto dall'art. 2392, comma 1, c.c., che deve tenere conto anche delle «specifiche competenze» personali dell'amministratore, che nel caso di specie sono di norma altamente sofisticate[1035].

Una seconda, forse più incisiva, obiezione potrebbe essere la seguente: in un decorso causale come quello sopra rappresentato, la condotta consistente nel comunicare selettivamente al fondo le informazioni necessarie per la programmazione della strategia attivista, se da un lato può risultare decisiva nella determinazione causale dell'effetto finale, non è invece del tutto chiaro se abbia una rilevanza *autonoma* sotto il profilo della responsabilità. In altri termini, rimane il dubbio se l'amministratore sarebbe stato punibile anche qualora si fosse limitato a tale condotta, senza poi interferire con lo svolgimento dell'operazione, fermo restando un esito finale invariato (*e.g.* la valorizzazione delle azioni a un prezzo inferiore al *fair value*). In concreto, l'importanza della questione potrebbe essere ridimensionata in ragione del fatto che il momento della *disclosure* rappresenta il tassello preliminare di un procedimento che, là dove assume i tratti patologici sopra descritti, si configura come sostanzialmente "tipico", in quanto, come visto, riflette una strategia che nella prassi degli investitori attivisti è sostanzialmente standardizzata.

Ciò nonostante, non è peregrino né privo di rilievo pratico, oltre che teorico, chiedersi come debba essere trattata, sotto il profilo della responsabilità, tale condotta ove considerata autonomamente. Se non altro perché, come vedremo, si tratta di un'eventualità che può concretamente verificarsi, sebbene probabilmente con minore frequenza. Inoltre, la possibilità per l'amministratore di distinguere *ex ante* le singole condotte lecite da quelle illecite rappresenta un elemento fondamentale per fornire un'adeguata certezza del diritto ai gestori dell'impresa.

Una fattispecie emblematica in tal senso è quella che, ad esempio, si può rinvenire nella

---

[1034] *In re Dole Food Co.*, op. cit.

[1035] Sull'argomento si tornerà anche *infra*, in particolare nota 1045 e nel testo.

vicenda di Stobart Group, recentemente oggetto di giudizio da parte della *High Court* britannica[1036]. In questo caso, un azionista rilevante nonché amministratore non esecutivo della società (che aveva rivestito anche il ruolo di CEO, ma era stato poi rimosso dal *board* precedentemente ai fatti di causa) aveva diffuso ad alcuni altri azionisti-attivisti, senza informare il *board*, informazioni a lui note esclusivamente in virtù della carica di amministratore, relative a presunti errori gestori compiuti dal *Chairman*. Il tutto al fine di provocare una contesa per il controllo della società da parte degli attivisti e, in ultima istanza, ottenere la rimozione del Presidente e assicurarsi la permanenza in consiglio e così facendo proteggere i propri interessi (*in primis*, un incremento della propria remunerazione) [1037]. La condotta dell'amministratore Tinkler, identificata dalla Corte come «*briefing against the board*» non si è estesa, diversamente dalle fattispecie sopra riportate, a comportamenti ulteriori (per lo meno, non rilevanti) rispetto alla citata *disclosure*. Tuttavia, le modalità e le circostanze concrete in cui è avvenuto suggeriscono che l'effetto ultimo (*i.e.* convincere gli altri attivisti a intraprendere una campagna ostile contro la società e rimuovere il Presidente) fosse senz'altro contemplato, e anzi desiderato, da parte dell'amministratore, nonostante ciò sia stato possibile soltanto attraverso l'azione di soggetti terzi e indipendenti da quest'ultimo.

Tali osservazioni, così come l'analisi della vicenda illustrata, pongono in risalto la necessità di determinare l'importanza da attribuire all'elemento della prevedibilità dell'effetto (il fine cui è rivolto l'utilizzo dell'informazione e i suoi effetti economico-pratici sull'emittente) rispetto alla condotta dell'amministratore (la *disclosure*), il quale assurge addirittura a requisito fondamentale per l'affermazione della responsabilità nelle ipotesi in cui l'azione che segue la *disclosure* non sia portata avanti in prima persona dall'amministratore.

(b) L'amministratore designato è un soggetto esterno allo sponsor

E' possibile che in altri casi i fondi preferiscano, per svariate ragioni[1038], designare soggetti esterni quali amministratori di fiducia presso la *target*. Di fatto, essi godono di una maggiore indipendenza di giudizio nelle scelte gestionali che compiono, sebbene siano spesso incentivati, anche tramite meccanismi di compensazione, ad allineare la propria azione agli interessi dei relativi *sponsor*. Conseguentemente, il loro coinvolgimento nella strategia attivista può essere, anche per la loro volontà di difendere la propria reputazione sul mercato[1039], più contenuto, limitandosi ad esempio

[1036] Cfr. *Stobart Group v. Tinkler* ([2019] EWHC 258 (Comm)), i cui fatti di controversia sono illustrati sinteticamente anche da PASSADOR, *Una sentenza della* High Court *in tema di dialogo tra* directors *e* shareholders, in *Riv. soc.*, 2019, p. 906 e ss.

[1037] *Stobart Group v. Tinkler*, op. cit., §29.

[1038] Si veda *supra*, nota 1029 e nel testo.

[1039] Una delle ragioni fondamentali è di natura strategica: poiché gli attivisti non godono, a prescindere, di buona reputazione nei *board* delle società che scelgono come bersaglio, essi tendono a trovare grande resistenza nei consigli in cui vengono eletti, il che in ultima istanza gioca contro i loro medesimi interessi, riducendone l'influenza (cfr. NILI, *Servants of Two Masters*, op. cit., p. 522: «*[s]ince most activist campaigns are met with resistance from the company and the incumbent board, unaffiliated directors will have to endure a potentially unpleasant proxy fight, and even if elected, which is far from a sure thing, they would have to enter a board where they are not wanted and then try to shake things up*»).

alla comunicazione di informazioni, senza prestarsi a dare attuazione alle ulteriori mosse che ne possono scaturire. Questo certamente limita le opzioni a disposizione del fondo, che non può contare sull'ulteriore preziosa opera dell'*insider* sopra descritto. Tuttavia, le informazioni ricevute possono comunque avere valore di per sé ed essere sfruttate direttamente dall'emittente: sia tramite operazioni di mercato, nei limiti consentiti dalla normativa *market abuse* (quindi, ad esempio, per compiere operazioni su altre società in qualche modo interessate dalla *performance* della *target*), sia, soprattutto, per intraprendere iniziative ulteriori e più incisive sulla medesima[1040], come nel caso di Stobart Group.

In questi casi è più complicato definire l'ambito di responsabilità dell'amministratore designato che si limiti soltanto a fare *selective disclosure*. Per evitare di cadere in una forma di responsabilità sostanzialmente oggettiva, la soluzione più equilibrata pare, come accennato, quella fondata su un criterio di prevedibilità. Al tempo stesso, se si vuole evitare un facile aggiramento della responsabilità tramite semplici passaggi di mano dell'informazione (molto banalmente, tra i diversi *officer* del fondo), è necessario che tale criterio tenga conto non solo degli effetti previsti ma anche di quelli prevedibili, coerentemente con lo *standard* di diligenza qualificato cui sono tenuti gli amministratori. Fermo restando che l'indagine richiesta è inevitabilmente *fact-intensive*, e quindi dovrà essere compiuta caso per caso, è possibile evidenziare alcune linee guida fondamentali, che possono aiutare a delineare con maggiore precisione la soglia di ciò che, almeno in via generale, deve considerarsi o meno prevedibile.

Un primo criterio è legato alla circostanza che l'amministratore designato tragga (o meno) un profitto personale dalla condotta dello *sponsor* propiziata o agevolata dalla *selective disclosure*. Tale profitto sarà tipicamente indiretto, quale effetto dell'esistenza di accordi di *golden leash* o simili: approssimativamente, esso si identificherà con l'incremento di remunerazione corrispondente alla maggiore valorizzazione dell'investimento del fondo conseguita grazie all'uso delle informazioni condivise. L'esistenza di tali accordi non è di per sé sufficiente per pretendere in via assoluta che l'amministratore designato conosca in anticipo quale utilizzo farà il proprio *sponsor* delle informazioni. Tuttavia, va detto che tali accordi disciplinano in dettaglio le condizioni e i *target* da raggiungere per far scattare l'incremento di remunerazione variabile. Per cui si può ritenere che gli amministratori designati siano in grado, anche alla luce dell'esperienza qualificata che li connota, di prevedere se e in che modo una determinata condotta può facilitare o meno il conseguimento di tali obiettivi. Conseguentemente, si può anche presumere (in termini relativi) che, nell'ipotesi in cui gli eventi dedotti in condizione si siano verificati a seguito della *disclosure*, l'amministratore fosse in grado di prevedere *ex ante* non soltanto che la sua condotta gli avrebbe favoriti ma anche per quali ragioni. In altri termini, egli era in grado di inferire, con il grado di ragionevolezza tipico delle decisioni economiche prese sotto incertezza. Tra l'altro, se così non fosse – cioè se l'amministratore designato non fosse in grado di discernere razionalmente le condotte che ne aumentano le *chance* di conseguire un incremento di remunerazione – accordi come quello di *golden leash* non troverebbero una giustificazione economica.

[1040] In proposito occorre ricordare che, nell'economia complessiva di una strategia attivista, il reperimento di informazioni private presso l'emittente, in particolare proprio tramite i *board delegate*, costituisce una fase fondamentale nella pianificazione dei passi successivi: in proposito si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 3.2.

Diversamente, può accadere che le informazioni comunicate dall'amministratore allo *sponsor* consentano a quest'ultimo di trarre un profitto, a danno dell'emittente, senza però che l'amministratore ne tragga un profitto di qualsiasi tipo. È questo il caso, ad esempio, degli amministratori esterni che non abbiano alcun accordo con i fondi in merito alla loro remunerazione *extra*. L'ipotesi è tutt'altro che di scuola, soprattutto in Italia, dove tali accordi non si sono ancora affermati come prassi di mercato, anche per una presenza meno strutturata dei fondi attivisti internazionali. In queste ipotesi una *rule of thumb* generale impone di non comunicare informazioni a soggetti, inclusi gli azionisti, che siano ostili verso l'emittente[1041] o, più correttamente, che sia *ragionevolmente prevedibile*, alla luce delle circostanze contingenti, che sfrutteranno tali informazioni per scopi ostili all'emittente. Da ciò scaturiscono due ulteriori interrogativi: (*i*) quando l'azionista, o il suo operato, possa definirsi ostile nei confronti della società, e (*ii*) fino a che punto l'amministratore designato sia tenuto a informarsi in merito alle strategie del proprio *sponsor* (o, detto in altri termini, fino a che punto è *ragionevole* che gli sia chiesto di prevedere?).

Con riferimento al primo quesito, la risposta dipende, ancora una volta, dalla possibilità di qualificare l'interesse del singolo azionista come coerente o meno con l'interesse sociale. Sebbene tale valutazione, come si è visto, possa variare anche significativamente nel tempo, a seconda della nozione che si identifica con il secondo parametro, essa è tendenzialmente costante e generalmente prevedibile in un dato momento storico, e sarà effettuata sulla base del paradigma di tempo in tempo prevalente[1042]. Ad esempio, mi pare condivisibile ritenere che, in uno scenario in cui l'interesse sociale tende ancora ad essere identificato prevalentemente con la valorizzazione del valore azionario nel lungo periodo[1043], debba essere considerata ostile la condotta del fondo attivista sopra esaminata[1044], cioè quella volta a determinare il trasferimento del controllo della società a un prezzo inferiore al *fair value*.

Quanto al secondo quesito, la risposta dipende dall'ambito in cui si circoscrive la diligenza dell'amministratore designato rispetto alle condotte che non ineriscono direttamente l'emittente, considerato anche che, per ipotesi, detiene una posizione esterna al fondo. Il riferimento non può quindi che essere, nuovamente, alla norma che definisce lo *standard* di diligenza degli amministratori sulla base delle «specifiche competenze» possedute. In particolare, è opinione ormai condivisa che tale parametro tenga conto anche delle competenze che *ciascun* amministratore singolarmente possiede, alla luce della sua formazione professionale e del suo *background* esperienziale[1045]. Ciò

[1041] E' questo il principio di diritto enunciato in *Henshaw v. Am. Cement Corp.*, op. cit., 130, secondo cui se l'amministratore «*abuse his position as a director and make information available to persons hostile to the Corporation or otherwise not entitled to it […] does violate his fiduciary duty in this regard, then the Corporation has its remedy in the courts*».

[1042] Per una trattazione approfondita sull'argomento, con specifico riferimento al tema delle comunicazioni selettive non può che farsi rinvio al precedente capitolo secondo.

[1043] Si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 5.4.

[1044] Si veda *supra*, nota 1032 e nel testo.

[1045] È infatti opinione prevalente che le competenze cui fa riferimento la norma debbano intendersi nel senso di capacità e conoscenze particolari e che tale parametro sia quindi potenzialmente variabile con riferimento a ciascun *singolo* amministratore, alla luce del "bagaglio" di conoscenze e cognizioni di cui è specificamente munito rispetto agli altri (cfr., tra i molti, GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto civile e diritto pubblico dell'economia*,

significa che, con riferimento al profilo dell'amminsitratore "tipo" scelto dai fondi tra soggetti esterni, si dovrà tenere conto, a titolo meramente esemplificativo, delle seguenti circostanze: (*i*) l'aver rivestito ruoli analoghi in altre società e l'aver maturato eventuale esperienza pregressa in operazioni similari; (*ii*) la conoscenza generale del settore del *private equity* e degli *hedge fund* e del modo in cui operano tali investitori; (*iii*) la conoscenza delle regole e dei principi definiti dalla giurisprudenza per situazioni siffatte (tale aspetto vale forse al momento più per gli ordinamenti anglosassoni che nel nostro, dove il fenomeno è ancora quasi totalmente non regolato dalle Corti), specie nel caso di soggetti con una formazione giuridico-economica. Inoltre, dovrà tenersi conto di tutti quegli indizi specifici che, visti alla luce delle predette conoscenze ed esperienze, possono far ragionevolmente inferire il comportamento che i fondi intendono adottare. Tali considerazioni, che possono sembrare *prima facie* ancora troppo generiche, acquistano in realtà sufficiente concretezza se si tiene a mente, per l'appunto, che le dinamiche del settore seguono per lo più tendenze e *modus operandi* consolidati e omogenei, per lo meno con riferimento a un dato momento storico.

In conclusione, un controllo giudiziale postumo delle comunicazioni selettive è, in principio, compatibile con il nostro ordinamento societario ma richiede alcuni aggiustamenti, soprattutto al fine di evitare il rischio di porre in capo all'amministratore una responsabilità sostanzialmente oggettiva. Ciò è meno rilevante nelle ipotesi in cui l'amministratore designato rivesta anche un ruolo stabile presso lo *sponsor* e la *disclosure* si cumuli ad altre attività compiute per conseguire un vantaggio a favore di quest'ultimo e a danno dell'emittente. Per contro, nelle ipotesi in cui l'amministratore designato si limiti a fare *disclosure* allo *sponsor*, l'utilizzo delle informazioni da parte di quest'ultimo, e soprattutto gli effetti di ciò, saranno imputabili al primo soltanto se ragionevolmente prevedibili, nei termini qui sopra indicati. Resta comunque il fatto che tale prevedibilità, per quanto possa essere ancorata ad alcuni criteri e presunzioni, non può prescindere, in ultima istanza, da una valutazione concreta caso per caso.

7. Profili di responsabilità solidale del consiglio nell'ipotesi di comunicazioni selettive effettuate dal singolo amministratore

Esaminata la posizione del singolo amministratore che comunica selettivamente, occorre valutare se, e nel caso quando, l'azione di questi possa ripercuotersi anche sull'intero consiglio, in termini di responsabilità solidale. La questione è altrettanto delicata. Escludendo altre ipotesi, che

---

diretto da Galgano, vol. 29, Padova, 2003, p. 278; SANDULLI, *Art. 2392*, in *La riforma delle società, Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, vol. 2, t. I, Torino, 2003, p. 473; DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 647 e ss.; DE NICOLA, *Art. 2392*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005, p. 557 e ss.; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, op. cit. p. 839; AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. 4, t. I, Padova, 2010, p. 661 e ss.; PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e* business judgment rule, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1170; BRIOLINI, *Art. 2392*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, t. I, Milano, 2016, p. 1386).

assumono pressoché i caratteri del caso di scuola, mi riferisco sostanzialmente alla situazione in cui – in via di mera ipotesi di lavoro – siano compresenti i seguenti fattori: (*i*) uno o più amministratori (*e.g.* il/i *constituency director*) abbiano comunicato selettivamente con il proprio azionista di riferimento, al fine di discutere con esso l'operazione che dovrà essere deliberata; (*ii*) l'azionista in questione abbia un interesse proprio nell'operazione, confliggente con l'interesse sociale, e di tale interesse siano rappresentanti e portatori, in concreto, gli amministratori designati; (*iii*) il consiglio abbia successivamente deliberato l'operazione nel senso desiderato dal predetto azionista. Senza pretesa di esaustività, mi pare che all'interno di tale scenario-tipo si possano isolare alcune sotto-ipotesi, particolarmente significative.

(i) L'amministratore non ha comunicato l'interesse di cui è portatore. Si badi che l'interesse oggetto della comunicazione dovuta in questa ipotesi, ai sensi dell'art. 2391, comma 1, c.c. non sarà, coerentemente con quanto sostenuto in precedenza[1046], l'esistenza *di per sé* di un rapporto fiduciario o simile (*e.g.* un accordo di *golden leash*), derivante dall'affiliazione a uno specifico azionista, bensì il fatto che tale azionista sia portatore di un interesse rispetto alla *specifica operazione* e che l'amministratore decida di farsene rappresentante. In questo caso, al singolo amministratore sarà senz'altro applicabile, quanto meno, la responsabilità di cui all'art. 2391, comma 4, c.c.[1047] Tale circostanza non esclude, però, *di per sé* l'eventualità di una responsabilità solidale anche degli (o di alcuni degli) altri amministratori non interessati, la quale deve misurarsi a fronte del dovere di vigilanza che la legge comunque assegna, pur entro limiti ora molto più angusti, a ciascun amministratore[1048].

Ciò vale in particolare nel caso di specie, dal momento che le condotte in esame non sono necessariamente ascrivibili agli organi delegati, rispetto all'azione dei quali opera un regime di maggior favore, in termini di responsabilità, per gli altri amministratori (*ex* art. 2392, comma 1, ult. parte, c.c.). Infatti, è ben possibile, come si è visto, che l'amministratore che comunica sia anzi un amministratore di minoranza, privo di qualsiasi attribuzione o funzione esecutiva. Pertanto, sorge l'esigenza di comprendere quando la condotta individuale in questione possa far sorgere eventualmente anche la responsabilità degli altri consiglieri. La risposta dipende da alcune circostanze

---

[1046] Si veda *supra*, paragrafo 3.3.

[1047] Sul punto, si veda *supra*, in questo stesso paragrafo.

[1048] Da un lato, infatti, la Riforma ha abrogato l'obbligo di «vigilanza sul generale andamento della gestione» posto a capo di tutti gli amministratori, esecutivi e non (art. 2392, comma 2, nella versione precedente), poiché nell'esperienza applicativa aveva favorito indebite estensioni della responsabilità solidale, di fatto trasformandola in responsabilità oggettiva (cfr. Relazione al D.Lgs. 19 gennaio 2003, n. 3, §6.III.4). Ciò in quanto, in virtù di tale formulazione, agli amministratori veniva richiesta una «costante, impossibile vigilanza su tutti gli atti della società» (TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012, p. 256). Dall'altro lato, la nuova disciplina, delineata in particolare dal combinato disposto degli artt. 2381, commi 3 e 6, c.c. e 2392, comma 2, c.c., prevede comunque, a determinate condizioni, una *culpa in vigilando* a carico dei consiglieri non esecutivi (cfr., per i molti, BRIOLINI, *Art. 2392*, op. cit., p. 1394 e ss.: senza che però ciò possa condurre a un ripristino della precedente responsabilità, il che tradirebbe l'intento palese del legislatore della Riforma). In particolare, l'obbligo di vigilanza dell'amministratore si esplica, nel contesto post-riforma, soprattutto attraverso un'attività di controllo sulle informazioni fornite al consiglio (cfr., ad esempio, MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, p. 850 e ss.).

concrete: in particolare, a seconda del soggetto che agisce, dell'*iter* decisionale seguito e dall'influenza che possono esercitare gli amministratori interessati.

(A) Decisione non inficiata dalla presenza dell'amministratore interessato. È possibile che la decisione finale raggiunta dal consiglio sia casualmente coincidente con l'esito desiderato dall'azionista interessato ma che a ciò non abbia in alcun modo concorso, neppure in termini di mera persuasione, il suo amministratore designato: premesso che è sempre difficile provare tale circostanza in concreto, ciò potrebbe trasparire dal fatto che le motivazioni dichiarate alla base della deliberazione siano completamente diverse da quelle che muovono l'azionista in questione. A titolo puramente esemplificativo, si potrebbe immaginare il caso in cui la società deliberi la cessione di un ramo di azienda che ha perso rilevanza strategica, ma che ciò sia anche in linea con i desideri dei fondi attivisti che vedono in tale evento l'opportunità di distribuire un dividendo *extra* grazie ai proventi della vendita. In questa ipotesi, l'amministratore designato non concorre in maniera decisiva all'assunzione della deliberazione con il proprio voto, ma neppure con la propria attività di *advocacy*.

Pertanto non ci sono le circostanze per configurare, a mio giudizio, alcuna violazione in capo agli altri membri del consiglio. Tra l'altro, è agevole constatare che in questi casi non si pone realmente un conflitto tra l'interesse particolare dell'azionista e l'interesse sociale, se non quanto ai motivi, che in questa sede possiamo però considerare giuridicamente irrilevanti: ciò, per lo meno, se si condivide l'opinione, sopra sostenuta, secondo cui l'amministratore designato non è portatore per ciò soltanto di un conflitto di interessi immanente.

(B) Decisione inficiata dalla presenza dell'amministratore designato, ma voto non strettamente decisivo. È questa l'ipotesi in concreto più frequente nei casi in cui l'amministratore interessato (o gli amministratori interessati) siano quelli nominati dalle minoranze attiviste. Di norma, infatti, il loro voto non è decisivo da un punto di vista strettamente aritmetico; tuttavia, è possibile che, attraverso dinamiche particolari, essi si trovino nella situazione di poter persuadere altri membri del consiglio, specie se a loro volta non affiliati a un azionista di riferimento e/o indipendenti, portandoli dalla loro parte[1049]. Ciò può accadere, ad esempio, quando essi si trovino in maggioranza all'interno di comitati speciali istituti per la gestione di specifiche operazioni straordinarie, oppure quando siano in possesso di informazioni ottenute dai propri *sponsor* essenziali per la "corretta" valutazione dell'operazione, di cui però tengano all'oscuro il resto del consiglio. Le comunicazioni selettive con lo *sponsor* rappresentano qui un presupposto di fatto per il verificarsi di tali circostanze[1050]. Il giudizio sulla responsabilità solidale del consiglio deve essere in questo caso più

[1049] La differenza tra attività di *advocacy* e azione diretta, in particolare mediante il voto, dei c.d. *representative director* (o *constituency director*) ricorre già da parecchi anni nella letteratura americana (cfr., ad esempio, MOSCOW, *The Representative Director*, op. cit., p. 12; HINSEY, *The Constituency Director*, op. cit.). Tale differenza rileva, soprattutto, a fini di disciplina: mentre, da un lato, è accettabile che tali soggetti «*advocate their sponsors' parochial interests during boardroom deliberations*» (in questo senso anche la decisione in *Wolfson v. Avery*, 6 Ill. 2d. 78, 126 N.E. 2d 701 (1955), adottata sulla base della *statutory law* dello Stato dell'Illinois), siffatta concessione non deve estendersi al voto in sede deliberativa.

[1050] Particolarmente esemplificativi mi paiono in tal senso i fatti relativi alla vicenda decisa da *In re PLX Tech.*, op. cit., in cui la Corte ha ritenuto che l'«*informational vacuum*» creato dagli amministratori designati dal fondo attivista avesse di fatto comportato una violazione da parte di tutti i membri del *board* di una violazione del *duty of care*: di tale

attento, soprattutto se, come per lo più accade, gli amministratori designati non rivestono incarichi esecutivi (e dunque non opera, a favore degli altri membri del consiglio, l'eccezione di cui all'art. 2392, comma 1, ult. parte, c.c.).

Occorre osservare che secondo parte della dottrina la responsabilità solidale degli amministratori non sussiste, dopo la Riforma, nell'ipotesi in cui gli obblighi violati riguardino in concreto soltanto alcuni amministratori, come proprio nel caso di amministratore interessato in una determinata operazione[1051]. Ciò discende soprattutto dalla volontà di evitare che il dovere di agire informato degli amministratori si estenda oltre misura, al di fuori di quanto richiesto dall'art. 2381, comma 6, c.c., fino ad assumere una connotazione di fatto oggettiva. Detto altrimenti, a fronte del mancato adempimento degli obblighi di trasparenza di cui all'art. 2391, comma 1, c.c. da parte dell'amministratore interessato, non potrebbe richiedersi agli altri consiglieri di prevenire l'eventuale danno cagionato dalla condotta di quest'ultimo: ciò equivarrebbe, infatti, a richiedere loro l'obbligo di essere informati su tale conflitto, sebbene in concreto essi possano non avere modo di farlo applicando lo *standard* di diligenza richiesto.

Tale principio, condivisibile in linea generale, non deve tuttavia essere applicato, a mio modo di vedere, in maniera granitica in tutte le situazioni. Infatti, ben possono verificarsi casi in cui gli amministratori sono ragionevolmente tenuti a sospettare dell'esistenza di un conflitto di interesse in capo a un amministratore, ad esempio in presenza di particolari indici concreti (tenuto conto delle prassi di mercato, l'esperienza delle quali certamente può rientrare tra le «specifiche competenze» che sono espressamente tenuti a mettere in gioco): in queste ipotesi, lo *standard* di condotta previsto dall'art. 2381, comma 6, c.c. può imporre loro di indagare ulteriormente, pur nei limiti delle forme ivi consentite, sul punto, anche in assenza di *disclosure* da parte dell'interessato.

Infatti, se è vero che il dovere di attivarsi *ex* art. 2392, comma 2, c.c. sembra essere collegato alla *conoscenza*[1052] di fatti pregiudizievoli, è altrettanto vero che nel dovere di agire con la dovuta cura rientra senz'altro quello di valutare la completezza delle informazioni a disposizione[1053] e, nel caso del Presidente e degli organi delegati, di fare in modo che siano debitamente integrate[1054]: ciò

---

violazione gli altri amministratori rispondono nonostante non possano dirsi responsabili «*in any morally culpable sense*», dal momento che viene meno il presupposto oggettivo dell'agire informato che, tra gli altri, legittima l'applicazione della *business judgement rule*.

[1051] Cfr., in particolare, BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma*, op. cit., p. 188-89; SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, vol. 2, Torino, 2013, p. 477, nota 285.

[1052] Cfr. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni*, op. cit., p. 71-74: l'Autore pone in evidenza la differenza, in termini di disciplina, civilistica e non solo, tra il caso in cui i segnali di allarme facciano sorgere il «sospetto» e quello in cui determinino una «conoscenza» di un fatto illecito compiuto da altri esponenti aziendali.

[1053] Cfr., per i molti, ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione*, op. cit., p. 330 e ss.; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, op. cit., p. 850 e ss.; BARACHINI, *Art. 2381*, op. cit., p. 1210-12; BRIOLINI, *Art. 2392*, op. cit., p. 1396: l'art. 2381, comma 6, c.c. infatti richiede agli amministratori deleganti un'attività di analisi e valutazione *critica* delle informazioni ricevute dagli organi delegati, o comunque messe a disposizione del consiglio secondo i flussi informativi predisposti dal modello legale.

[1054] Nel caso del Presidente, si tratta di un'obbligazione di mezzi, non di risultato, e in particolare di un'obbligazione di «far fare» (c.d. indiretta): tuttavia, non si deve dubitare del fatto che la responsabilità di mettere a disposizione dell'intero consiglio le informazioni necessarie per un «agire informato» ricada, in primo luogo, su tale figura (cfr., ad esempio, MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, op. cit., p. 842, secondo il quale si tratta di un dovere

per lo meno nel caso in cui le informazioni decisive, non condivise dall'amministratore designato, *possano* essere reperibili *aliunde* con la diligenza richiesta in base alla natura dell'incarico e alle specifiche competenze, nonché al ruolo o alla funzione rivestita[1055]. Nel corso del tempo, la giurisprudenza, in particolare penalistica, ha individuato una serie di atti e fatti che ragionevolmente devono far sorgere un sospetto negli amministratori non delegati, in particolare del Presidente, ove diventino di loro conoscenza per qualsiasi mezzo (c.d. segnali d'allarme o *red flag*), in presenza dei quali sorge l'obbligo di informarsi *ex* art. 2381, comma 6, c.c.[1056]

Seguendo tale linea argomentativa, si potrebbe anche sostenere che, in presenza di amministratori la cui designazione da parte di particolari azionisti sia in astratto nota (come dovrebbe fisiologicamente essere), la diligenza richiesta «in base alle specifiche conoscenze» con cui gli amministratori devono valutare con sospetto la situazione in esame debba essere maggiore di fronte alla nota propensione di tali soggetti a essere portatori di interessi particolari, per lo meno con riferimento a determinate tipologie di operazioni, secondo un *id quod plerumque accidit* da parametrarsi sulla prassi dei mercati[1057].

Un secondo profilo da cui può discendere la responsabilità collegiale di tutti gli amministratori riguarda poi, in questi casi, la predisposizione di assetti organizzativi idonei alla gestione dei flussi informativi verso gli azionisti, cui si accennerà nel prossimo paragrafo[1058].

(C) Decisione inficiata dalla presenza dell'amministratore designato, con voto decisivo. Si tratta tendenzialmente dell'ipotesi in cui gli amministratori interessati dalla decisione siano quelli "affiliati" all'azionista o alla coalizione di controllo. In questo caso, la deliberazione sarà inficiata in maniera decisiva dal conflitto, con conseguente annullabilità *ex* art. 2391, comma 3, c.c., in aggiunta alla responsabilità degli amministratori agenti.

Quanto alla responsabilità degli amministratori non esecutivi, particolare enfasi viene posta, generalmente, sul ruolo informativo, e sulle responsabilità, del Presidente, cui compete il dovere di attivarsi in prima battuta, giusta il disposto dell'art. 2381, comma 1, c.c.[1059]: nella fattispecie specifica qui in esame, però, è verosimile immaginare che il Presidente sia espressione del gruppo di controllo, come spesso accade, e dunque possa essere eventualmente afflitto da quel conflitto che

---

specifico che, in caso di mancato adempimento, configura in capo allo stesso una «specifica responsabilità» di natura contrattuale).

[1055] Cfr., per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, 9 ed., Torino, 2015, p. 383 e in nota 71, secondo il quale, in base alla nuova disciplina post-Riforma, ciascun amministratore ha il potere-dovere di sollecitare informazioni e chiarimenti agli organi delegati, nonché di verificare con diligenza se vi sia ragione di sospettare che le informazioni ricevute siano incomplete o inattendibili. Tale orientamento risulta oggi prevalente sia sull'opinione secondo cui gli amministratori senza delega devono esercitare le loro prerogative esclusivamente sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati, sia su quella opposta che ritiene che permanga, anche dopo la Riforma, un dovere generale di vigilanza sulla gestione. Dello stesso avviso, tra i molti, BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni*, op. cit., p. 118-119 (il quale precisa che le presunzioni che fanno scattare il dovere di "verifica critica" delle informazioni ricevute devono derivare da fatti noti, certi e concreti, non essendo possibile trarre presunzioni da fatti a loro volta dedotti da presunzioni).

[1056] Per una rassegna, cfr. BONELLI, *op. ult. cit.*, p. 70-87, ove anche numerosi riferimenti giurisprudenziali.

[1057] Sul punto si veda anche *infra*, paragrafo 5.2.

[1058] Si veda *infra*, paragrafo 5.2.

[1059] Per tutti, cfr. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni*, op. cit., p. 70 e ss.

può connotare, per ipotesi, gli amministratori in virtù della loro designazione.

Tuttavia, a ben vedere un dovere analogo può essere individuato, *mutatis mutandis*, con riferimento a ciascun amministratore non esecutivo, in relazione al, più limitato ma comunque incisivo, dovere di agire informato di cui all'art. 2381, comma 6, c.c.[1060] In particolare, nelle fattispecie che maggiormente ci interessano è ben possibile che alcuni amministratori possano venire a conoscenza di segnali d'allarme tramite canali *extra* societari, e precisamente proprio i dialoghi selettivi con i propri azionisti *sponsor*. Se, da un lato, il modello legale elaborato dopo la Riforma prevede una centralità del ruolo del Presidente, quale "direttore di orchestra" dei flussi informativi che egli deve assicurare che giungano al consiglio, lo stesso è, dall'altro lato, altrettanto compatibile con le ipotesi in cui, in concreto, possano essere i singoli amministratori non esecutivi ad essere in possesso di informazioni fondamentali per una decisione informata da parte del *plenum*. Proprio in queste ipotesi, tra le altre cose, emerge con evidenza uno dei contributi positivi più importanti che i flussi informativi agli investitori istituzionali, in particolare tramite i loro amministratori designati, possono offrire in termini di incremento della trasparenza endo-societaria, nello specifico con riferimento all'azione degli amministratori.

Conseguentemente, la responsabilità degli amministratori di minoranza dovrà escludersi, in base all'attuale sistema di disciplina, là dove essi abbiano comunque fatto richiesta di integrazione delle informazioni eventualmente incomplete *ex* art. 2381, comma 6, c.c., senza però ricevere risposta (o risposta soddisfacente), oppure nell'ipotesi in cui l'incompletezza o, soprattutto, l'incorrettezza non fosse loro riconoscibile con la diligenza richiesta[1061].

(ii) L'amministratore ha comunicato l'interesse di cui è portatore e sono stati rispettati i presidi di trasparenza previsti dalla legge per questi casi. Questa ipotesi mi pare che ricalchi, in sostanza, quella "ordinaria" di decisione viziata da conflitto di interessi, motivo per cui si applicherà la disciplina generale prevista dalla legge. Particolare importanza rivestirà la motivazione della deliberazione del consiglio: essa dovrà dettagliatamente argomentare, tra le altre cose, la congruità con l'interesse sociale e non soltanto con quello facente capo ad alcuni azionisti, che siano di maggioranza o di minoranza.

[1060] Infatti, come precisato da BONELLI, *op. ult. cit.*, p. 71-72, nel caso in cui il Presidente venga a conoscenza di segnali di allarme che facciano sorgere il «sospetto» di una violazione compiuta da un altro esponente aziendale (l'amministratore delegato, un altro amministratore, il direttore generale, etc.), qualora egli rimanga inerte, non si informi e non si attivi almeno per sottoporre la questione all'intero consiglio, viola il dovere di *agire informato* di cui all'art. 2381, comma 6, c.c. In linea generale, i Presidenti siano più frequentemente ritenuti responsabili, rispetto ad altri amministratori senza deleghe, insieme agli esponenti aziendali che hanno commesso l'illecito, in quanto essi rappresentano, in virtù del loro ruolo, «la fonte privilegiata per l'emersione di eventuali anomalie o illeciti»; ciò non toglie che quanto detto sopra si applichi parimenti nell'ipotesi in cui sia un qualsiasi amministratore non esecutivo a venire in contatto, da solo o per primo, con alcuni segnali di allarme, stante l'applicazione generale a tutti i consiglieri dell'art. 2391, comma 6, c.c. (*ibidem*, p. 85).

[1061] Tale conclusione mi pare coerente anche con quanto affermato in precedenza, in merito al rapporto tra potere e responsabilità degli amministratori non esecutivi di ottenere informazioni riguardanti l'emittente (si veda *supra*, paragrafo 5.1).

8. Applicabilità e limiti della *business judgement rule* rispetto alle comunicazioni selettive

Nei precedenti paragrafi si è giunti alla conclusione che il solo fatto che un amministratore intrattenga comunicazioni selettive con un azionista non configura *di per sé* una violazione del c.d. *duty of loyalty*. In particolare, si è detto che vi sono ragioni di opportunità per ritenere che le comunicazioni selettive effettuate dall'amministratore all'azionista che lo ha designato nel consiglio, ma soltanto queste, dovrebbero essere protette da una sorta di *safe harbor* (*i.e.* una sorta di presunzione relativa che non si tratti di violazione del *duty of loyalty*).

Ciò solleva l'ulteriore problema di determinare se quindi possa essere ritagliato uno spazio per l'applicazione della *business judgement rule* con riferimento a tale tipologia di decisioni, che involgono, o che hanno alla propria base, la comunicazione selettiva di informazioni agli azionisti. Come è ormai noto, infatti, l'agire in conflitto di interessi comporta, diversamente, una disapplicazione sostanzialmente "automatica" della *BJR*. La questione non è di agevole soluzione: particolari complessità derivano proprio dal fatto che, come detto, quand'anche tali condotte non implichino *necessariamente* una violazione del *duty of loyalty*, ciò non significa che non possano avere tale effetto in concreto. Fuori da questi casi – invero non di agevole accertamento – mi sembrerebbe *prima facie* corretto ed auspicabile, anche per ragioni sistematiche, ammettere che la gestione delle *corporate information*, anche nei dialoghi rivolti agli azionisti, debba di regola essere sottoposta alla *BJR*, dovendola trattare alla pari di un qualsiasi atto gestionale avente ad oggetto un *asset* della società[1062]. In termini essenziali, la questione diventa quella di stabilire quale, tra *business judgement rule* e *fairness test*, debba essere considerata la regola e quale l'eccezione.

Si è avuto modo di illustrare nei precedenti capitoli come le scelte adottate dal singolo emittente in materia di comunicazioni selettive possano influenzare l'efficienza organizzativa e, indirettamente, gestionale del medesimo. Ciò implica che dovrebbe esistere un'area in cui le decisioni compiute dagli amministratori aventi ad oggetto i flussi informativi con gli azionisti sono protette, al pari delle altre decisioni a carattere imprenditoriale, dallo scrutinio di merito dei giudici. A mio giudizio, all'interno di tale area rientrano le decisioni sugli assetti organizzativi della società riguardanti la circolazione dell'informazione che coinvolge gli azionisti[1063]. Mi riferisco, ad esempio, senza

---

[1062] Si veda *supra*, nota 848 e nel testo, oltre ulteriori rinvii ivi.

[1063] Sussiste un significativo dibattito in merito all'applicabilità della *business judgment rule* alle scelte organizzative, che a sua volta dipende dalla riconducibilità di queste ultime a un obbligo di contenuto generico (in particolare, al *duty of care*), attesa la previsione (da alcuni ritenuta "specifica": cfr., ad esempio, AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm.*, 2016, p. 643 e ss.; DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, a cura di Amatucci, Milano, 2014, p. 45-46; E. PEDERSOLI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, Milano, 2018, p. 231 e ss.) di cui all'art. 2381, comma 3, c.c., che impone al consiglio di «valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società». Senza entrare nel merito del dibattito, la cui portata travalica ampiamente il tema in esame, mi pare in generale condivisibile l'impostazione proposta da altri autori (ad esempio, BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgment, op. cit., p. 430-37, ove ulteriori riferimenti in tal senso), che piuttosto individua quale criterio di applicazione della *BJR* la sussistenza o meno di una decisione "imprenditoriale", qualificabile come tale dalla necessità di scegliere tra due o più opzioni tutte di fatto possibili e non illecite.

alcuna pretesa di esaustività: alla definizione dell'area di riservatezza entro cui sono ammesse comunicazioni selettive agli azionisti[1064]; all'elaborazione di *policy* riguardanti la competenza degli organi e degli esponenti aziendali interni a dialogare con gli azionisti, le modalità con cui condurre i dialoghi e gli obiettivi cui sono finalizzati[1065]; alla predisposizione di presidi negoziali e organizzativi adeguati a garantire la riservatezza delle informazioni comunicate, a livello endo-societario e non solo[1066].

Le scelte organizzative riguardanti i dialoghi con gli azionisti dovrebbero essere volte, nello specifico, a un duplice ordine di risultati. Da un lato, esse sono funzionali, al pari di quelle riguardanti la circolazione endo-societaria delle informazioni, a garantire i presupposti sostanziali dell'agire informato degli amministratori[1067]: in particolare, dovrebbero prevenire situazioni nelle quali le comunicazioni selettive con alcuni azionisti comportino di fatto un "vuoto informativo" a danno degli altri membri del consiglio[1068] o comunque una violazione della disciplina di mercato[1069].

[1064] Cfr. MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi*, op. cit., p. 304 (con specifico riferimento alla circolazione infra-gruppo, ma le indicazioni possono essere applicate anche a livello endo-societario).

[1065] In particolare, si veda *supra*, paragrafo 2. Da questo punto di vista, il rispetto dei principi e delle *best practice* in materia, con particolare riferimento al codice di autodisciplina e, in parte, a quello di *stewardship*, può facilitare il giudizio sulla diligenza adottata dagli amministratori; nondimeno, esso non garantisce l'"immunità" da un giudizio contrario, così come, allo stesso modo il mancato rispetto non comporta necessariamente un giudizio negativo (così, sul punto, MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, spec. p. 79, seppure con particolare riferimento alle tecniche di prevenzione della crisi dell'impresa), fermi restando gli effetti ai fini del principio *comply or explain*, ove applicabile.

[1066] Cfr. MONTALENTI, Disclosure *e riservatezza*, op. cit., p. 254.

[1067] In particolare, la mancanza di un'adeguata base informativa a supporto di una data scelta gestionale da parte degli amministratori, fa venire meno uno dei presupposti della *business judgement rule*, o meglio il presupposto della legittimità del procedimento di assunzione della decisione medesima, in quanto l'omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità, ne comporta la sindacabilità (cfr., *ex multis*, Cass. civ., sez. I, 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società*, 1997, p. 1389 e ss., con nota di FIGONE). Si apprezza in questo senso quanto osservato da MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale*, op. cit., *passim* spec. p. 782, secondo il quale, nell'attuale impianto organizzativo previsto dalla legge, l'informazione assume un ruolo sia come canone dell'agire del buon amministratore sia come mezzo di ricostruzione di profili di responsabilità.

[1068] Si veda *supra*, nota 1050 e nel testo.

[1069] Violazione che, tuttavia, non è oggetto di accertamento da parte dell'autorità di vigilanza competente (la Consob), di norma, bensì dell'autorità giudiziaria. Questo in quanto il TUF non prevede in linea generale una responsabilità *amministrativa* degli amministratori per l'inosservanza degli obblighi cui sono tenuti nello svolgimento dell'attività *gestoria*; al contrario, eventuali interventi della Consob sulle decisioni dell'organo amministrativo degli emittenti riguardanti atti di amministrazione in senso stretto ovvero atti concernenti l'organizzazione interna della società, sono volti ad assicurare esclusivamente un adeguato livello di trasparenza al mercato. Da questo punto di vista, l'ingerenza della Consob sulla gestione degli emittenti è soltanto indiretta e non riguarda le scelte gestorie, protette dalla *business judgement rule*, bensì i controlli volti ad acquisire ed esaminare gli elementi a supporto della ragionevolezza delle assunzioni stimate dal *management* al fine di assicurare che ne sia data corretta rappresentazione al mercato. Per quanto riguarda, specificamente, gli atti di organizzazione interna, oggetto di vigilanza sono per lo più le iniziative o le decisioni dell'organo amministrativo che riguardano l'attuazione o la modifica delle regole statutarie che disciplinano l'organizzazione e il funzionamento della società, ossia le regole principali che definiscono, nei limiti di legge, la struttura di *corporate governance*: in tali casi, le decisioni di cui la Consob richiede che venga fornita idonea informativa al mercato sono quelle che consentono comunque agli amministratori l'utilizzo di una certa discrezionalità gestionale (cfr. ALVARO

Dall'altro lato, si tratta del terreno elettivo sul quale gli emittenti possono determinare, nei limiti delle norme imperative, l'equilibrio soggettivamente più efficiente tra trasparenza e riservatezza[1070], al fine ultimo di incrementare l'efficienza complessiva della *governance*.

Tali scelte sembrano caratterizzate, al pari di qualsiasi decisione di natura imprenditoriale, dall'esistenza astratta di molteplici alternative plausibili (nel senso di economicamente razionali) attraverso le quali esse possono pervenire al risultato programmato *ex ante* (*i.e.* l'efficienza dell'impresa), sicché non possono essere valutate in base agli esiti postumi bensì alla razionalità del processo decisionale con il quale sono state adottate. Il che costituisce normalmente il presupposto fondamentale della *business judgement rule*[1071]. Vero è che l'applicazione di tale regola alle scelte riguardanti i c.d. assetti organizzativi – nei quali è lecito ricomprendere anche quelle riguardanti l'organizzazione dei flussi informativi endo-societari – resta ancora discussa in dottrina[1072]. Tuttavia, le argomentazioni proposte dalla dottrina a favore di una risposta positiva mi paiono più convincenti[1073], in particolare se le si proietta in riferimento allo specifico profilo organizzativo qui in esame. È stato infatti notato che il carattere "imprenditoriale" di una decisione deve rintracciarsi non solo nell'esistenza di margini più o meno ampi di discrezionalità, ma sopratutto nell'esistenza di una pluralità di opzioni caratterizzate da un diverso profilo di rischio in termini di "dispersione" dei rispettivi risultati[1074]. Mi pare che ciò possa senz'altro dirsi con riferimento alle scelte riguardanti gli assetti informativi, dal momento che, come si è cercato di illustrare, esse presentano ampi margini di incertezza, quanto ai risultati conseguibili, in dipendenza di una molteplicità di fattori e delle

---

ET AL., Business Judgement Rule, op. cit., p. 45 e ss.).

[1070] Il problema dell'esigenza di un bilanciamento efficiente tra trasparenza e riservatezza, e le conseguenti critiche a un approccio "assolutista" alla *mandatory disclosure*, è stato analiticamente affrontato da GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., *passim*, spec. p. 29-87 (e successivamente ID., *Disclosure in Securities Markets*, op. cit., p. 45 e ss.; ID., *Trasparenza e interesse societario*, op. cit., p. 255 e ss.) cui si è fatto riferimento in più punti nel corso del lavoro: per alcuni spunti, si veda, ad esempio, *supra*, note 248, 367, 570 e nel testo corrispondente.

[1071] Cfr. ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment, op. cit. p. 580.

[1072] Per una dettagliata ricostruzione delle due tesi contrapposte e delle principali argomentazioni, cfr. BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgement rule, op. cit., *passim*, spec. p. 423 e ss., il quale è di opinione favorevole all'applicabilità della *BJR* alla fattispecie in questione.

[1073] Tra l'altro, in questo senso si è espressamente pronunciato, di fatto per la prima volta su questo specifico argomento, Trib. Roma, 8 aprile 2020, reperibile *online* su www.giurisprudenzadelleimprese.it: «la funzione organizzativa rientra pur sempre nel più vasto ambito della gestione sociale e […] deve necessariamente essere esercitata impiegando un insopprimibile margine di libertà, per cui le decisioni relative all'espletamento della stessa vengono incluse tra le decisioni strategiche […] la predisposizione di un assetto organizzativo non costituisce l'oggetto di un obbligo a contenuto specifico, ma al contrario, di un obbligo non predeterminato nel suo contenuto, che acquisisce concretezza solo avuto riguardo alla specificità dell'impresa esercitata e del momento in cui quella scelta organizzativa viene posta in essere». Al tempo stesso, l'insindacabilità della scelta organizzativa vale pur sempre nella vigenza dei limiti fissati dalla giurisprudenza all'operare della *business judgment rule*, ossia a condizione che «la scelta effettuata sia razionale (o ragionevole), non sia *ab origine* connotata da imprudenza tenuto conto del contesto e sia stata accompagnata dalle verifiche imposte dalla diligenza richiesta dalla natura dell'incarico».

[1074] Cfr. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Rivista ODC*, 2014, p. 9. In questo senso anche BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgement rule, op. cit., p. 430 e ss., che cita a sostegno di tale interpretazione anche l'opinione dottrinale prevalente sul punto nell'ordinamento tedesco, dove la *business judgement rule* è stata da tempo recepita nelle norme positive.

possibili combinazioni tra loro. Nei precedenti capitoli si cercato proprio di evidenziare come, per svariate ragioni, non esista una strategia "a taglia unica" per massimizzare i benefici (o minimizzare gli effetti dannosi) derivanti dalle comunicazioni selettive, mentre si tratta, piuttosto, di ricercare un complesso equilibrio che deve tenere conto dei fattori di specificità delle diverse situazioni.

Fermo restando quanto appena osservato, l'applicazione della *BJR* alle ipotesi di comunicazioni selettive sconta in ogni caso significativi limiti. Non mi riferisco tanto ai limiti "intrinseci" della *BJR* elaborati dalla giurisprudenza (su tutti, la necessità di un legittimo *iter* procedurale nell'assunzione della decisione e della non manifesta irragionevolezza della medesima), quanto piuttosto al fatto che sussiste una serie di ipotesi in cui la potenziale ricorrenza di un conflitto di interessi può impedirne *ab origine* l'applicazione: in questi casi, a nulla varrà la predisposizione di assetti informativi "adeguati" e dovrà invece applicarsi un più severo scrutinio di merito. Sebbene il compito non sia facile, proviamo ad identificare per sommi capi alcune fattispecie più rilevanti, che potrebbero ricadere in tale ipotesi.

Una prima ipotesi è quella in cui le comunicazioni selettive siano in concreto effettuate in violazione delle norme di mercato, in particolare dei divieti previsti dal MAR. Fermo restando quanto detto in precedenza in merito all'opportunità di un'interpretazione più "permissiva" di tale disciplina e, *de iure condendo*, financo di riforma della stessa, non vi è dubbio che si tratti di norme imperative la cui osservanza è prescritta inderogabilmente dalla legge. A tal fine, decisivo è l'insegnamento tradizionale che, per delimitare l'ambito d'applicazione della *business judgment rule*, distingue tra obblighi a contenuto specifico (prescrittivi di condotte predeterminate dalla legge o dallo statuto), la cui violazione ne esclude l'applicazione, e doveri a contenuto generico (che definiscono le modalità con cui gli amministratori sono tenuti ad agire), ai quali in principio trova invece applicazione la *BJR*[1075]. Mi pare dunque pacifico ritenere che la comunicazione effettuata dal singolo amministratore, eventualmente anche in esecuzione di una decisione collegiale, in chiara violazione delle suddette norme debba: (*i*) costituire di per sé fonte di responsabilità per chi agisce (ed eventualmente, ove ve ne siano i presupposti, anche degli altri amministratori); (*ii*) non possa godere dello scrutinio di favore accordato secondo la *BJR*. E ciò a prescindere, evidentemente, dal fatto che fossero stati predisposti dalla società assetti informativi conformi alla disciplina sulle comunicazioni di mercato, che al limite potranno rilevare ai fini dello *standard of review* applicabile alla valutazione sulla responsabilità solidale degli altri consiglieri.

Una seconda ipotesi, anch'essa relativamente incontroversa, è quella in cui l'amministratore che comunica sia portatore di un interesse giuridicamente rilevante, in proprio o per conto di terzi, ma diverso da quello asseritamente derivante dalla qualità di *constituency director*[1076]. In questo caso, la disapplicazione della *BJR* discende direttamente dall'esistenza di un interesse in conflitto che caratterizza l'agire dell'amministratore: conseguentemente, la condotta sarà oggetto di uno scrutinio nel merito, volto a valutare se, in concreto, essa possa considerarsi *fair*, in particolare alla

[1075] Cfr., per i molti, BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, op. cit., p. 323 ss., e ID., *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma*, op. cit., p. 161-63; ripreso anche da BENEDETTI, *op. ult. cit.*, p. 423; in giurisprudenza, Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, in *Società*, 2004, p. 1517 e ss., ripresa di recente anche da Trib. Roma, 8 aprile 2020, op. cit.

[1076] Per una discussione sulla rilevanza di tale fattispecie ai fini dell'art. 2391 c.c. si veda *supra*, paragrafo 3.3.

luce degli effetti sul patrimonio sociale. In tali casi, qualora l'amministratore comunichi selettivamente con il proprio *sponsor* in funzione del tentativo di portare a compimento la data operazione, tale condotta dovrebbe essere scrutinata sotto il profilo della *fairness*, in particolare al fine di comprendere se: (*i*) sia stata determinante o comunque rilevante al fine di far approvare l'operazione; (*ii*) l'operazione possa considerarsi *fair* nella prospettiva dell'emittente.

Non vedo particolare contraddizione tra l'affermazione, da un lato, che l'affiliazione a un determinato azionista non debba essere considerata di per sé fonte di un interesse rilevante o di conflitto e, dall'altro lato, il fatto che la presenza di un accordo di *golden leash* debba invece essere considerata sotto una diversa luce. Infatti, se è vero che tali accordi in concreto sono utilizzati da alcuni azionisti, in particolare dai fondi attivisti (ma non solo), per favorire un'attività effettiva di *engagement* e per attrarre soggetti particolarmente capaci, ciò non toglie che, in virtù degli stessi, gli amministratori si trovino di fatto in una situazione in cui sono titolari di un interesse *proprio* rilevante, avente ad oggetto le prospettive personali di remunerazione. A questi fini a ben poco rileva, in senso contrario, che tale interesse sia (fisiologicamente) *anche* allineato a quello degli azionisti *sponsor* (invero, questo è proprio l'obiettivo primario di tale tipologia di accordi): tale aspetto attiene, più che altro, all'ambito dei motivi, dal momento che non è dato sapere se l'amministratore agisca al fine di realizzare l'interesse dell'azionista o soltanto al fine di conseguire i *bonus* previsti dall'accordo di remunerazione[1077].

Ne consegue la necessità di verificare *nel merito*: (*i*) i contenuti dell'accordo di *golden leash* eventualmente in essere; (*ii*) l'incidenza degli incentivi di cui l'amministratore gode, in base ai termini e alle condizioni di remunerazione, rispetto a una data operazione; e (*iii*) la compatibilità degli esiti (astratti e concreti) prodotti da tali incentivi con l'interesse sociale. A ben vedere, tale valutazione ha quale oggetto immediato la legittimità dell'accordo di *golden leash* ed eventualmente, quale oggetto mediato, la decisione dell'amministratore di effettuare comunicazioni selettive, nella misura in cui occorra stabilire se tale decisione sia in concreto condizionata dall'esistenza dell'accordo suddetto. Tutto ciò a sua volta implica, tra le altre cose, la necessaria trasparenza di tali accordi, per lo meno nel senso che l'esistenza degli stessi debba essere resa nota dagli amministratori in ossequio, e con le modalità di cui, all'art. 2391, comma 1, c.c. e che, naturalmente, il giudice dell'eventuale controversia possa pretendere di prendere visione dei contenuti integrali medesimi.

L'ultimo aspetto che merita di essere approfondito è più complesso e riguarda le ipotesi in cui l'amministratore non sia interessato personalmente, ma si faccia rappresentante di un interesse, facente capo al proprio azionista *sponsor*, che può risultare non compatibile con l'interesse sociale (*rectius*, con quello degli altri azionisti) con riferimento a una data operazione o deliberazione.

[1077] La remunerazione incentivante prevista da accordi con soggetti terzi alla società (gli azionisti) deve essere trattata, ai fini della determinazione dell'interesse rilevante, alla stregua di quella prevista dagli accordi di analogo contenuto pattuiti dall'emittente soprattutto a favore dei consiglieri delegati. Tali remunerazioni, nella misura in cui si concentrano soltanto su alcuni obiettivi specifici, sottendono interessi non necessariamente coincidenti con l'interesse sociale e dunque sono considerati dalla dottrina come rilevanti ai fini dell'art. 2391 c.c. (cfr., ad esempio, MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori*, op. cit., p. 589; VENTORUZZO, *Art. 2391*, op. cit., p. 444; MOZZARELLI, *Art. 2391*, op. cit., p. 1346-47). Diversamente, non deve essere considerato rilevante l'interesse dell'amministratore in quanto tale, ovverosia quello derivante dal fatto che i risultati economici di una buona gestione si ripercuotono positivamente sul giudizio (del mercato e dei soci) sul medesimo e dunque sulla sua carriera (cfr. MOZZARELLI, *op. ult. cit.*, p. 1347).

In linea generale, l'interesse sociale rappresenta una *proxy* dell'interesse degli azionisti, il che dovrebbe escludere (astrattamente) la sussistenza di un simile conflitto. Tuttavia, da un lato, si è visto che gli interessi degli azionisti sono tendenzialmente disomogenei e tendono talvolta anche a confliggere tra loro, e ciò anche qualora si adotti una nozione di interesse sociale che pone al centro la massimizzazione del valore delle azioni; dall'altro lato, tale conflitto – non solo tra azionisti di maggioranza e minoranza ma anche tra azionisti di diverse tipologie – tende ad emergere in maniera significativa soprattutto con riferimento a due aspetti: l'orizzonte temporale e il profilo di rischio dell'investimento.

Il campo elettivo in cui tali conflitti si manifestano è senza dubbio quello delle operazioni straordinarie, specialmente quelle che riguardano il trasferimento del controllo[1078]. In queste ipotesi, non soltanto emergono con più evidenza i conflitti tra gli azionisti (ma il discorso potrebbe essere allargato anche agli *stakeholder*) caratterizzati da una prospettiva a breve o lungo termine[1079], ma tali conflitti non possono essere assorbiti, evidentemente, nemmeno ricorrendo alla formula della *shareholder value maximization*. È ben possibile, infatti, che gli interessi di alcuni azionisti possano privilegiare, per ragioni contingenti e svariati, altri obiettivi rispetto a quello della massimizzazione del valore sul lungo periodo. Così, ad esempio, ragioni di liquidità o esigenze di disinvestimento tipiche degli investitori istituzionali possono spingere a preferire la cessione della società in una finestra di mercato meno favorevole, che consente cioè di ottenere un prezzo inferiore a quello che ragionevolmente si otterrebbe nel medio-breve futuro[1080]. In linea di principio, l'ordinamento italiano assegna agli azionisti maggiore voce in capitolo sulle decisioni che riguardano la propria partecipazione rispetto, ad esempio, a quelli anglosassoni, dove un ruolo preponderante in queste operazioni è affidato al consiglio di amministrazione: in ultima istanza essi sono dunque padroni del proprio destino. Nondimeno, soprattutto nelle società quotate, il consiglio di amministrazione può avere un ruolo comunque decisivo nel determinare in concreto l'esito di molte operazioni, riguardanti la cessione del controllo ma non solo, essendo a esso demandato il compito di garantire agli azionisti la possibilità di una decisione informata.

Dunque, sul piano del profilo temporale e del rischio dell'investimento si può oggi affermare che un conflitto di interessi possa senz'altro sorgere tra gli *azionisti*: meno chiaro è, invece, se

---

[1078] Cfr. in particolare SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in Aa.Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, *passim*, spec. p. 143-44, il quale individua due fondamentali questioni in proposito: se nel contesto di tali operazioni sia attribuibile un rilievo a chi è interessato a una prospettiva di lungo termine dell'emittente e chi debba essere chiamato a comporre il conflitto tra i portatori di tale visione e i soggetti caratterizzati invece da una prospettiva di breve termine. Per un'analisi specifica dei conflitti di interessi che possono sorgere nelle operazioni aventi ad oggetto il trasferimento del controllo della società, in particolare tramite il meccanismo del c.d. LBO (*leveraged buy out*) o della peculiare variante del c.d. MBO (*management buy out*), si veda VICARI, *Conflicts of Interests of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, in *ECFR*, 2013, p. 346 e ss.

[1079] Sul punto, con particolare riferimento alla rilevanza di tale contrapposizione, nonché alle tesi che l'avversano, si veda *supra*, capitolo quarto, paragrafo 5.4.

[1080] A titolo meramente esemplificativo, ipotesi di questo genere si rinvengono nei casi *In re PLX Tech*, op. cit., e *In re Zale Corp.*, op. cit.: in entrambi i casi, i fondi attivisti erano interessati a una vendita rapida, anche a costo di sacrificare qualcosa sul piano del prezzo complessivamente conseguibile (rispetto all'ipotesi di attendere ancora alcuni mesi). Nel secondo caso, tra l'altro, proprio per esigenze di liquidità del fondo.

e come ciò si rifletta sul giudizio dell'azione degli *amministratori*. Limiterò il discorso alla questione specifica che qui ci occupa: ovverosia, se in situazioni in cui si configura un conflitto tra gli interessi facenti capo a diversi azionisti, l'amministratore che agisce "in rappresentanza" di una parte degli stessi debba essere giudicato secondo uno *standard* analogo a quello applicabile nel caso di interesse proprio dell'amministratore (*fairness test*) oppure se, invece, sia protetto dalla *business judgment rule*. In altri termini, in queste ipotesi è lecito domandarsi se un conflitto di interessi, per quanto atipico, sorga con riferimento alla posizione di tali amministratori, o comunque richieda l'applicazione di soluzioni analoghe a quelle previste dall'ordinamento per l'ipotesi di amministratore interessato[1081].

A tale proposito, occorre menzionare che secondo una parte della dottrina la nozione di interesse sociale che rileva sul piano degli azionisti non è la medesima che rileva per gli amministratori[1082]. La differenza fondamentale starebbe nel fatto che mentre gli azionisti, in quanto *principal*, sono investiti del potere di definire l'interesse sociale, attraverso un processo di confronto dialettico disciplinato secondo la regola maggioritaria, gli amministratori hanno il compito, in quanto *agent*, non di definire ma di ricercare l'interesse sociale, o meglio di ricercare l'efficienza dell'impresa[1083].

La rilevanza del concetto di interesse sociale nell'applicazione della *BJR* deriva da un duplice ordine di considerazioni. In primo luogo, è evidente che il perseguimento del compito affidato agli amministratori deve essere allineato nella maggior misura possibile con l'interesse degli azionisti. In secondo luogo, tuttavia, è necessario conservare un margine di discrezionalità all'azione dei primi, poiché l'interesse sociale non è predefinibile e pertanto la divisione del lavoro tipica dell'organizzazione azionaria non prevede che gli *agent* siano sottoposti a istruzioni dettagliate e vincolanti da parte dei *principal*. Per questa ragione, la *BJR* rappresenta uno strumento per orientare l'azione degli amministratori, nel rispetto della tendenziale necessità di allineamento dell'azione degli *agent* agli interessi dei *principal*: ciò è destinato a valere, quindi, fintanto che non sorga un elemento di evidente conflitto a inficiarne l'azione.

Tuttavia, altra cosa è l'interesse personale dell'amministratore altra è la situazione in cui il conflitto rifletta quello esistente "al piano superiore" tra gli azionisti. In questa seconda eventualità si tratta di capire se, specie rispetto ai profili sopra citati (orizzonte temporale e rischio), il dato positivo offra indicazioni per orientare l'azione degli amministratori in una particolare direzione (ad esempio, prediligendo soluzioni di lungo periodo), oppure se invece tale aspetto sia neutrale rispetto all'interesse che gli amministratori sono tenuti per legge a perseguire. Qualunque risposta a tale quesito è inevitabilmente precaria in una prospettiva diacronica: ciò dipende dal fatto che la nozione (*rectius* le nozioni) di interesse sociale è il frutto del pensiero economico e degli obiettivi del legislatore di un dato tempo e dunque soggetta al mutamento di tali variabili. Senza entrare nel

---

[1081] I termini della questione sono ben impostati da VEASEY, DI GUGLIELMO, *How Many Masters*, op. cit., p. 765: «*[w]here the interests of various constituencies do diverge – that is, where the corporation's interests do not serve as well as a proxy for the interests of the stock- holding body as a whole, as in some "end game" or "bet the company" scenarios – a constituency director may need to evaluate whether that divergence may subject the director to a conflict*».

[1082] Cfr., per tutti, ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment, op. cit., p. 573 e ss.

[1083] *Ibidem*, p. 576.

merito della complessa questione dell'identificazione dell'interesse sociale al tempo odierno, mi pare che crescenti siano le indicazioni del legislatore nell'identificazione dello scopo dell'impresa (la *corporate purpose*) con una crescita *sostenibile*, anche sotto il profilo del rischio, orientata al *lungo periodo*: tale indicazione è riscontrabile ormai da qualche tempo, sia a livello comunitario sia a livello nazionale, nelle dichiarazioni programmatiche del legislatore[1084], e recentemente comincia a tradursi anche in indicazioni positive più puntuali.

Quali indicazioni possono trarsi da ciò, con riferimento alla definizione dell'ambito della *BJR*? L'impressione è che, ferma restando la generale discrezionalità degli amministratori nella gestione dell'impresa, il legislatore tenda, per lo meno con riferimento a profili sopra citati, a voler orientarne l'azione in una certa direzione: sia direttamente, cioè con disposizioni, anche non vincolanti, che fissino dei criteri più rigidi e puntuali[1085], sia indirettamente, attribuendo maggiori poteri agli azionisti nel condizionare o incentivare l'azione degli amministratori verso determinati obiettivi[1086]. Tali considerazioni offrono un argomento per riflettere sull'opportunità che, quando gli interessi degli azionisti su una determinata decisione vengono a confliggere proprio su questi profili, l'azione degli amministratori che assecondano l'una o l'altra, non nell'esercizio di una piena e assoluta libertà decisionale, ma in virtù di un "affiliazione" agli stessi, siano sottoposti a uno scrutinio più severo, senza godere della protezione piena della *BJR*.

Conseguentemente, tale scrutinio dovrebbe applicarsi alle comunicazioni selettive effettuate dagli amministratori verso gli azionisti qualora: (*i*) esse si inscrivano nel contesto più generale di un'operazione o di una deliberazione in cui i profili di cui sopra assumono rilievo principale, catalizzando il conflitto tra azionisti diversi; (*ii*) siano risultate in concreto rilevanti, se non decisive, ai fini della determinazione dell'esito particolare del processo; e (iii) tale esito sia stato orientato, per effetto dell'intermediazione degli amministratori e anche grazie alle comunicazioni selettive effettuate (perché volte, ad esempio, a fornire all'azionista gli elementi necessari per intervenire), a favore dell'azionista che le ha ricevute. Tutto ciò non significa, ovviamente, che al ricorrere di tali circostanze le condotte in esame dovranno essere necessariamente censurate, ma soltanto sottoposte a un vaglio più approfondito, al fine di determinare se siano in concreto *fair*, sotto il profilo della congruità con l'interesse sociale (quale che sia la nozione di tempo in tempo rilevante).

[1084] Si veda, ad esempio, quanto riferito *supra*, nota 263.

[1085] Particolarmente emblematico è in questo senso quanto previsto dal nuovo Codice di autodisciplina, che nella nuova versione precisa espressamente che «[l]'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile» (cfr. art. 1, principio n. 1), identificando tale obiettivo «nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società».

[1086] Così ad esempio con riferimento ai poteri degli azionisti in materia di remunerazione degli amministratori, in particolare esecutivi: un ambito che, per giunta, nel vigore della precedente disciplina veniva preso come riferimento proprio per segnalare i limiti che incontravano gli azionisti nella possibilità di orientare gli obiettivi della gestione operata dagli amministratori (facendo leva sul fatto che l'art. 2389 c.c. assegna di *default* agli amministratori il compito di determinare la remunerazione dei consiglieri esecutivi: cfr. ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment, op. cit., p. 581). Proprio a testimonianza del progressivo cambio di orientamento, cui si assiste in tempi molto recenti, la Direttiva *Shareholders Rights* II ha introdotto un voto *vincolante* degli azionisti sulle politiche di remunerazione (art. 9-*bis*, come recepito al nuovo art. 123-*ter* TUF), la quale deve «contribui[re] alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società» (cfr. art. 123-*ter*, comma 3-*bis*, TUF).

Diversamente, presumere anche in queste ipotesi la congruità dell'azione degli amministratori all'interesse sociale potrebbe risolversi in concreto con un diniego di tutela nei confronti degli interessi di una parte dell'azionariato.

9. Considerazioni di sintesi

Nel presente capitolo si è cercato di analizzare le implicazioni delle comunicazioni selettive effettuate agli azionisti sul piano della disciplina dei doveri e delle responsabilità degli amministratori. In concreto, tale aspetto si interseca e intreccia con un altro, altrettanto importante, cioè quello dell'ammissibilità nel nostro ordinamento della figura del *constituency director*. In proposito, specifica attenzione è stata dedicata ai temi relativi alla disciplina dell'indipendenza degli amministratori, al conflitto di interessi e ai doveri fiduciari, in particolare al profilo del *duty of loyalty*. Sebbene le argomentazioni siano state sviluppate a partire dall'ipotesi, particolarmente significativa per la materia in esame, dell'amministratore designato da investitori istituzionali e attivisti, le conclusioni raggiunte possono estendersi oltre, senz'altro riguardando, *mutatis mutandis*, anche le ipotesi di amministratori fedeli all'azionista o alla coalizione di controllo.

Nel complesso, le considerazioni svolte delineano un quadro di disciplina tutto sommato coerente, pur con significative sfumature a seconda dei diversi profili considerati. Anzitutto, si è ritenuto che la comunicazione selettiva di informazioni non configuri *di per sé* una violazione *assoluta* delle norme in materia di conflitto di interessi: questo nemmeno nell'ipotesi in cui avvenga in ottemperanza o in conseguenza dell'affiliazione dell'amministratore al proprio azionista *sponsor*, in conseguenza della nomina in consiglio e/o di altre relazioni particolari. Il che, tra le altre cose, rende non soltanto tale condotta ma anche la figura del *constituency director* astrattamente compatibile con le norme e i principi del nostro ordinamento. Per contro, è ben possibile che in circostanze contingenti l'amministratore in questione venga a trovarsi in una situazione di conflitto rispetto a determinate deliberazioni, sia in ragione degli interessi personali che egli trae da tali relazioni con l'azionista sia quale riflesso degli interessi dell'azionista di riferimento di cui egli si fa portatore, nel caso in cui essi siano divergenti rispetto all'"interesse sociale". In tal caso, l'applicazione dei principi e della disciplina in materia di conflitto di interessi può richiedere alcuni aggiustamenti, interpretativi e non solo, per adattarsi alle particolarità del caso.

Inoltre, coerentemente con l'idea che l'ammissibilità delle comunicazioni selettive in un'ottica sistematica si giustifica in larga parte per l'utilità che esse possono offrire all'attività di monitoraggio che gli azionisti possono compiere e dunque per il contributo che possono offrire, alla società e al mercato, in termini di incremento di efficienza, agli amministratori che svolgono un compito funzionale a tale obiettivo dovrebbe essere consentito di poter ampliare le proprie prerogative individuali, soprattutto in termini di accesso alle informazioni endo-societarie. Pertanto, fermi restando i principi generali in materia di organizzazione dei poteri e delle competenze dell'organo amministrativo e dei soggetti delegati, si ritiene che ai singoli amministratori sia attribuito il potere di reperire informazioni anche al di fuori della ristretta sede consiliare.

Al tempo stesso, tale attribuzione evidenzia e forse acuisce, inevitabilmente, il problema

circa il modo e gli obiettivi con cui essi possono quindi utilizzare, e soprattutto condividere, le informazioni acquisite, e i connessi profili di responsabilità. Sotto quest'ultimo aspetto, in linea di principio le comunicazioni selettive verso terzi, inclusi gli azionisti, aventi ad oggetto *corporate information* comportano una violazione del dovere di riservatezza, e dunque del *duty of loyalty*, cui gli amministratori sono tenuti. Tuttavia, vi sono argomenti giuridici e ragioni di opportunità per ritenere che tale conseguenza non debba applicarsi nell'ipotesi (e soltanto in quella) in cui siano rivolte dal *constituency director* al proprio *sponsor*. Ciò non significa, però, che il soggetto che agisce sia sottratto da un giudizio in merito a tale operato, il quale potrà essere ritenuto legittimo ove coerente con l'adempimento dei doveri fiduciari verso l'emittente.

Con riferimento allo *standard of review* da impiegare in tale valutazione, la linea di demarcazione tra la *business judgement rule* e l'applicazione di uno scrutinio di merito pieno varia a seconda di diversi aspetti. Da un lato, saranno soggetti alla prima sia le decisioni dell'organo amministrativo riguardanti la predisposizione degli assetti organizzativi riguardanti la circolazione delle informazioni verso gli azionisti, purché conformi alle norme imperative, sia gli atti adottati dal consiglio di amministrazione collegialmente in coerenza con tali assetti. Ciò in ossequio all'idea che la gestione della *corporate information* deve essere equiparata, in linea di principio, a qualsiasi atto di organizzazione imprenditoriale che riguardi gli *asset* della società. Dall'altro lato, vi sono ipotesi in cui le comunicazioni selettive effettuate dall'amministratore sono viziate da conflitto di interessi. Tra queste, quella che assume maggior rilievo ai fini della presente trattazione è non tanto quella tradizionale, in cui tale interesse sia personale, ma quella in cui esso faccia capo all'azionista di cui l'amministratore si fa rappresentante e portavoce in consiglio. In queste ipotesi si pone il problema di determinare se tale interesse – in principio attribuibile all'azionista ma che si riflette sulla condotta dell'amministratore – sia o meno compatibile con l'interesse sociale. Ferma restando la complessità della questione, nonché la mutevolezza dei parametri di riferimento nel tempo, si ritiene per lo meno che tale giudizio implichi una valutazione nel merito della condotta, con particolare riferimento agli effetti concreti, diretti e indiretti, causati dalla comunicazione di informazioni, e dunque non debba godere della protezione della *business judgement rule*.

In conclusione, l'analisi del tema delle comunicazioni selettiva anche nella prospettiva degli amministratori dell'emittente conferma le conclusioni raggiunte nei precedenti capitoli o per lo meno sembra coerente con esse. Anche in questa luce, si è posto in evidenza come gli effetti, la rilevanza e quindi anche il giudizio, in termini di meritevolezza e legittimità, delle comunicazioni selettive sia fortemente dipendente dalle circostanze concrete e dunque richieda un'analisi caso per caso. Ragionando diversamente vi è il rischio concreto di commettere pesanti errori di valutazione, vuoi in un senso (un eccesso di rigidità che finisce in ultima istanza per precludere opportunità di una *governance* più efficiente) vuoi in quello opposto (avallando inconsapevolmente comportamenti abusivi da parte di alcuni azionisti, a danno dell'emittente e degli altri azionisti).

Al tempo stesso, ferma restando l'opportunità di un ripensamento organico della disciplina dell'informazione societaria in un'ottica *de iure condendo*, si può comunque osservare che le norme societarie – diversamente da quelle di mercato – offrono già, a legislazione invariata, un ventaglio di soluzioni più adatte alle esigenze di flessibilità che la materia a mio giudizio richiede. Tali soluzioni passano, da un lato, da una maggiore discrezionalità e libertà nella valutazione caso per caso

delle condotte, pur con l'inevitabile rischio di un potenziale aumento del contenzioso; dall'altro lato, occorre rafforzare gli obblighi di trasparenza, non *ex ante* bensì successivi (a condotte già verificate), riguardanti i dialoghi selettivi intercorsi con gli azionisti, in modo da facilitare l'eventuale controllo da parte dell'autorità competente e del mercato. L'allocazione di tali oneri di trasparenza, analogamente a quanto detto con riferimento ai temi trattati nei precedenti capitoli, diventa quindi lo strumento più duttile ed efficace per bilanciare le diverse esigenze – di trasparenza, riservatezza, efficienza e non solo – in gioco.

* * *

CONCLUSIONI

Il fenomeno delle comunicazioni selettive agli azionisti ha acquistato negli ultimi decenni un'importanza sempre crescente nella prassi delle società quotate, all'estero come in Italia. Per sua natura, esso tende però a sfuggire a un inquadramento, teorico e di disciplina, unitario: vuoi per la complessità e il carattere polimorfico con cui si atteggia in concreto, vuoi perché volutamente tenuto segreto dalle parti coinvolte, per ragioni di opportunità. Con il risultato ulteriore di essere stato, per lungo tempo, sostanzialmente trascurato dalla dottrina che si occupa di diritto societario. Nelle ultime due decadi il legislatore ha posto grande sforzo nello sviluppo di una comprensiva disciplina dell'informazione societaria e di mercato, con l'obiettivo primario di raggiungere un livello di trasparenza dei mercati finanziari adeguato ed efficiente e al tempo stesso a reprimerne gli abusi.

Nell'ambito di tale disciplina più generale sono state sviluppate regole specifiche che limitano fortemente il ricorso alle comunicazioni selettive, sul presupposto che tali condotte fossero in molti casi propedeutiche ad abusi di mercato: a partire dalla *Regulation Fair Disclosure* della SEC americana, tutti i principali ordinamenti hanno quindi introdotto un sostanziale divieto per tali condotte, quale anticipazione della tutela contro violazioni più gravi (su tutte, l'*insider trading*). Nella cornice comunitaria l'avvento del *Market Abuse Regulation*, da un lato, ha previsto alcune nuove esenzioni con riferimento a specifiche condotte ritenute meritevoli di protezione nell'ottica del mercato (ad esempio, i sondaggi di mercato) ma, dall'altro lato, ha confermato e, se possibile, radicalizzato ulteriormente tale approccio.

Nel frattempo, la fattispecie regolata ha cambiato e sta cambiando pelle: le comunicazioni selettive agli azionisti si sono progressivamente diffuse nella prassi degli emittenti – e, di pari passo, nell'interesse della letteratura scientifica – e hanno acquistato in molti casi una dimensione "organizzativa", quale effetto, tra gli altri, di un mutamento nella composizione degli assetti proprietari e in particolare dell'ingresso stabile, anche negli ordinamenti continentali, di nuove tipologie di investitori professionali. Quest'ultimo fattore, in particolare, comporta, da un lato, una frammentazione dell'azionariato, che viene a comporsi di una molteplicità di *constituency*, caratterizzate da strategie di investimento e interessi eterogenei e, dall'altro lato, il desiderio, espresso soprattutto dal legislatore comunitario, di un maggiore coinvolgimento (*engagement*) di tali soggetti nella *governance* delle società quotate. In questo contesto, le comunicazioni selettive diventano, sotto diversi profili, uno strumento per la realizzazione degli interessi facenti capo ai diversi azionisti e, al tempo stesso, di bilanciamento dell'influenza di questi ultimi, così di fatto accentuandone la funzione di *corporate governance*.

Almeno fino a tempi molto recenti, ben poca attenzione è stata dedicata da parte degli studiosi italiani al tema delle comunicazioni selettive agli azionisti in una prospettiva endo-societaria. Il fatto che la materia sia stata per lungo tempo ricondotta quasi esclusivamente al settore della *securities law* ha portato a un'enfasi eccessiva della tutela *diretta* dell'investitore e, di converso, a sottostimare (se non a trascurare completamente) le implicazioni su altri versanti. Oltre all'esigenza

di riservatezza derivante da ragioni strategiche e concorrenziali, recentemente approfondita da alcuni autori, un aspetto fondamentale riguarda le implicazioni positive che le comunicazioni selettive agli azionisti possono avere sulla *governance* delle società quotate, che nel complesso spingono verso un ripensamento dell'approccio legislativo e del quadro di disciplina inerente la materia.

In tale discorso si inserisce il presente lavoro, il cui obiettivo ultimo è quello di ricostruire una disciplina organica delle comunicazioni selettive agli azionisti che concili la prospettiva endosocietaria con quella di mercato, ma anche il soddisfacimento degli interessi protetti dalla disciplina in materia informazione selettiva con le regole e i principi generali di diritto societario comune in materia di informazione e parità di trattamento tra azionisti. In particolare, la trattazione si è soffermata su tre temi fondamentali: le ragioni che possono giustificare il ricorso alle comunicazioni selettive in una prospettiva sistematica, orientata all'efficienza delle società e del mercato (capitolo secondo); il modo con cui diverse tipologie di azionisti possono servirsi di canali di comunicazione selettiva con l'emittente e in cui possono contribuire o meno, a seconda dei casi, a una *governance* più efficiente (capitoli terzo e quarto); i poteri e i profili di responsabilità che, coerentemente con quanto precede, devono caratterizzare gli amministratori che comunicano con gli azionisti, specie qualora si tratti di soggetti appositamente designati per tale scopo.

(a) Comunicazioni selettive, interesse sociale e «interesse legittimo»

La prima questione affrontata riguarda il rapporto tra comunicazioni selettive agli azionisti, interesse dell'emittente e interesse del mercato. Tale rapporto assume rilevanza, anzitutto, in virtù del dato normativo: i due principali corpi di disciplina che interessano la materia delle comunicazioni selettive (da un lato, le disposizioni del MAR in materia di *disclosure* – in particolare, gli artt. 10, 11 e 17 MAR – e, dall'altro lato, il principio di parità di trattamento) fanno riferimento a una nozione (non meglio precisata e non necessariamente omogenea) di interesse dell'emittente, che in entrambi i casi funge da criterio discretivo tra condotte ammissibili e non.

Partendo dall'assunto, ormai sostanzialmente pacifico, che la nozione di interesse sociale assuma nelle società quotate una connotazione pluralistica, si è cercato di delineare quali siano in concreto gli interessi facenti capo ai diversi azionisti (raggruppati in tipologie fondamentali, dando conto anche delle diversità tra i diversi tipi di investitori professionali) ed evidenziare i fattori che maggiormente li condizionano (tra cui, in particolare: le politiche di investimento, la struttura di *governance* "a monte", la disciplina regolamentare e, nel caso degli investitori professionali, gli interessi dei relativi investitori e clienti). Si è così arrivati a mostrare, tra le altre cose, come a interessi diversi si accompagni una diversa attitudine (più o meno attiva o, in alcuni casi, del tutto passiva) nella gestione dell'investimento, e come, a sua volta, a ciò consegua un diverso utilizzo dello strumento dei dialoghi selettivi con le società partecipate. Un altro aspetto importante che si è riscontrato è l'esistenza di una forte correlazione positiva tra attivismo e *selective disclosure*, la quale, a sua volta, può fungere da moltiplicatore dell'impatto degli investitori sulla *governance* e sulla *performance* della società. Al tempo stesso, si è anche visto che la propensione all'attivismo si configura quale carattere tendenzialmente trasversale tra le diverse tipologie di azionisti, ma non è equamente distribuito (con divergenze anche molto significative in alcuni casi).

Complessivamente, gli interessi facenti capo a ciascuna tipologia di azionista (e, in concreto, anche a singoli azionisti) sono il risultato di una combinazione di fattori di mercato e normativi, endogeni ed esogeni, che difficilmente possono essere imbrigliati in una nozione unitaria di interesse (sociale). Parallelamente, anche le comunicazioni selettive possono avere funzione ed effetti significativamente diversi a seconda della tipologia di azionisti coinvolti e, in molti casi, anche delle circostanze concrete di ciascun caso.

Tutto ciò ha una fondamentale implicazione: cioè che, nell'interpretazione e nell'applicazione della disciplina in esame, non può farsi ricorso a una nozione unitaria di interesse sociale, equivalente a quella tradizionalmente discussa dalla dottrina societaria in altri contesti normativi, se non al costo di enormi distorsioni. E questo per svariate ragioni. Prima di tutto, per un problema di compatibilità con l'ordinamento comunitario, in particolare con i principi di interpretazione conforme e di effettività[1087]. In secondo luogo, perché una nozione unitaria di interesse sociale è di per sé sfuggente, secondo l'opinione di molti. In terzo luogo, le comunicazioni selettive rivolte ai soci catalizzano un potenziale conflitto tra gli interessi facenti capo a diverse *constituency* azionarie. Si pone quindi l'esigenza di una teoria interpretativa generale, che consenta di definire criteri di preminenza tra i diversi interessi e quindi di determinare in maniera sistematicamente coerente le ipotesi di comunicazioni lecite e non. Il tutto in conformità ai principi e agli obiettivi del sistema normativo, di *corporate* e *securities law*, in cui la disciplina è calata.

Partendo dall'analisi del dato normativo, si è osservato che la disciplina del MAR consente parziali deroghe al regime generale di *mandatory disclosure* ove giustificate da «legittimi interessi dell'emittente»: così è espressamente previsto dall'art. 17, comma 4, in materia di ritardo nelle comunicazioni, e alla medesima logica può essere ricondotta in via interpretativa anche la locuzione di «normale esercizio di una funzione» cui fa riferimento l'art. 10, comma 1. Tale nozione, nella parte in cui richiede non soltanto la ricorrenza di un interesse dell'emittente ma anche che esso debba qualificarsi come «legittimo» (ovviamente, da intendersi nell'accezione specifica del contesto normativo in questione e non in quella in uso nel diritto amministrativo), appare ragionevolmente più ristretta di quella di interesse sociale in quanto implica un requisito ulteriore: ovverosia, una valutazione (positiva) di conformità rispetto al contesto normativo in cui è calata, cioè quello della disciplina di mercato sull'informazione societaria.

In linea di principio, la legislazione finanziaria ha come obiettivo, con specifico riferimento alla materia dell'informazione, quello di porre rimedio ai "fallimenti di mercato" che impediscono il raggiungimento di un modello di efficienza informativa perfetta, secondo l'ipotesi c.d. "forte" del modello della *efficient capital markets hypothesis* (*ECMH*) e così facendo persegue una maggiore efficienza del mercato dei capitali (come espressamente dichiarato all'art. 91 TUF). In quest'ottica, le comunicazioni selettive in tanto possono giustificarsi in quanto contribuiscono, in concreto, a un miglioramento dell'efficienza dei mercati in cui operano gli emittenti. Sebbene ciò possa apparire *prima facie* contradditorio con l'impostazione generale del legislatore, che spinge verso la più ampia trasparenza possibile, non lo è, a ben vedere, nella misura in cui il ruolo di "disciplinare" le società quotate e i mercati, sotto il profilo dell'efficienza, è demandato sempre meno al mercato inteso

[1087] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafo 5.1.

quale somma di risparmiatori individuali e sempre più a un numero limitato di operatori e intermediari specializzati. In questa cornice, le comunicazioni selettive rivestono un ruolo di crescente centralità, quale strumento a disposizione dell'emittente per favorire il coinvolgimento dei diversi azionisti (idealmente quelli che possono arrecare maggiori benefici all'emittente). Al tempo stesso, ciò costituisce la ragione principale per cui è necessaria una regolamentazione della materia più sofisticata, che si adegui alle diverse sfaccettature con cui si manifesta nella prassi.

Poiché, come detto, gli interessi delle diverse tipologie di azionisti tendono spesso a confliggere, ciò che consente di identificare le condotte ammissibili è la ricorrenza di un duplice requisito. In primo luogo, è necessario che soddisfino sempre il *test* dell'interesse sociale: ovverosia, che alla luce di una serie di circostanze esse portino a un vantaggio, diretto o indiretto, per l'emittente che consenta di qualificare gli interessi sottesi come sociali. Da questo punto di vista, il lavoro presuppone in qualche modo l'adesione alla teoria secondo la quale sussiste, specie con riferimento alla società quotata, una pluralità di interessi sociali che, a determinate condizioni, possono qualificarsi come "sociali" e, al tempo stesso, cerca di fornire ulteriori evidenze in tal senso, con riferimento al fenomeno specifico oggetto di studio[1088]. In secondo luogo, ove viene in gioco la disciplina di mercato, è necessario *inoltre* che l'interesse realizzato sia coerente anche con l'interesse del mercato, in specie sotto forma di un incremento di efficienza che, anche attraverso l'emittente, contribuisca allo sviluppo dell'intero sistema finanziario. La mancanza di un interesse del mercato potrà essere superata soltanto nella misura in cui ricorra un interesse che la legge, o il sistema in maniera inequivoca, configura come preminente.

Una volta definiti i principi guida a livello teorico, resta il fatto che l'applicazione è tutt'altro che agevole in concreto, almeno per una duplice ragione. Da un lato, gli interessi dei diversi azionisti possono in concreto divergere e questo richiede di comprendere a quali, se del caso, sia legittimo dare preminenza, di volta in volta. Dall'altro lato, sebbene astrattamente le nozioni di interesse del mercato (o legittimo) e di interesse sociale possono convergere (poiché mercati ben funzionanti servono ad allocare in modo efficiente le risorse alle società meglio gestite e, al tempo stesso, una gestione e un governo societario efficienti non solo realizzano l'interesse sociale ma consentono al mercato la sufficiente simmetria informativa per allocare correttamente le risorse), in un'ampia varietà di situazioni ciò può non accadere. In particolare, permane sullo sfondo il potenziale conflitto tra l'interesse del mercato a una tempestiva *disclosure* e l'interesse (dell'emittente, ma in realtà riconducibile ai suoi azionisti, *in toto* o ad alcune categorie) a un certo grado di riservatezza. Anche tale conflitto deve essere risolto in maniera coerente con la linea argomentativa sopra divisata. A tale proposito, possono essere individuati tre diversi scenari fondamentali.

In un primo scenario, le comunicazioni selettive – a prescindere da chi ne sia il destinatario – trovano giustificazione diretta in norme societarie dell'ordinamento nazionale o comunque nella circostanza che, ragionando altrimenti, si determinerebbe una contraddizione insolvibile con i diritti, i doveri e i poteri attribuiti o riconosciuti da altre norme dell'ordinamento. Esempi paradigmatici possono essere, nel primo caso, quello delle comunicazioni di informazioni necessarie per la redazione del bilancio consolidato da parte della controllante e, nel secondo caso, quello delle

[1088] Si veda *supra*, capitolo secondo, paragrafi da 2 a 3.5.

comunicazioni effettuate in via strumentale all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento. Tuttavia, In queste ipotesi, le norme poste dalla legislazione finanziaria a tutela dell'interesse generale degli investitori trovano un limite *esterno* nell'interesse sociale dell'emittente, che la legge stessa individua come preminente. Tali ipotesi, in concreto assai limitate, sostanzialmente prescindono dalla tipologia dell'azionista ricevente le informazioni.

Nel secondo scenario rientra una serie di ipotesi, abbastanza ricorrenti nella prassi e precisamente individuate dalla dottrina, in cui le comunicazioni selettive non trovano diretta giustificazione in alcuna norma, ma *in concreto* sono funzionali al conseguimento di un'efficienza o un risparmio di costi, o comunque, più in generale, alla soddisfazione di un interesse imprenditoriale, in capo all'emittente. In questi casi, si impone grande cautela nell'identificazione del criterio giustificativo delle condotte. Il criterio dell'interesse sociale, nell'accezione tradizionale, rischia infatti di portare in concreto a un'applicazione eccessivamente favorevole nei confronti del socio di controllo, che la disciplina nel complesso dovrebbe invece tendere proprio a limitare.

Il terzo scenario, infine, riguarda le ipotesi in cui le comunicazioni selettive sono effettuate a favore di azionisti diversi da quello di controllo e possono essere giustificabili soltanto in considerazione degli effetti positivi che l'attività di monitoraggio eventualmente svolta da questi, incentivata dalla riduzione di costi derivante dalla ricezione di informazioni in via selettiva, produce *indirettamente* sia per la *governance* dell'emittente sia, di riflesso, per l'efficienza del mercato in generale. In questa ipotesi, la giustificazione non trova origine nella valorizzazione di un concetto antitetico di interesse sociale, quanto invece nell'idea stessa, sintetizzata nel concetto di «interesse *legittimo*», che la *selective disclosure* possa, in determinare circostanze, rappresentare anche un strumento di promozione del mercato. Anche in tale caso, tuttavia, è opportuna una certa cautela. In particolare, la logica argomentativa perseguita impone di considerare, per ciascuna categoria di azionisti, l'effettiva capacità e propensione all'*engagement* e, soltanto sulla base di questa, accordare un diverso trattamento di disciplina.

Un ulteriore profilo problematico è quello legato all'applicazione del principio della parità di trattamento, il quale, in estrema sintesi, implica il dovere di trattare in maniera uguale situazioni uguali e, coerentemente, la facoltà, se non il dovere, di trattare diversamente situazioni non uguali. Anche tale profilo può essere affrontato e risolto applicando coerentemente la logica argomentativa costruita in precedenza: infatti, va considerato che, in ultima istanza, anche tale principio è volto, nel contesto della fattispecie in esame, al perseguimento dell'efficienza del mercato tramite l'eliminazione delle asimmetrie informative tra i partecipanti al mercato e il rafforzamento della fiducia degli investitori. Si può quindi convenire che la parità di trattamento rappresenti un ostacolo soltanto apparente alle comunicazioni selettive, almeno nell'accezione per cui si può ritenere che esse non ne comportino *di per sé* una violazione. È ben possibile che, in concreto, si verifichino situazioni in cui le comunicazioni selettive configurino un trattamento diseguale non tollerabile dall'ordinamento; tuttavia, tali casi ricorrono, secondo la linea interpretativa qui proposta, soltanto nell'ipotesi di comportamenti abusivi da parte degli amministratori (per conto o a vantaggio degli azionisti che rappresentano). Pertanto, al fine di limitare un eccessivo arbitrio da parte degli amministratori, si ritiene che il riferimento alla parità di trattamento debba interpretarsi nel senso di imporre all'agire di questi ultimi una serie di condizioni minime che ne garantiscano la correttezza

sostanziale.

In sintesi, l'applicazione di un trattamento differenziato nell'ammettere e regolare le comunicazioni selettive agli azionisti non soltanto appare giustificabile alla luce dell'interpretazione complessiva delle norme positive e, soprattutto, degli obiettivi del sistema, ma è altresì auspicabile ai fini di una maggiore effettività ed efficienza della disciplina. Il successivo *step* argomentativo impone quindi di ricostruire, coerentemente con l'approccio proposto, una disciplina che tenga anche conto di tre coordinate fondamentali: la diversa "tipologia" dell'azionista richiedente; la tipologia di informazione comunicata (in particolare, se privilegiata o meno); i poteri e i limiti dell'emittente – e, a livello endosocietario, dell'organo amministrativo – nel comunicare selettivamente con gli azionisti.

(b) La disciplina delle comunicazioni selettive all'azionista o alla coalizione di controllo

La prima fattispecie analizzata è quella, di fatto, più ricorrente nella prassi e più trattata, finora, anche dalla letteratura: si tratta cioè dell'ipotesi in cui è l'azionista di controllo a richiedere informazioni selettive all'emittente (capitolo terzo). A tale proposito, si è cercato di comprendere se e in che misura le peculiarità che caratterizzano la posizione dell'azionista di controllo o di riferimento (rispetto al singolo azionista "indistinto") possano giustificare l'ammissibilità di comunicazioni selettive. La risposta non è univoca e in larga parte dipende da alcune fondamentali circostanze.

Prima di tutto, sussistono alcune ipotesi in cui la legge assegna all'azionista che si trovi in tale posizione un vero e proprio *diritto* di ricevere informazioni selettive in via ascendente. Si tratta, tuttavia, di ipotesi assai limitate nel numero e da interpretarsi rigorosamente, in quanto aventi natura manifestamente eccezionale nell'economia generale del sistema. Senza soffermarsi diffusamente sul tema, per ragioni di tempo e opportunità, si è accennato al fatto che un ampliamento di tale diritto potrebbe essere possibile anche nelle ipotesi di direzione e coordinamento, là dove le comunicazioni selettive siano concretamente funzionali all'esercizio del potere di direzione unitaria, in quanto espressamente riconosciuto dall'ordinamento, e giustificate dalla ricorrenza di un interesse di gruppo, ritenuto preminente. Al di fuori di queste strette ipotesi, per contro, deve *negarsi* la sussistenza in capo all'azionista di controllo, in sostanziale coerenza con l'impostazione della dottrina tradizionale, di un diritto generale di ottenere informazioni selettivamente. A questi fini, la fattispecie del mero controllo deve essere trattata diversamente da quella della direzione e coordinamento, pur essendo sostanzialmente contigua nella prassi.

Ciò nonostante, rimane impregiudicata, almeno in linea di principio, la *facoltà* per l'azionista di controllo di richiedere informazioni selettive e, per gli amministratori dell'emittente, quella eventualmente di fornirle. Concretamente, però, quest'ultima deve ritenersi limitata sotto diversi profili, vuoi espressamente dalla legge vuoi in virtù di una corretta applicazione dei principi del sistema. In particolare, i limiti in questione dipendono dalla *tipologia* di informazione in oggetto (sopratutto, dalla circostanza che si tratti di informazioni *privilegiate* o meno) e dalla *funzione* per la quale le informazioni sono richieste e possono essere utilizzate dall'azionista.

Il primo profilo, riguardante la natura privilegiata o meno dell'informazione, è quello

senz'altro più rilevante nell'attuale quadro di disciplina. Al di fuori delle pochissime proibizioni specifiche espressamente previste dalla legge (principalmente, per le condotte configuranti abusi di mercato), l'organo amministrativo dell'emittente gode di un potere discrezionale nel decidere se comunicare o meno con l'azionista, atteso che tale comunicazione può, alla luce delle circostanze particolari, risultare opportuna nell'interesse dell'emittente. Da ciò emerge, però, la necessità di precisare, per quanto possibile, i criteri e i limiti cui deve conformarsi l'azione del primo. Con un ragionevole grado di semplificazione sono state individuate tre fondamentali *funzioni* per le quali le informazioni ricevute in via selettiva possono essere utilizzate dall'azionista di controllo. In aggiunta, sussiste teoricamente una quarta ipotesi, pacificamente inammissibile, in cui le informazioni privilegiate ricevute in via selettiva sono utilizzate, dichiaratamente o meno, da quest'ultimo a scopo di *trading*.

Una prima ipotesi riguarda le situazioni in cui il consiglio di amministrazione comunichi all'azionista di controllo informazioni con l'obiettivo di sondare preventivamente l'intenzione di partecipare a una potenziale operazione di investimento. Tale fattispecie è oggi espressamente regolata dal MAR (art. 11) ed è ammissibile a condizione che sia rispettato uno specifico procedimento volto, da un lato, a consentire a chi comunica e a chi riceve le informazioni di valutarne la natura privilegiata e le eventuali conseguenze e, dall'altro lato, a favorire un eventuale controllo *ex post* della regolarità della condotta, nonché al fatto che ricorra l'interesse legittimo di cui si è parlato in precedenza (il quale tuttavia si presume nelle operazioni che nella prassi sono tipicamente oggetto di sondaggi di mercato).

Una seconda ipotesi, solo in piccola parte sovrapponibile alla precedente, si ha quando le informazioni richieste dall'azionista siano in qualche modo connesse all'intenzione di vendita, totale o parziale, della partecipazione dell'azionista di controllo o di riferimento. In linea generale, la legge facilita il flusso di informazioni tra la società *target* e i suoi potenziali acquirenti, specie ove in qualche modo connesso alle attività di *due diligence*, in quanto indirettamente favorisce la creazione di un mercato per il trasferimento del controllo, nonché, per quanto possibile nel contesto del nostro sistema economico, la sua contendibilità. Ciò appare altresì coerente con l'interesse (qualificabile come sociale) più generale a favorire la trasferibilità delle partecipazioni qualificabili, per lo meno, come "di blocco". Coerentemente con tale impostazione di fondo, le conclusioni sono parzialmente diverse a seconda dell'entità della partecipazione negoziata e, in particolare, della circostanza che si tratti di partecipazione di controllo o meno. Più specificamente, l'estensione della facoltà dell'emittente di comunicare selettivamente con i potenziali acquirenti informazioni di natura privilegiata, è diversa a seconda della diversa rilevanza, sotto il profilo anche qualitativo e non meramente quantitativo, della partecipazione in oggetto. Ciò significa, in particolare, che nelle operazioni di trasferimento di blocchi di partecipazioni rilevanti soltanto sotto un profilo quantitativo e formale (*i.e.* nell'accezione di cui all'art. 120 TUF), ma che non attribuiscono in via di fatto prerogative speciali (come invece nel caso *sub* (*ii*)) è consentita la comunicazione selettiva di informazioni solamente nei limiti e con le modalità previste dalla nuova disciplina sui sondaggi di mercato.

Nell'ipotesi di informazioni non privilegiate, invece, la facoltà di comunicazioni selettive deve anzitutto ritenersi implicitamente garantita in tutte le ipotesi, e nella misura prevista, in cui lo sia per le informazioni privilegiate. Inoltre, è ragionevole ritenere che gli amministratori godano

nel complesso di una libertà maggiore nella comunicazione di informazioni, nella misura in cui la trasferibilità delle partecipazioni realizza un interesse qualificabile come sociale, specie se le stesse sono, per caratteristiche concrete difficilmente trasferibili sul mercato. Al tempo stesso, le differenze tra informazione privilegiata o non sono molto sfumate nella pratica: poiché le comunicazioni compiute nel contesto e in funzione di operazioni di M&A difficilmente escludono *in toto* informazioni privilegiate, ne consegue che, di fatto, la valutazione di legittimità delle condotte compiuta dagli amministratori tende ad attestarsi sullo standard più elevato richiesto per le informazioni privilegiate.

La terza ipotesi, in una certa misura residuale, abbraccia le situazioni in cui l'azionista di controllo richieda all'emittente informazioni con l'obiettivo di esercitare un generale potere di monitoraggio sull'operato del *management* ed eventualmente anche del consiglio di amministrazione o di una parte dei consiglieri. Tali ipotesi sono in concreto poco frequenti nel nostro ordinamento, dove prevale ancora una sostanziale immedesimazione, o comunque un fortissimo legame, tra l'azionista di controllo e il consiglio di amministrazione o una maggioranza dello stesso. Resta però il fatto, nelle ipotesi sempre più frequenti in cui, pur a fronte di un azionariato poco disperso, non vi sia immedesimazione formale tra l'azionista di controllo e il consiglio di amministrazione e, soprattutto, il *management*, nonché nelle vere e proprie *public company* italiane, l'azionista di controllo (o di riferimento, a seconda del caso) può svolgere effettivamente un ruolo di monitoraggio anche significativo, con riferimento ai *managerial agency cost*. Ciò non significa però che per svolgere eventualmente tale ruolo sia necessario, e quindi giustificabile, l'acquisizione di informazioni in via selettiva, in aggiunta rispetto a quelle disponibili a tutti gli azionisti. In queste ipotesi, infatti, è particolarmente complesso per gli amministratori valutare quale uso sarà fatto dell'informazione e, inoltre, vi è il concreto rischio che il socio utilizzi tali informazioni a proprio esclusivo vantaggio: complessivamente, quindi, i costi di una soluzione permissiva rischiano di superare i potenziali benefici, atteso che, tra l'altro, il monitoraggio che l'azionista di controllo (ma che *non* esercita direzione e coordinamento) può svolgere è comunque limitato all'esercizio dei diritti e dei poteri che l'ordinamento formalmente mette a disposizione di tutti gli azionisti, e quindi al contesto assembleare (o pre-assembleare).

A chiusura di questa analisi è possibile fare alcune considerazioni più generali sul rapporto tra informazioni privilegiate e non, ai fini della disciplina delle comunicazioni selettive all'azionista di controllo. Sinteticamente, si può concludere quanto segue. Nell'ipotesi di informazioni *non privilegiate*, la ricorrenza di un interesse qualificabile come sociale costituisce giustificazione sufficiente, a patto che tale interesse consenta anche di differenziare la posizione del richiedente dagli altri azionisti, nel rispetto (sostanziale) del principio di parità di trattamento. La valutazione è, comprensibilmente, più complessa nel caso delle informazioni *privilegiate*. In questo caso, la comunicazione selettiva, per essere legittima, deve essere improntata, alla luce di circostanze specifiche quali la funzione della comunicazione e/o la tipologia di destinatario, alla realizzazione, non solo di un interesse sociale, ma contemporaneamente anche di un interesse di portata generale che ne consenta il bilanciamento, e in alcuni casi anche la prevalenza, rispetto all'interesse (anch'esso generale) alla trasparenza e al corretto funzionamento del mercato. La disciplina del MAR prevede alcune ipotesi in cui, a determinate condizioni, lo scambio di tali informazioni è consentito, perché

allineato con lo sviluppo del mercato: si tratta, in particolare, di ipotesi in cui le comunicazioni selettive realizzino una maggiore efficienza per l'emittente nel finanziarsi sul mercato o una maggiore contendibilità del controllo. Più difficile è invece affermare il legittimo esercizio di tale facoltà con riferimento a ipotesi generiche in cui la giustificazione addotta sia da ricondurre a un generico interesse dell'azionista di controllo a monitorare l'operato di amministratori e *management*. Diversamente da quanto accade per gli investitori istituzionali, la funzione di *monitoring* eventualmente effettuata dall'azionista di controllo ha contorni piuttosto ambigui e si presta a nascondere facili abusi: ciò suggerisce particolare cautela sul punto, per evitare di attribuire ulteriori poteri allo stesso, in potenziale pregiudizio alle minoranze, che negli ordinamenti continentali rappresentano la categoria che subisce maggiormente i costi di agenzia dell'organizzazione societaria.

Dalle considerazioni che precedono emerge altresì in maniera evidente la difficoltà di applicare l'attuale disciplina in maniera sufficientemente flessibile, come sarebbe invece quanto mai necessario per valorizzare in maniera efficiente le differenze tra le diverse tipologie di azionisti nel contesto della *corporate governance* delle società quotate. L'analisi della fattispecie dell'azionista di controllo ha sollevato due possibili direttrici, lungo le quali si può cercare di elaborare una proposta di soluzione al problema: (*i*) la necessità di una valutazione in concreto, caso per caso, della legittimità delle comunicazioni selettive, che tenga conto di alcune circostanze particolari, tra cui la tipologia di destinatario, il contenuto dell'informazione e il contesto in cui accadono; (*ii*) il ruolo centrale che gli amministratori dell'emittente possono, e devono, giocare in tale valutazione se si vuole pervenire a risultati più efficienti in un'ottica di sistema.

(c) La disciplina delle comunicazioni selettive agli investitori professionali

La funzione di monitoraggio assume invece un ruolo di assoluta preminenza con riferimento alla fattispecie delle comunicazioni selettive verso gli investitori professionali, la quale si lega a doppio filo con il fenomeno dello *shareholder activism*. Quest'ultimo ha assunto negli ultimi anni grande centralità nella prassi e, di pari passo, nell'agenda di riforma del legislatore comunitario, diventando «uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate». Tale *favor* si spiega, sopratutto, con il fondamentale presupposto che un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali nella *governance* delle società quotate contribuisca a ridurre i costi di agenzia attraverso il monitoraggio delle condotte dei *manager* o del gruppo di controllo. Il legame tra attivismo e comunicazioni selettive si fonda, essenzialmente, sulla circostanza che queste ultime consentono di instaurare un rapporto collaborativo stabile e duraturo tra società e gli investitori professionali e così facendo di incentivarli verso un maggiore attivismo. In un'ottica prescrittiva, le comunicazioni selettive agli investitori professionali possono trovare legittimazione proprio nella misura in cui siano in grado di favorire in concreto l'attivismo, con effetti positivi sulla *governance* e sulla gestione delle società partecipate, in ciò realizzando un interesse qualificabile come legittimo, nei termini di cui si è detto in precedenza.

Di fatto, qualsiasi manifestazione di *shareholder activism* (o *engagement* che dir si voglia), a prescindere da intensità e modalità, comporta un costo intrinseco per chi la compie. Affinché tale strategia sia razionalmente appetibile, i profitti attesi per il soggetto agente devono essere sufficienti

a compensare i costi dell'attivismo. Tuttavia, i benefici prodotti dalle iniziative attiviste, misurabili principalmente in termini di eventuale incremento del valore delle azioni, possono essere facilmente appropriabili da tutti gli azionisti, anche da coloro che sono rimasti inerti. La *selective disclosure* può, a determinate condizioni, contribuire a favorire, in via diretta o indiretta, il conseguimento di tale effetto, neutralizzando o limitando tali fenomeni di *free riding* e conseguentemente riducendo i disincentivi all'attivismo che ne derivano. In particolare, consente all'emittente di lasciare sul piatto un qualche "valore", sotto forma di informazioni riservate, a favore di uno o più specifici investitori selezionati, con ciò fornendo soltanto a questi ultimi un incentivo a interfacciarsi con esso.

Al tempo stesso, in assenza di regole precise tali informazioni possono essere sfruttate dagli investitori anche in maniera opportunistica e a danno dell'emittente (ad esempio, tramite il *trading* informato). Dal che sorgono tre domande: (*a*) a quali condizioni le comunicazioni selettive agli investitori professionali possono dirsi conformi all'interesse sociale; (*b*) se le comunicazioni selettive rappresentino effettivamente uno strumento imprescindibile, oppure invece soltanto eventuale e accessorio, per coinvolgere gli investitori nei termini anzidetti; (*c*) quali investitori siano effettivamente legittimati (o dovrebbero esserlo, in una prospettiva di opportunità) a dialogare selettivamente in virtù di tale argomento e, nel caso, se sia possibile (o, comunque, opportuno) discriminare tra diverse tipologie di investitori sulla base di tale criterio. Le risposte a tali domande sono differenti a seconda che si considerino le diverse tipologie di investitori professionali, in particolare nel caso dei fondi attivisti in senso stretto rispetto ai c.d. investitori istituzionali (*e.g.* gestori del risparmio, fondi passivi, *index fund*, fondi pensione pubblici). Su questo punto, diversamente dall'approccio seguito dal legislatore comunitario, fondato su di una distinzione tra attivismo "buono" e "cattivo" alla luce dell'orizzonte temporale, le diverse tipologie di attivismo sono considerate sullo stesso piano, alla luce degli effetti positivi che esse possono apportare agli emittenti e al mercato.

Con riferimento agli operatori strutturalmente *attivisti*, è importante sottolineare che la decisione di iniziare una campagna attivista su una determinata *target* costituisce l'esito di una valutazione prospettica circa il fatto che i costi dell'attivismo siano inferiori ai benefici direttamente appropriabili (essenzialmente in termini di migliore *performance* dell'investimento iniziale). Le comunicazioni selettive tra emittente e fondi attivisti possono in alcuni casi migliorare il differenziale tra profitti attesi e costi, in modi diversi a seconda del tipo di strategia attivista impiegata in concreto.

Nelle ipotesi di *private engagement*, cioè di attivismo condotto a "porte chiuse" di concerto con l'emittente, la *selective disclosure* è funzionale in un primo momento alla negoziazione tra le parti e, in un secondo momento, nell'eventualità in cui la società decida di implementare le soluzioni proposte dai fondi, al monitoraggio diretto della fase di implementazione. Invece, nelle ipotesi di *public engagement*, che tendono di norma ad assumere una connotazione ostile, la *selective disclosure* ha la funzione principale di fornire ai fondi, il più delle volte per tramite di un *insider* appositamente designato da questi ultimi nel *board* della società (c.d. *activist director*), le informazioni necessarie per decidere se proseguire la campagna attivista. Poiché i fondi attivisti non sono in grado di ottenere *performance* migliorative rispetto al "mercato" sulla base delle sole informazioni reperibili pubblicamente e delle analisi proprietarie, il *business model* di tali operazioni richiede di

reperire informazioni riservate dall'interno, che consentano di valutare i passi successivi da compiere (eventualmente anche la dismissione immediata dell'investimento), secondo un modello di tipo multi-*step*. Le comunicazioni selettive assumono un ruolo ancor più centrale nelle ipotesi in cui le iniziative attiviste, pubbliche o private, intervengano non soltanto sulla *governance* o su decisioni di breve periodo (come dismissioni di *asset* particolari), bensì anche sulla strategia imprenditoriale della *target* (c.d. *strategic* o *constructivist activism*), in quanto il fondo lavora a fianco del *management* per la soluzione di problemi strategici e ciò necessita di un canale di dialogo stabile tra il fondo, gli amministratori designati e le funzioni operative dell'emittente.

Le osservazioni compiute consentono di dare risposta sostanzialmente positiva al quesito principale se le comunicazioni selettive siano *necessarie* per lo sviluppo dell'attivismo. Infatti, esse rappresentano un elemento ormai necessario e imprescindibile, direttamente o indirettamente, affinché i fondi godano di incentivi sufficienti all'attivismo. Un analogo risultato non sarebbe conseguibile mediante un sistema di *public disclosure*: sia perché la selettività consente di per sé di non disperdere incentivi all'attivismo, sia perché a condizioni diverse gli emittenti stessi non sarebbero disponibili a fornire le medesime informazioni, stante la rilevanza strategica, per timore di esporsi a uno svantaggio competitivo. Tale ruolo è ancora più accentuato nelle forme di *strategic activism*, che per altro hanno forse il maggiore impatto sugli emittenti.

Discorso differente deve essere fatto per gli *investitori istituzionali* veri e propri, i quali, seppure con intensità diverse, tendono a essere fisiologicamente caratterizzati da un atteggiamento di apatia razionale rispetto ai propri investimenti. Infatti, il coinvolgimento di tali soggetti nella *governance* delle società quotate rimane per ora limitato per lo più a iniziative a basso costo e ad altrettanto basso impatto (c.d. *low cost activism*) e nel complesso si attesta a livelli ben inferiori a quelli ritenuti ottimali dal legislatore. Ciò non toglie che gli investitori istituzionali siano comunque in grado di produrre efficienza per le società partecipate e per il sistema, tramite diversi canali, non solo attraverso le iniziative di *engagement* a basso costo: ad esempio, controllando la veridicità delle informazioni che il *management* fornisce al mercato, fornendo supporto in vista di operazioni straordinarie e in situazioni eccezionali di difficoltà o svolgendo attività di *gatekeeping* nei confronti delle iniziative attiviste più aggressive e orientate a una logica speculativa. Nondimeno, si registra la volontà politica di favorire un maggiore e migliore (nel senso di più incisivo) coinvolgimento soprattutto degli operatori globali di maggiori dimensioni, rispetto ai livelli attuali ritenuti per molti aspetti sub-ottimali per il sistema.

Uno degli strumenti sempre più diffusi con cui gli investitori istituzionali esercitano l'attività di *stewardship* è proprio quello dei dialoghi riservati con gli emittenti, attraverso cui possono comunicare, in via sostanzialmente "amichevole" le priorità della propria agenda e formulare proposte di cambiamento. L'effettività di tali dialoghi è funzione soprattutto della crescente influenza che gli investitori istituzionali stanno assumendo nell'azionariato diffuso e del ruolo che, per ciò stesso, svolgono quali "*pivot*" nelle campagne portate avanti dai fondi attivisti veri e propri, delle quali sono in grado di determinare l'esito in un numero sempre maggiore di casi. Sebbene la prassi dei dialoghi selettivi con gli investitori istituzionali trovi ormai riconoscimento in numerosi corpi normativi di *soft law* e indirettamente anche nella nuova SRD II, essa incontra di fatto un ostacolo significativo nell'attuale regolamentazione del MAR. In particolare, le incertezze

nell'interpretazione della disciplina e l'assenza di un vero *safe harbor* tendono a disincentivare tali interlocuzioni, per il pericolo che possano comportare, in capo agli investitori, una restrizione alla facoltà di *trading* che sarebbe intollerabile per il modello di *business* con cui operano.

Fermo restando che i dialoghi con gli emittenti non necessariamente implicano la comunicazione selettiva di informazioni, soprattutto privilegiate, agli investitori istituzionali, spesso ciò risulta in concreto necessario al fine di favorire un coinvolgimento attivo ed efficace da parte di questi ultimi. Le ragioni sono comprensibili se si considerano tre aspetti fondamentali: in primo luogo, l'esistenza di un problema di *information overload*, che aumenta i costi per reperire e processare informazioni e quindi riduce ulteriormente gli incentivi all'attivismo degli istituzionali, laddove la *selective disclosure* consente di dialogare con gli emittenti esclusivamente sui temi di diretto interesse; in secondo luogo, l'interesse di entrambe le parti coinvolte nei dialoghi a tenerli riservati; infine, i dialoghi selettivi consentono agli investitori istituzionali di collaborare con gli attivisti, mantenendo però solo un ruolo di appoggio "dietro le quinte", così riducendo i costi dell'attivismo per i primi e in parte gli incentivi all'apatia. Per favorire questo ruolo da "*kingmaker*" degli investitori istituzionali è però necessario che le parti direttamente in conflitto, gli attivisti e l'emittente, possano preventivamente e in via riservata colloquiare con i primi, per provare a convincerli a supportare la loro visione imprenditoriale, rispetto a quella dell'avversario. Ciò richiede che tali colloqui, che generalmente comportano anche la comunicazione di informazioni privilegiate, possano essere tenuti, almeno provvisoriamente, all'oscuro del mercato, poiché un'eventuale *disclosure* frustrerebbe sin dall'inizio ogni successo dell'iniziativa attivista.

Nel complesso, dunque, le comunicazioni selettive agli investitori professionali possono trovare una generale legittimazione coerente con il sistema nella circostanza in cui possano effettivamente favorire un maggiore coinvolgimento di questi ultimi nella *governance* e nella gestione delle società quotate, così migliorandone l'efficienza e quella del sistema finanziario in generale: in ciò può, in sintesi, riscontrarsi la ricorrenza non solo di un interesse qualificabile come sociale, ma anche di un interesse legittimo, nei termini di cui sopra. Tale circostanza, tuttavia, dipende in larga parte dall'uso che i destinatari fanno in concreto delle informazioni ricevute selettivamente. Se, da un lato, i rischi di un utilizzo opportunistico non costituiscono di per sé un argomento sufficiente per proibire simili fattispecie di comunicazione selettive *tout court*, dall'altro lato sorge la necessità di regolare il fenomeno in maniera tale da impedire le manifestazioni patologiche e, per contro, orientare le condotte degli operatori verso gli esiti più virtuosi per il sistema. Questo implica la necessità di modulare le regole, sopratutto circa l'*an* e il *quantum* di comunicazioni selettive ammissibili, a seconda dei soggetti destinatari e delle circostanze concrete, al fine di minimizzare le ipotesi "inefficienti" e massimizzare quelle "efficienti".

Tale approccio, non solo è sostanzialmente coerente con un'interpretazione sistematicamente coerente del principio di parità di trattamento, ma anche con l'obiettivo generale di minimizzare la *selective disclosure*, là dove non sia strettamente opportuna e, al contempo, di ridurre i rischi di *leakage* informativo. Un ostacolo più significativo deriva invece dall'applicazione della disciplina *market abuse*: a questo proposito, le norme del MAR analizzate non paiono particolarmente adatte a conseguire l'obiettivo dichiarato. Poiché tale disciplina è stata in origine pensata primariamente per tutelare il risparmiatore individuale, favorendo un regime di trasparenza *diretta*

più ampio possibile, essa difficilmente si presta, se non al costo di incertezze eccessive per gli operatori, ad ammettere in via interpretativa ipotesi di comunicazioni selettive, al di fuori delle limitate eccezioni espresse. Di fatto, essa non offre, *de iure condito*, soluzioni adeguate ai "nuovi" problemi che sono stati evidenziati con riferimento ai dialoghi tra emittenti e investitori professionali. Inoltre, i recenti sviluppi evolutivi che interessano, dopo gli Stati Uniti, anche i mercati europei pongono ulteriormente in evidenza l'inadeguatezza di un approccio di tutela esclusivamente orientato alla figura del "piccolo risparmiatore" e richiedono un ripensamento strutturale. In particolare, la progressiva riconcentrazione della proprietà azionaria diffusa nelle mani dei grandi *asset manager* istituzionali, pone nelle mani di questi ultimi, in vece dei loro clienti finali, il potere di influire sulla *governance* delle società partecipate. Al tempo stesso, il corretto funzionamento del sistema richiede che tale potere sia effettivamente esercitato, dal momento che sta venendo meno, contemporaneamente, il potere disciplinante del "mercato", inteso come somma delle decisioni individuali dei piccoli risparmiatori.

L'evoluzione nel mercato del risparmio determina dunque un mutamento sostanziale del modo in cui devono essere inquadrate, e disciplinate, anche le comunicazioni selettive. In quest'ottica, puntare sulla massima *mandatory disclosure* non garantisce il risultato più efficiente: infatti, livellando l'ammontare di informazioni che ciascun investitore può ricevere, si rischia che le informazioni disseminate siano eccessive per alcune tipologie di investitori e al tempo stesso troppo scarse per altre, così riducendone le partecipazione attiva a livelli subottimali. Al contempo, man mano che il mercato del risparmio gestito si popola di soggetti che concorrono per la fiducia dei propri clienti attraverso la differenziazione delle strategie di investimento, viene meno quell'omogeneità di partenza tra azionisti che sta alla base dell'interpretazione più rigida del principio di parità di trattamento.

Le conclusioni dell'analisi svolta suggeriscono la necessità di ripensare la filosofia e l'impianto della disciplina in maniera organica, superando il tradizionale approccio *one size fits all* che ancora permea la legislazione vigente e cercando di immaginare soluzioni più flessibili, che tengano conto delle complesse dinamiche di mercato che interessano sia la *governance* degli emittenti sia il livello "superiore", cioè quello degli investitori professionali. In questa prospettiva, vi sono almeno due fondamentali ostacoli da superare per conseguire un funzionamento più efficiente dei mercati: il disincentivo rappresentato dalle norme del MAR in materia di abusi di mercato, con riferimento alle informazioni ricevute tramite *selective disclosure*, e i costi di monitoraggio che gli investitori professionali scontano, in misura diversa a seconda dei casi. Un eventuale tentativo di riforma organica della materia dovrebbe mirare a contemperare due esigenze: allentare le stringenti regole di mercato previste in materia di comunicazioni selettive, nella misura in cui siano destinate a investitori professionali, ma al tempo stesso evitare che le informazioni comunicate siano utilizzate per benefici privati, a danno dell'emittente. Ciò implica, ormai inevitabilmente, la necessità di accettare un superamento del principio di uguaglianza formale tra investitori, a favore di un approccio differenziato, che tenga conto delle oggettive diversità tra azionisti.

Prima di tutto, occorre superare la concezione tradizionale che vede una stretta interdipendenza tra la disciplina delle comunicazioni selettive e quella degli abusi di mercato, in considerazione del fatto che, come si è visto, la prima regola un fenomeno assai più ampio e variegato, e deve

perseguire obiettivi più ampi e ulteriori rispetto alla semplice prevenzione dei secondi. In particolare, occorre che la legge preveda la possibilità di limitare o anche di sospendere il generale divieto di *selective disclosure*, ad esempio prevedendo alcune esenzioni specifiche, nella stretta misura in cui essa serva in concreto l'obiettivo di coinvolgere gli investitori professionali in iniziative che hanno un impatto positivo per l'emittente, senza però che ciò comporti, al tempo stesso, un limite sul versante della repressione dei comportamenti abusivi, anzi rafforzandone il monitoraggio e l'*enforcement* in questi casi per evitare condotte opportunistiche.

Occorre infatti evitare altresì che tali esenzioni producano un difetto di trasparenza ingiustificato sul mercato. A tale fine, l'interesse dell'emittente rimane la condizione necessaria minima per giustificare ipotesi di "liberalizzazione" delle comunicazioni selettive nei confronti degli investitori professionali. In questo caso, sarebbe forse più efficiente consentire una sospensione temporanea dell'obbligo di *public disclosure*, per il tempo strettamente necessario a evitare che quest'ultima vanifichi qualsiasi incentivo per gli investitori ad attivarsi, ferma restando comunque l'applicazione delle norme in materia di abusi di mercato. Tale interruzione nell'informazione al mercato sarebbe quindi fisiologicamente temporanea: al fine di fornire al mercato adeguata trasparenza delle interlocuzioni tra società e azionisti, è necessaria una specifica forma di pubblicità *ex post*, da effettuarsi su base episodica ed entro un periodo di tempo massimo dalla data delle comunicazioni intercorse, la quale dovrebbe riportare, in sufficiente dettaglio, con quali investitori la società ha dialogato, in che date, e una sintesi degli argomenti affrontati. Inoltre, una pubblicità più ampia e comprensiva potrebbe essere prevista su base periodica, ad esempio nel contesto della relazione annuale di *corporate governance*. Simili obblighi di *disclosure* "postuma" avrebbero anche il vantaggio di rendere più agevole il monitoraggio da parte delle autorità sulla condotta degli emittenti e degli azionisti rispetto alle norme in materia di *insider trading*, con riferimento al periodo più delicato in cui l'informazione comunicata selettivamente è rimasta riservata, così ponendo rimedio, almeno parzialmente, alle tradizionali difficoltà di individuazione delle condotte che caratterizza l'*enforcement* di tale disciplina.

Tale proposta nulla toglie al fatto che gli amministratori dell'emittente rimangono in ogni caso investiti, in ultima istanza, del potere di decidere se comunicare o meno con l'azionista che ne faccia richiesta. Al tempo stesso, essa delinea, *de iure condendo*, alcune modifiche da apportare al quadro regolamentare che potrebbero consentire agli attori in gioco, sia dal lato degli organi sociali sia dal lato degli investitori, di compiere tali decisioni avendo come parametro di riferimento la realizzazione di un'effettiva efficienza a favore, non solo dell'emittente, ma del mercato.

(d) I doveri e le responsabilità degli amministratori rispetto alle decisioni in tema di comunicazioni selettive agli azionisti

In ultima istanza, dunque, il sistema pone inevitabilmente in capo agli amministratori dell'emittente il potere ma soprattutto la responsabilità di decidere se e cosa comunicare, pur all'interno del quadro di prescrizioni regolamentari. Pertanto, soprattutto in una prospettiva che guarda alla dimensione endosocietaria del fenomeno delle comunicazioni selettive agli azionisti, sorge la necessità di identificare, anche in via interpretativa, le regole di comportamento cui gli

amministratori devono attenersi a tale proposito. L'importanza di questo tema nasce soprattutto dal fatto che, poiché le comunicazioni selettive agli azionisti tendono naturalmente a catalizzare una contrapposizione tra interessi facenti capo alle diverse *constituency* azionarie, occorre definire se e come ciò possa essere compatibile con il generale dovere degli amministratori di perseguire e realizzare l'interesse sociale.

Nell'ultimo capitolo sono state quindi affrontate le implicazioni di tale fattispecie sul piano della disciplina dei doveri e delle responsabilità degli amministratori, dedicando particolare attenzione all'ipotesi, sempre più ricorrente nella prassi, in cui sia il singolo amministratore ad interloquire con gli azionisti. Tale fattispecie, che esula dalle raccomandazioni tipicamente contenute nei codici di autodisciplina e di *stewardship* in materia di dialoghi con gli azionisti, diventa centrale soprattutto nelle ipotesi di comunicazioni con gli azionisti di minoranza, che sempre più spesso riescono a designare uno o più amministratori nel consiglio delle società partecipate, i quali spesso si fanno, in fatto, rappresentanti degli interessi particolari della *constituency* che li ha nominati (c.d. *constituency director*). In particolare, ci si è soffermati su tre fondamentali profili: i requisiti di indipendenza degli amministratori; la disciplina del conflitto di interessi; i doveri fiduciari, in particolare il c.d. *duty of loyalty*, e le connesse responsabilità.

In primo luogo, si è ritenuto che la comunicazione selettiva di informazioni non configuri *di per sé* una violazione *assoluta* delle norme in materia di conflitto di interessi: questo nemmeno nell'ipotesi in cui avvenga in ottemperanza o in conseguenza dell'affiliazione dell'amministratore al proprio azionista *sponsor*, in conseguenza della nomina in consiglio e/o di altre relazioni particolari. Il che, tra le altre cose, rende non soltanto tale condotta ma anche la figura del *constituency director* astrattamente compatibile con le norme e i principi del nostro ordinamento. Per contro, è ben possibile che in circostanze contingenti l'amministratore in questione venga a trovarsi in una situazione di conflitto giuridicamente rilevante rispetto a determinate deliberazioni, sia in ragione degli interessi personali che egli trae dalla relazione, spesso anche contrattuale, con l'azionista che l'ha nominato sia quale riflesso degli interessi dell'azionista di riferimento di cui egli si fa portatore, nel caso in cui essi siano divergenti rispetto all'interesse sociale. In tal caso, l'applicazione dei principi e della disciplina in materia di conflitto di interessi può richiedere alcuni aggiustamenti, interpretativi e non solo, per adattarsi alle particolarità del caso[1089].

In secondo luogo, coerentemente con l'idea che l'ammissibilità delle comunicazioni selettive in un'ottica sistematica si giustifichi in larga parte per l'utilità che esse possono offrire all'attività di monitoraggio che gli azionisti possono compiere e dunque per il contributo che possono offrire, alla società e al mercato, in termini di incremento di efficienza, agli amministratori che svolgono un compito funzionale a tale obiettivo dovrebbe essere consentito di poter ampliare le proprie prerogative individuali, soprattutto in termini di accesso alle informazioni endo-societarie. Pertanto, fermi restando i principi generali in materia di organizzazione dei poteri e delle competenze dell'organo amministrativo e dei soggetti delegati, si ritiene già oggi sul piano del diritto positivo italiano che ai singoli amministratori debba essere riconosciuto il potere diretto di richiedere e reperire informazioni anche al di fuori della ristretta sede consiliare. Il riconoscimento di tale prerogativa,

[1089] Si veda *supra* capitolo quinto, paragrafi 3.3 e ss.

tra l'altro, avrebbe l'ulteriore effetto positivo di porre rimedio, almeno in parte, ai limiti mostrati dal modello del c.d. *independent board*, con riferimento alla reale capacità degli amministratori indipendenti di controllare effettivamente l'operato del *management* e dei soci di controllo.

Al tempo stesso, il riconoscimento di una più ampia facoltà di indagine agli amministratori, e in particolare ai *constituency director*, evidenzia e forse acuisce un ulteriore problema: ovverosia, quello riguardante il modo e gli obiettivi con cui essi possono quindi utilizzare, e soprattutto condividere, le informazioni così acquisite, e i connessi profili di responsabilità. Sotto quest'ultimo aspetto, in linea di principio le comunicazioni selettive verso terzi, inclusi gli azionisti, aventi ad oggetto *corporate information* comportano una violazione del dovere di riservatezza, e dunque del *duty of loyalty*, cui gli amministratori sono tenuti. Tuttavia, vi sono argomenti giuridici e ragioni di opportunità per ritenere che tale conseguenza non debba applicarsi nell'ipotesi (e soltanto in quella) in cui siano rivolte dal *constituency director* al proprio *sponsor*. Ciò non significa, però, che il soggetto che agisce sia sottratto da un giudizio di legittimità relativamente a tale operato, il quale potrà essere ritenuto legittimo ove coerente con l'adempimento dei doveri fiduciari verso l'emittente.

Con riferimento allo *standard of review* da impiegare in tale valutazione, la linea di demarcazione tra la *business judgement rule* e l'applicazione di uno scrutinio di merito pieno varia a seconda di diversi aspetti. Da un lato, saranno soggetti alla *BJR* sia le decisioni dell'organo amministrativo riguardanti la predisposizione degli assetti organizzativi riguardanti la circolazione delle informazioni verso gli azionisti, purché conformi alle norme imperative, sia gli atti adottati dal consiglio di amministrazione collegialmente in coerenza con tali assetti. Ciò in ossequio all'idea che la gestione della *corporate information* debba essere equiparata, in linea di principio, a qualsiasi atto di organizzazione imprenditoriale che riguardi gli *asset* della società, sul presupposto che e nella misura in cui, secondo l'orientamento prevalente, siano soggette a *BJR* le decisioni in materia di predisposizione degli assetti organizzativi in generale. Dall'altro lato, vi sono ipotesi in cui le comunicazioni selettive effettuate dall'amministratore siano in concreto viziate da conflitto di interessi. Tra queste, quella che assume maggior rilievo ai fini della presente trattazione è non tanto quella tradizionale, in cui vi sia un interesse personale dell'amministratore nella deliberazione, ma quella in cui esso faccia capo all'azionista di cui l'amministratore si faccia rappresentante e portavoce in consiglio. In queste ipotesi si pone il problema di determinare se tale interesse – in principio attribuibile all'azionista ma che si riflette sulla condotta dell'amministratore – sia o meno compatibile con l'interesse sociale. Ferma restando la complessità della questione, nonché la mutevolezza dei parametri di riferimento nel tempo, si ritiene per lo meno che tale giudizio richieda una valutazione nel merito della condotta, con particolare riferimento agli effetti concreti, diretti e indiretti, causati dalla comunicazione di informazioni, e dunque non debba godere della protezione della *business judgement rule*.

Pertanto, anche nella diversa prospettiva degli amministratori, si è posto in evidenza come gli effetti, la rilevanza e quindi anche il giudizio, in termini di meritevolezza e legittimità, delle comunicazioni selettive sia fortemente dipendente dalle circostanze concrete e dunque richieda un'analisi caso per caso. Ragionando diversamente vi è il concreto rischio di commettere rilevanti errori di valutazione, vuoi in un senso (cioè con un eccesso di rigidità, che finisce in ultima istanza

per precludere l'opportunità di pervenire a una *governance* più efficiente) vuoi in quello opposto (avallando inconsapevolmente comportamenti abusivi da parte di alcuni azionisti, a danno dell'emittente e degli altri azionisti).

Un controllo giudiziale postumo dell'agire degli amministratori sotto il profilo delle comunicazioni selettive agli azionisti, incentrato sulla valutazione del modo in cui le informazioni comunicate siano state utilizzate e degli effetti concreti, sull'esempio di quanto già accade in molti casi giudiziali negli Stati Uniti e, almeno in parte, nel Regno Unito, rappresenta quindi una soluzione senz'altro più flessibile e adeguata alle esigenze evidenziate. Sotto il profilo giuridico, tale modello è, in principio, astrattamente compatibile con il nostro ordinamento societario ma richiede alcuni aggiustamenti, soprattutto al fine di evitare il rischio di una responsabilità sostanzialmente oggettiva in capo all'amministratore che comunica. Tale rischio è meno rilevante nelle ipotesi in cui l'amministratore designato rivesta anche un ruolo stabile presso lo *sponsor* e la *disclosure* si cumuli ad altre attività compiute per conseguire un vantaggio a favore di quest'ultimo e a danno dell'emittente; per contro, nelle ipotesi in cui l'amministratore designato si limiti a fare *disclosure* allo *sponsor*, l'utilizzo delle informazioni da parte di quest'ultimo, e soprattutto gli effetti di ciò, devono essere imputabili al primo soltanto se ragionevolmente prevedibili, sulla base di una prognosi *ex ante*.

In conclusione, ferma restando l'opportunità, in un'ottica *de iure condendo*, di un ripensamento organico della disciplina dell'informazione societaria, che tenga conto anche dei profili di disciplina delle condotte degli amministratori, si può constatare che le norme societarie – diversamente da quelle di mercato, almeno nel contesto comunitario – offrono già, a legislazione invariata, un ventaglio di soluzioni più adatte alle esigenze di flessibilità che la materia a mio giudizio richiede.

Da un lato, tali soluzioni passano da un, almeno parziale, spostamento dei meccanismi di controllo sulle comunicazioni selettive agli azionisti da una fase *ex ante*, incentrata sui divieti generali e astratti tipici delle norme regolamentari in materia di *disclosure*, a un controllo di natura giudiziale *ex post*, che valuti l'illiceità delle condotte sulla base degli effetti concretamente prodotti, caso per caso, pur con l'inevitabile rischio di un potenziale aumento del contenzioso. Tale rischio potrebbe, in effetti, indurre maggiore prudenza negli operatori, soprattutto istituzionali, rispetto all'intrattenere dialoghi con gli emittenti, così controbilanciando in parte gli effetti positivi derivanti nel complesso dall'approccio più "liberalizzante" alla materia che il presente lavoro propone. Tuttavia, dopo una prima fase di assestamento, è ragionevole aspettarsi che, seguendo tale approccio, la giurisprudenza potrebbe fornire linee guida che, ove coerenti, potrebbero al contrario contribuire a superare le molte incertezze in materia, come sta progressivamente accadendo negli Stati Uniti.

Dall'altro lato, le norme di trasparenza devono essere orientate non tanto a prevenire *a priori* condotte che potrebbero essere giustificabili e financo desiderabili in una prospettiva di sistema, quanto piuttosto a ripristinare la corretta simmetria informativa del mercato che possa essere temporaneamente disequilibrata, sotto forma di una sospensione dei divieti di *selective disclosure*, per favorire il conseguimento di interessi preminenti in un'ottica di sistema.

* * *

BIBLIOGRAFIA

A

ABBADESSA, *L'*insider trading *nel diritto privato italiano prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa*, 1992, p. 751 e ss.
ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*, *Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, vol. 1, Milano, 1996.
ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto societario.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, Utet, 2006.
ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 e ss.
ABRIANI, *Il «pungolo gentile» dell'assemblea «mite» tra attivismo degli azionisti e nuova* governance *societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, p. 15 e ss.
ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 106 e ss.
ACERBI, *La Consob tra precetto e persuasione. Appunti a margine delle nuove regole sulla informativa al mercato*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1116 e ss.
ADAMS, HAYUNGA, MANSI, *Returns to Scale in Active and Passive Management*, https://ssrn.com/abstract=3295799, 4 dicembre 2018.
ADMATI, PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" as a Form of Shareholder Activism*, in 22 *Review of Financial Studies*, 2009, p. 2445 e ss.
AL GUINDY, NAUGHTON, RIORDAN, *The Chilling Effect of Regulation FD: Evidence from Twitter*, 1 aprile 2019, https://ssrn.com/abstract=3385180.
ALLEE ET AL., *Did the Siebel Systems Case Limit the SEC's Ability to Enforce Regulation Fair Disclosure?*, https://ssrn.com/abstract=3440155, 20 agosto 2019.
ALLEN, KRAAKMAN, SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, 2012, New York.
ALVARO, D'ERAMO, GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, Quaderno giuridico Consob n. 7, maggio 2015.
ALVARO, MAUGERI, STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di* stewardship. *Problemi e prospettive*, Quaderno giuridico Consob n. 19, gennaio 2019.
ALVARO ET AL., Business judgement rule *e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, Quaderno giuridico Consob n. 11, novembre 2016.
AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm.*, 2016, p. 643 e ss.
AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. 4, t. I, Padova, 2010.
ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, in 53 *UCLA Law Review*, 2005, p. 561 e ss.

ANGELICI, *Recenti decisioni in tema di interesse sociale e personalità giuridica*, in *Giur. comm.*, 1977, p. 948 e ss.
ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, p. 1 e ss.
ANGELICI, *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.
ANGELICI, *Le «minoranze» nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p. 207 e ss.
ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate – Atti del Convegno di Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1988*, a cura di Bonelli, Buonocore, Corsi, Costi, Ferro-Luzzi, Gambino, Jaeger, Patroni Griffi, Milano, 1998.
ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni* , in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 1, t. 1, Torino, 2004.
ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.
ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, continuato da Schlesinger (e già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni), Milano, 2012.
ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, spec. p. 573 e ss.
ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa*, 2014, p. 255 e ss.
ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (parte prima)*, in *Società*, 1999, p. 398 e ss.
ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006.
ANNUNZIATA, *Informazione societaria e organizzazione d'impresa*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011.
ANNUNZIATA, *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate*, in *RDS*, 2007, p. 117 e ss.
ANTÓN, EDERER, GINÈ, SCHMALZ, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, CESifo Working Paper n. 6178, Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo), 2016.
APPEL ET. AL., *Passive investors, not passive owners*, in 121 *Journal of Financial Economics*, 2016, p. 111 e ss.
ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1094 e ss.
ARMOUR, CHEFFINS, *The Eclipse of Private Equity*, in 33 *Delaware Journal of Corporation Law*, 2008, p. 55 e ss.
ARMOUR, ENRIQUES ET AL., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.
ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 93 e ss.
AYRES, BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, in 54 *Stanford Law Review*, 2001, p. 235 e ss.
AYRES, CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in 101 *Michigan Law Review*, 2002, p. 313 e ss.
AZAR, SCHMALZ, TECU, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in 73 *The Journal of Finance*, 2018, p. 1513 e ss.

B

BAINBRIDGE, *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship,* in 82 *Cornell Law Review*, 1997, p. 856 e ss.
BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in 97 *Northwestern University Law Review*, 2012, p. 547 e ss.
BAINBRIDGE, *Can Corporate Directors Take Third Party Pay From Hedge Funds?*, in *Bainbridge blog*, 8 aprile 2013.
BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017.
BALP, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, in *ECFR*, 2017, p. 1 e ss.
BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3449989, settembre 2019.
BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 716 e ss.
BARACHINI, *L'appropriazione delle* corporate opportunities, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Torino, 2007.
BARACHINI, *La gestione delegata nelle società per azioni*, Torino, 2008, p. 154 e ss.;
BARACHINI, Art. 2381, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa, Portale, t. I, Milano, 2016.
BASILE, BOCCHINO, *I sondaggi di mercato nella disciplina MAR*, www.dirittobancario.it, marzo 2017.
BATSON, *China used reserves to sway Costa Rica*, in *The Wall Street Journal*, 13 settembre 2008.
BAZZANI, *Art. 151 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, t. II, Milano, 2016.
BEBCHUK, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, in 98 *Harvard Law Review*, 1985, p. 1695 e ss.
BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118 *Harvard Law Review*, 2005, p. 833 e ss.
BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in 113 *Columbia Law Review*, 2013, p. 1637 e ss.
BEBCHUK, BRAV, JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Columbia Law Review*, 2015, p. 1085 e ss.
BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *The Journal of Economic Perspective*, 2017, p. 89 e ss.
BEBCHUK, HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in 157 *University of Pennsylvania Law Review*, 2009, p. 1263 e ss.
BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, Harvard Law School Discussion Paper n. 986, dicembre 2018.
BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019, p. 721

e ss.
BEBCHUK, JACKSON JR., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, in 2 *Harvard Business Law Review*, 2012, p. 39 e ss.
BEBCHUK, KASTIEL, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in 103 *Virginia Law Review*, 2017, p. 585 e ss.
BEBCHUK ET AL., *Dancing with Activists*, ECGI Finance Working Paper n. 604/2019, maggio 2019.
BECHT ET AL., *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, ECGI Finance Working Paper n. 402/2014, maggio 2017.
BECHT, FRANKS, GRANT, *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Finance Working Paper n. 283/2010, 2010, p. 3 e ss.
BECHT ET AL., *Hedge fund activism in Europe: does privacy matter?*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015.
BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 854 e ss.
BELCREDI, CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, in *Lavoce.info*, 6 giugno 2014.
BELCREDI, ENRIQUES, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015.
BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgement rule *alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 413 e ss.
BENGTZEN, *Private Investor Meetings in Public Firms: The Case for Increasing Transparency*, in 22 *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2017, p. 33 e ss.
BERLE, MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, 1991.
BERNSTEIN, LERNER, SCHOAR, *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, in 27 *Journal of Economic Perspectives*, 2013, p. 219 e ss.
BIANCHI L.A., *Informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Milano, 1990.
BIANCHI L.A., *Gli effetti giuridici del bilancio consolidato*, in *Giur. comm.*, 1992, p. 475 e ss.
BIANCHI L.A., PICCIAU C., *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, p. 223 e ss.
BIANCHI M., BIANCO, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, ECGI Finance Working Paper No. 144/2006, novembre 2006.
BIRDTHISTLE, *The Fortunes and Foibles of Exchange-Traded Funds: A Positive Market Response to the Problems of Mutual Funds*, in 33 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2008, p. 69 e ss.
BLACK, *Noise*, in 41 *The Journal of Finance*, 1986, p. 529 e ss.
BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in 89 *Michigan Law Review*, 1990, p. 520 e ss.
BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, New York, 1998.
BLAIR, *Post-Enron Reflections on Comparative Corporate Governance*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 316663, 6 giugno 2002.
BLAIR, STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law,* in 85 *Virginia Law Review*, 1999, p. 455 e ss.

BOGEN, *Directors Duties to Which Stockholders?*, in *Corporate Governance Advisor*, dicembre 1992/gennaio 1993, p. 24 e ss.
BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 4, Torino, 1991.
BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992.
BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 681 e ss.
BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013.
BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 202 e ss.
BORTOLOTTI, MEGGINSON, SMART, *The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwritings*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008, p. 35 e ss.
BOWER, PAINE, *The Error at the Heart of Corporate Leadership*, in *Harvard Business Review*, maggio-giugno 2017, p. 50 e ss.
BRANDEIS, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York, 1914.
BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, in 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, p. 1375 e ss.
BRATTON, WACHTER, *The Case against Shareholder Empowerment*, in 158 *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, p. 653 e ss.
BRAUN, *From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism*, in 21 *New Political Economy*, 2016, p. 257 e ss.
BRAV, DASGUPTA, MATHEWS, *Wolf Pack Activism*, ECGI Finance Working Paper n. 501/2017, luglio 2019.
BRAV ET AL., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *Journal of Finance*, 2008, p. 1729 e ss.
BRAV ET AL., *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper 601/2019, 1 marzo 2018.
BREHENY, *Can We Talk? The Continuing Demand for Shareholder Engagement*, in 14 *Corporate Governance Report*, 4 aprile 2011.
BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 64 e ss.
BRIOLINI, *Art. 2392*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, t. I, Milano, 2016.
BRUDNEY, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, in 71 *California Law Review*, 1982, p. 1072 e ss.
BRUDNEY, CLARK, *A New Look at Corporate Opportunities*, in 94 *Harvard Law Review*, 1981, p. 998 e ss.
BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 551 e ss.
BUSCH, *The private law effect of the EU market abuse regulation*, in 14 *Capital Markets Law Journal*, 2019, p. 296 e ss.

C

CACIOLLI, *L'attivismo societario: minaccia o opportunità?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2019, p. 699 e ss.
CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Società*, 2003, p. 801 e ss.
CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, p. 99 e ss.
CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, 9 ed., Torino, 2015.
CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa*, 2015, p. 139 e ss.
CAPRIGLIONE, *Poteri della controllante e organizzazione interna del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 35 e ss.
CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva* market abuse, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 e ss.
CAVALLI, *Art. 151*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, diretto da G.F. Campobasso, t. II, Torino, 2002.
CERRAI, MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 2 e ss.
CHANEY, LEWIS, *Earnings Management and Firm Valuation Under Asymmetric Information*, in 1 *Journal of Corporate Finance*, 1995, p. 319 e ss.
CHATTOPADHYAYA, *The Effectiveness of Being Invisible: Hedge Funds, Hidden Ownership and Corporate Governance*, in *ECFR*, 2011, p. 305 e ss.
CHENG ET AL., *Seeing is believing: analysts' corporate site visits*, in 21 *Review of Accounting Studies*, 2016, p. 1246 e ss.
CHOI, FISCH, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, in 61 *Vanderbilt Law Review*, 2008, p. 315 e ss.
CHOI, FISCH, KAHAN, *Who Calls the Shots: How Mutual Funds Vote on Director Elections*, in 3 *Harvard Business Law Review*, 2013, p. 35 e ss.
CHOI, TALLEY, *Playing Favorites with Shareholders*, in 75 *Southern California Law Review*, 2002, p. 272 e ss.
CHOPER, COFFEE JR., GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, New York, 2013.
CHRISTENSEN, HAIL, LEUZ, *Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement*, in 29 *The Review of Financial Studies*, 2016, p. 2885 e ss.
CLIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *Journal of Corporate Finance*, 2008, p. 323 e ss.
COATES IV, *Thirty years of evolution in the roles of institutional investors in corporate governance*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015.
COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, Harvard John M.

Olin Center for Law, Economics, & Business Discussion Paper n. 1001/2019, settembre 2018.
COFFEE JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Columbia Law Review*, 1991, p. 1277 e ss.
COFFEE JR., *Is Selective Disclosure Now Lawful?*, in 218 *New York Law Journal*, 1997, p. 5 e ss.
COFFEE JR., PALIA, T*he Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in 41 *The Journal of Corporation Law*, 2016, p. 545 e ss.
COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs: What Happens When an Activist Director Goes on the Board?*, Columbia Business School Research Paper no. 18-15, 2018.
COFFEE JR. ET AL., *Activist Directors and Agency Costs: What Happens When an Activist Director Goes on the Board*, in 104 *Cornell Law Review*, 2019, p. 381 e ss.
COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 7, t. I, Torino, 1993.
COLOMBO, OLIVIERI, *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 7, t. I, Torino, 1993.
CORUM, *Activist Settlements*, working paper, 13 febbraio 2018.
COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca borsa*, 2017, p. 398 e ss.
COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio,* Milano, 1984.
COSTI, *I profili societari della «legge Amato»*, in *Società*, 1990, p. 1305 e ss.
COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006.
COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020.
COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 693 e ss.
COX, *Managing and Monitoring Conflicts of Interest: Empowering Outside Directors with Independent Counsels*, Vilanova University School of Law. Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2003-15, 2003, p. 1077 e ss.
CREMERS ET AL., *Hedge Fund Activism, Firm Valuation and Stock Return*, 19 dicembre 2018, https://ssrn.com/abstract=2693231.
CREMERS, MASCONALE, SEPE, *Activist Hedge Funds and the Corporation*, in 94 *Washington University Law Review*, 2016, p. 261 e ss.

D

D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i «battelli del Reno» alle «navi vichinghe»,* in *Foro it.*, 1988, p. 47 e ss.
D'ALESSANDRO, *Nuovo ruolo dell'assemblea*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 99 e ss.
D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.
DALLEY, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, in 34 *Florida State University Law Review*, 2007, p. 1089 e ss.

DAVIS, HAN KIM, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, in 85 *Journal of Financial Economics*, 2007, p. 552 e ss.
DAVIS, ALOGNA, *Talking Governance. Board-Shareowner Communications on Executive Compensations*, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Policy Briefing no. 2, 2008.
DE ANGELIS, *Art. 151*, in *Il testo unico della finanza. Aggiornato al d.lg. 16 aprile 2012, n. 47*, a cura di Fratini e Gasparri, t. III, Torino, 2012.
DE FERRA, *Le informazioni sulle società controllate nella relazione degli amministratori di cui all'art. 2429-bis*, in *L'informazione societaria. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di Alvisi, Balzarini e Carcano, Milano, 1982.
DE FERRA, *La responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 349 e ss.
DE LA CRUZ, MEDINA, TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, Paris, 2019.
DEL GUERCIO, HAWKINS, *The motivation and impact of pension fund activism*, in 52 *Journal of Financial Economics*, 1999, p. 293 e ss.
DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018.
DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: Fairness v. Precise Equality*, in 34 *Delaware Journal of Corporate Law*, 2009, p. 853 e ss.
DE NICOLA, *Art. 2381*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005.
DE NICOLA, *Art. 2392*, in *Amministratori* a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005.
DENOZZA, *L'"amministratore indipendente" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 767 e ss.
DENOZZA, *Le nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing",* in *Giur. Comm.*, 2005, p. 585 e ss.
DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
DENOZZA, *Verso il tramonto dell'« interesse sociale»?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di Paciello, Napoli, 2011.
DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: «contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 480 e ss.
DEWENTER, HAN, MALATESTA, *Firm values and sovereign wealth fund investments*, in 98 *Journal of Financial Economics*, 2010, p. 256 e ss.
DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 647 e ss.
DIMSON, KARAKAS, LI, *Active Ownership*, in 28 *The Review of Financial Studies*, 2015, p. 3225 e ss.
DI NOIA, GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 790 e ss.
DI NOIA, GARGANTINI, Corporate governance *e comunicazione di informazioni privilegiate*, in

Informazione societaria e corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018.
DODD, *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, in 45 *Harvard Law Review*, 1932, p. 1049 e ss.
DONGIACOMO, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, a cura di Amatucci, Milano, 2014.
DYCK ET AL., *Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence*, in 131 *Journal of Financial Economics*, 2018, p. 693 e ss.
DYCK, ZINGALES, *The bubble and the media*, in *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, a cura di Cornelius e Kogut, Oxford, 2003.
DYCK, ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59 *The Journal of Finance*, 2004, p. 537 e ss.

E

EASTERBROOK, FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harvard Law Review*, 1981, p. 1161 e ss.
EASTERBROOK, FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in 91 *Yale Law Journal*, 1982, p. 698 e ss.
EISENBERG, *Corporations and Other Business Organizations*, New York, 2000.
EISENBERG, COX, *Business Organizations. Cases and Materials*, 2014, Minnesota.
ELHAUGE, *Horizontal Shareholding,* in 129 *Harvard Law Review*, 2016, p. 1267 e ss.
ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna di studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 592 e ss.
ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 680 e ss.
ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 493 e ss.
ENRIQUES, *Art. 2391*, in *Della società, dell'azienda, della concorrenza*, a cura di Santosuosso, vol. 2, Torino, 2015.
ENRIQUES, GILOTTA, *Disclosure and Financial Markets Regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Moloney, Ferran, Payne, Oxford, 2015.
ENRIQUES, POMELLI, *Art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005.
ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: a Network Theory Perspective*, ECGI Working Paper n. 393/2018, luglio 2018.
ENRIQUES, ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: a Network Theory Perspective*, in 1 *University of Illinois Law Review*, 2019, p. 222 e ss.
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, p. 59 e ss.

EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR*, 2013, p. 328 e ss.
EREDE, SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento* short-term*: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla* corporate governance, in *Riv. soc.*, 2013, p. 931 e ss.

F

FABRIZIO, *Art. 92*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
FACCIO ET AL., *Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking*, in 24 *The Review of Financial Studies*, 2011, p. 3601 e ss.
FAIRFAX, *Board Diversity Revisited: New Rationale, Same Old Story?*, in 89 *North Carolina Law Review*, 2011, p. 855 e ss.
FAIRFAX, *Mandating Board-Shareholder Engagement*, in 2013 *University of Illinois Law Review*, 2013, p. 821 e ss.
FAIRFAX, *The Securities Law Implications of Financial Illiteracy*, in 104 *Virginia Law Review*, 2018, p. 1065 e ss.
FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *Journal of Finance*, 1970, p. 383 e ss.
FANCELLO ET AL., *La presenza degli investitori istituzionali non bancari nelle maggiori società non finanziarie europee*, Quaderno di finanza Consob n. 86, gennaio 2018.
FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 207 e ss.
FERRARINI, *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1 e ss.
FERRARINI, FILIPPELLI, *Indipendent directors and controlling shareholders over the world*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015.
FERRO-LUZZI, MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, p. 419 e ss.
FISCH, HAMDANI, DAVIDOFF, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, ECGI Law Working Paper n. 414/2018, marzo 2019.
FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in 168 *University of Pennsylvania Law Review*, 2020, p. 17 e ss.
FISCH, SEPE, *Shareholder Collaboration*, University of Pennsylvania Law School, Institute for Law and Economics Research Paper No. 18-22, marzo 2019.
FOIS, *L'interesse sociale tra teorie dello sviluppo dell'impresa e teoria del rischio*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
FORTADO, *Investing: activism enters the mainstream*, in *Financial Times*, 14 febbraio 2018.
FORTUNATO, *L'informazione del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 13 e ss.
FOX, *Required Disclosure and Corporate Governance*, in 62 *Law and Contemporary Problems*, 1999, p. 113 e ss.

FOX, LORSCH, *The Big Idea-What Good Are Shareholders?*, in 48 *Harvard Business Review*, luglio-agosto 2012.
FREEMAN, S*trategic Management: a Stakeholder Approach*, New York, 1984.
FRANKLE, LANDSMAN, GREENE, *The mergers & acquisitions handbook: a practical guide to negotiated transactions*, New York, 2007.
FRANZONI, *Le società. Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002.
FRIED, R*educing the Profitability of Corporate Insider Trading through Pretrading Disclosure*, in 71 *Southern California Law Review*, 1998, p. 303 e ss.
FRIED, *Insider Trading via the Corporation*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2014, p. 801 e ss.
FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, in 124 *Yale Law Journal*, 2015, p. 1558 e ss.

G

GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. impr.*, 1992, p. 640 e ss.
GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto civile e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. 29, Padova, 2003.
GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 2005.
GALGANO, G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di De Nova, Bologna, 2014.
GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, p. 841 e ss.
GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model*, in 107 *Journal of Financial Economics*, 2013, p. 610 e ss.
GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices. Findings from a Survey of SEC-Registered Companies*, dicembre 2019.
GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 754 e ss.
GHEZZI, *La «corporate governance» nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 1197 e ss.
GHEZZI, MARCHETTI, SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020.
GHIGI, *Separazione patrimoniale e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 1146 e ss.
GIANNELLI A., MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, paper presentato al convegno "*La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza*" (Roma 10-11 febbraio 2012).
GIANNELLI G., *Sui poteri di controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, vol. I, Bari, 2011, p. 513 e ss.
GIBSON, *Is Hedge Fund Regulation Necessary*, in 73 *Temple Law Review*, 2000, p. 681 e ss.
GILLAN, STARKS, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of*

Institutional Investors, in 57 *Journal of Financial Economics*, 2000, p. 275 e ss.
GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, p. 45 e ss.
GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012.
GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 1/2013, p. 255 e ss.
GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Virginia Law Review*, 1984, p. 549 e ss.
GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, p. 715 e ss.
GILSON, GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in 152 *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, p. 787 e ss.
GILSON, GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Columbia Law Review*, 2013, p. 863 e ss.
GILSON, GORDON, *Agency capitalism: further implications of equity intermediation*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di Hill e Thomas, Cheltenham, 2015.
GILSON, GORDON, *Board 3.0: An Introduction*, in 74 *The Business Lawyer*, 2019, p. 351 e ss.
GILSON, SCHWARTZ, *Corporate control and credible commitment*, in 43 *International Review of Law and Economics*, 2015, p. 119 e ss.
GOMPERS ET AL., *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, in 23 *The Review of Financial Studies*, 2010, p. 1051 e ss.
GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in 59 *Stanford Law Review*, 2007, p. 1530 e ss.
GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in 91 *California Law Review*, 2003, p. 393 e ss.
GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in 125 *Yale Law Journal*, 2015, p. 560 e ss.
GOSHEN, HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in *The Law and Finance of Related Party Transactions*, a cura di Enriques e Troeger, Cambridge, 2019.
GOSHEN, HANNES, *The Death of Corporate Law*, in 94 *New York University Law Review*, 2019, p. 263 e ss.
GOSHEN, PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in 55 *Duke Law Journal*, 2006, p. 711 e ss.
GREENWOOD, SCHOR, *Investor Activism and Takeovers*, in 92 *Journal of Financial Economics*, 2009, p. 362 e ss.
GROSSMAN, HART, *Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation*, in 11 *Bell Journal of Economics*, 1980, p. 42 e ss.
GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 409 e ss.
GUIZZI, *Art.* 2391, in *Società di capitali: commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, vol.

2, Napoli, 2004.
GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, p. 2 e ss.
GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014.
GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum *Pietro Abbadessa*, vol. 2, Torino, 2014.

H

HALDANE, DAVIES, *The short long*, in *29th Société Universitaire Européene de Recherches Financiéres Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?*, Bruxelles, 2011.
HALVORSSEN, *Norwegian Sovereign Wealth Fund's Ethical Guidelines: A Model for Investors*, in 8 *European Company Law*, 2001, p. 88 e ss.
HAMDANI, HANNES, *The Future of Shareholder Activism*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019, p. 971 e ss.
HANSMANN, KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in 89 *Georgetown Law Journal*, 2001, p. 439 e ss.
HART, *Incomplete Contracts and Control*, in *American Economic Review*, 2017, p. 1731 e ss.
HAZARD JR., ROCK, *A New Player in the Boardroom: The Emergence of the Independent Directors' Counsel*, University of Pennsylvania Law School. Institute for Law and Economics Research Paper No. 04-07, 2004.
HILL, MCDONNELL, *Short- and long- term investors (and other stakeholders too): must (and do) their interests conflict?*, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, a cura di Hill e Davidoff Solomon, Cheltenham, 2016.
HIRT, HOPT, MATTHEUS, *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, Rechtsvergleichende und rechtsdogmatische Uberlegungen Zur Investorenkommunikation in Deutschland,* in 20 *Die Aktiengesellscahft (AG)*, 2016, p. 725 e ss.
HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in 22 *The Review of Financial Studies*, 2009, p. 1377 e ss.
HOPT, *Self-Dealing and Use of Corporate Opportunity and Information: Regulating Directors' Conflict of Interest,* in *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, a cura di Hopt e Teubner, Berlin/New York, 1985.
HOPT, *Conflict of Interest, Secrecy and Insider Information of Directors, A Comparative Analysis*, in *ECFR*, 2013, p. 167 e ss.
HOPT, *Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, in 12 *New York University Journal of Law & Business*, 2015, p. 139 e ss.

I

IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di* capitali, Milano, 2005.

J

JACOBS, *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, in 68 *Washington and Lee Law Review*, 2011, p. 1465 e ss.
JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1972.
JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quasi quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 795 e ss.
JAEGER, MARCHETTI, *Profili di disciplina del gruppo creditizio*, in *Quaderni giuridici dell'impresa*, 1991.
JENSEN ET AL., *Morgan Stanley Roundtable on Private Equity and Its Import for Public Companies*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 18, 2006, p. 8 e ss.
JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3(4) *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 205 e ss.
JENSEN, RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in 11 *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 5 e ss.

K

KAHAN, ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders*, NYU Law and Economics Research Paper No. 18-39/2019, Agosto 2019.
KAHAN, ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, p. 1021 e ss.
KASTIEL, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, in 2016 *Columbia Business Law Review*, 2016, p. 60 e ss.
KASTIEL, NILI, *"Captured Boards": the Rise of "Super Directors" and the case for a Board Suite*, in 2017 *Wisconsin Law Review*, 2017, p. 19 e ss.
KAURAKOVA, *Sovereign Wealth Fund as a Subject of the Private International Law*, in 20 *Lex ET Scientia International Journal*, 2013, p. 51 e ss.
KIRMAN, *M&A and Private Equity Confidentiality Agreements. A Detailed Guide to Drafting and Negotiating*, Eagan (Minnesota), 2018.
KLEIN, ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *Journal of Finance*, 2008, p. 187 e ss.
KLÖHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, in *ECFR*, 2010, p. 347 e ss.
KOTTER, LEL, *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, in 101 *Journal of Financial Economics*, 2011, p. 360 e ss.
KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopt, Wymeersch, 2004.

L

LANGENBUCHER, *Insider trading and European law*, in *Research Handbook on Insider Trading*, a

cura di Bainbridge, Cheltenham, 2013.
LA PORTA ET AL., *Investor protection and corporate governance*, in 58 *Journal of Financial Economics*, 2000, p. 3 e ss.
LARCKER, TAYAN, *Loosey-Goosey Governance. Four Misunderstood Terms in Corporate Governance*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford Closer Look Series – CGRP79, 7 ottobre 2019.
LASTER, *Revlon is a Standard of Review: Why It's True and What It Means*, in 19 *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2013, p. 5 e ss.
LASTER, ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties of Blockholders Directors,* in 70 *The Business Lawyer*, 2014/2015, p. 33 e ss.
LENER, *La diffusione delle informazioni* price sensitive *fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, p. 142 e ss.
LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1 e ss.
LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impesa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 669 e ss.
LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 86 e ss.
LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 304 e ss.
LINDBERG, *Sovereign Wealth Fund Regulation in the E.U. and U.S.: A Call for Workable and Uniform Sovereign Wealth Fund Review within the E.U.*, in 37 *Syracuse Journal of International Law and Commerce*, 2009, p. 95 e ss.
LIPTON, LORSCH, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, in 48 *The Business Lawyer*, 1992, p. 59 e ss.
LIPTON, ROSENBLUM, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, in 58 *University of Chicago Law Review*, 1991, p. 187 e ss.
LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, p. 159 e ss.
LOMBARDO, F.M. MUCCIARELLI, *Market soundings: the interaction between securities regulation and company law in the United Kingdom and Italy*, ECGI Law Working Paper No. 363/2017, agosto 2017.
LOMBARDO, MUCCIARELLI, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, in *ECFR*, 2019, p. 310 e ss.
LUND*, The Case Against Passive Shareholder Voting,* in 43 *Journal of Corporation Law*, 2018, p. 493 e ss.

M

MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008.
MACEY, *Their Bark Is Bigger than Their Bite: An Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in 126 *The Yale Law Journal Forum*, 26 aprile 2017, p. 526 e ss.

MACEY, MOLL, HAMILTON, *The Law of Business Organizations. Cases, materials, and problems*, West Academic, 2017.
MACRÌ, *Informazioni privilegiate e* disclosure, Torino, 2010.
MADSEN, *Promoting the "Right" Kind of Ownership: The Good, the Bad, and the Passive*, in 29 *European Business Law Review*, 2018, p. 143 e ss.
MAFFEIS, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e di società a responsabilità limitata: alcune (prime) osservazioni*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 517 e ss.
MAFFEIS, *Il "particolare rigore" della disciplina del conflitto di interessi nelle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 1053 e ss.
MAHONEY, *Mandatory Disclosure As a Solution to Agency Problems,* in 62 *University of Chicago Law Review*, 1995, p. 1047 e ss.
MALBERTI, GHEZZI, VENTORUZZO, *Art. 2380*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005.
MALKIEL, *Efficient Capital Markets Hypothesis*, in *Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1992, p. 739 e ss.
MALLOW, SETHI, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuck-Strine Debate*, in 12 *N.Y.U. Journal of Law & Business*, 2016, p. 385 e ss.
MANNE, *The Hydraulic Theory of Disclosure Regulation and Other Costs of Disclosure*, in 58 *Alabama Law Review*, 2007, p. 473 e ss.
MARCHETTI C., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1229 e ss.
MARCHETTI P., *Intervento in assemblea*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 985 e ss.
MARCHETTI P., *Il nuovo* Action Plan *europeo in materia societaria e di* corporate governance, in *Riv. soc.*, 2013, p. 225 e ss.
MARCHETTI P., *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, in *Principio capitalistico* quo vadis*?*, a cura di Briolini, Torino, 2016.
MARCHETTI P., *Dalla* Business Roundtable *ai lavori della* British Academy, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1303 e ss.
MARCHETTI P. ET AL., *Uno sguardo alla governance delle società quotate italiane*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 254 e ss.
MARCHETTI P., SICILIANO, VENTORUZZO, *Dissenting Directors*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper n. 332/2016, 1 ottobre 2016.
MARCHETTI P., ZOPPINI, *Le regole di Trieste stimolo al sistema*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 aprile 2020.
MARTIN, *Fixing the Game: Bubbles, Crashes, and What Capitalism Can Learn from the NFL*, Boston, 2011.
MARULLI, *La delega gestoria tra regole di* corporate governance *e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 99 e ss.
MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra TUF e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1292 e ss.
MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 66 e ss.
MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non*

bancaria), in *Rivista ODC*, 2014.
MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali. Atti del convegno, Università Europea di Roma*, 13 dicembre 2013, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2015.
MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 907 e ss.
MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 486 e ss.
MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2004.
MAZZONI, *L'impresa tra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 649 e ss.
MCCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in 71 *The Journal of Finance*, 2016, p. 2905 e ss.
MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012.
MILLSTEIN, *The Professional Board*, in 50 *The Business Lawyer*, 1995, p. 1427 e ss.
MILLSTEIN, *The Activist Directors: Lessons from the Boardroom and the Future of the Corporation*, New York, 2016.
MILLSTEIN, MCAVOY, *The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation*, in 98 *Columbia Law Review*, 1998, p. 1283 e ss.
MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. II, Torino, 2006.
MITCHELL (a cura di), *Progressive Corporate Law*, Boulder, 1995.
MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, p. 729 e ss.
MOALEM, HANSEN, *Insider Dealing and Parity of Information - Is Georgakis Still Valid?*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 949 e ss.
MONDINI, *Art. 147 TUF*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi* complementari, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Milano, 2016.
MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014.
MONTALENTI, Corporate governance*: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 329 e ss.
MONTALENTI, *Art. 2381*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, vol. 1, Bologna, 2004.
MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, p. 850 e ss.
MONTALENTI, *L'informazione nei gruppi societari,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di Balzarini, Carcano, Ventoruzzo, Milano, 2007.
MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 42 e ss.

MONTALENTI, *« «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *AGE*, 1/2013, p. 245 e ss.
MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 957 e ss.
MONTALENTI, *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 13-14-15 giugno 2014, Milano, 2015.
MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, p. 779 e ss.
MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 111 e ss.
MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017.
MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 303 e ss.
MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 62 e ss.
MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018.
MONTALENTI, BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Cagnasso e Panzani, vol. 2, Bologna 2010.
MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, p. 899 e ss.
MORAN, *Ten Strategic Building Blocks for Shareholder Activism Preparedness*, in *Harvard Law School on Corporate Governance*, 20 dicembre 2016.
MORANDI, *Art. 2381*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6, aggiornato al d.lg. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di Maffei Alberti, vol. 1, Padova, 2005.
MORLEY, *Too Big to Be Activist*, Yale Law & Economics Research Paper No. 596, 7 maggio 2019.
MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 118 e ss.
MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 29 e ss.
MOSCA, *Director-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *ECFR*, 2018, p. 805 e ss.
MOSCOW, *The Representative Director Problem*, in 16 *Insights*, giugno 2002, p. 12 e ss.
MOZZARELLI, *Art. 2391*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 1, Milano, 2016.
F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa*, 1999, p. 745 e ss.
F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 180 e ss.
F.M. MUCCIARELLI, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law*, in 7 *ECFR*, 2010, p. 158 e ss.
MULA, *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 495 e ss.

N

NELEMANS, SCHOUTEN, *Takeover bids and insider trading*, in *Research Handbook on Insider Trading*, a cura di Bainbridge, Cheltenham, 2013.
NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis,* in 68 *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 325 e ss.
NILI, *Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism*, in 4 *Harvard Business Law Review*, 2014, p. 157 e ss.
NILI, *Servants of Two Masters - The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors*, in 18 *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2016, p. 509 e ss.
NOTARI, *Diritti di* voice *degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, 2015.
NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentalissimo» o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, p. 379 e ss.
NOTARI, BERTONE, *Sub. art. 2359*, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2008, p. 724 e ss.

O

O'BARR, CONLEY, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, New York, 1992.
OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 629 e ss.

P

PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper No. 353/2017, 5 luglio 2017.
PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in 23 *Cardozo Law Review*, 2002, p. 1419 e ss.
PANISI, BUCKLEY, ARNER, *Blockchain and Public Companies: A Revolution in Share Ownership Transparency, Proxy-voting and Corporate Governance*, in 2 *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, 2019, p. 1 e ss.
PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, in 81 *Washington University Law Quarterly*, 2003, p. 444 e ss.
PARRINO ET AL., *Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around CEO Turnovers*, in 68 *Journal of Financial Economics*, 2003, p. 3 e ss.
PASETTI, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970.
PASQUARIELLO, *L'informazione preassembleare nelle società per azioni quotate in borsa*, Napoli, 2018.
PASSADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario*, in

RDS, 2016, p. 201 e ss.
PASSADOR, *Una sentenza della* High Court *in tema di dialogo tra* directors *e* shareholders, in *Riv. soc.*, 2019, p. 906 e ss.
PEDERSOLI E., *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, Milano, 2018, p. 231 e ss.
PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1669 e ss.
PENNISI, *Attività di direzione e poteri della capogruppo nei gruppi bancari*, Torino, 1997.
PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.
PIAZZA, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, in 5 *Penn State Journal of Law & International Affairs*, 2017, p. 262 e ss.
PICONE, *Trattative,* due diligence *ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa*, 2004, p. 234 e ss.
PIETRANCOSTA, *Article 17: Public Disclosure of Inside Information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventoruzzo e Mock, Oxford, 2017.
PINTO, *Art. 2380-bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, a cura di Abbadessa e Portale, vol. 1, Milano, 2016.
PISCITELLO, *Sub. art. 114*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, vol. 2, Torino, 2002.
PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e* business judgment rule, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1170.
POMELLI, *Art. 2391*, in *Commentario breve al diritto societario*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2011.
PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 325 e ss.
PREITE, *L'«abuso» della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.
PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da Colombo e Portale, vol. 3, t. 2, Torino, 1993.
PRESTI, MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *AGE*, 2003, p. 110 e ss.
PRESTIPINO, *Artt. 146-147bis*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di Vella, vol. 2, Torino, 2012.

Q

QIN, *WANG*, *Are Passive Investors a Challenge to Corporate Governance?*, https://ssrn.com/abstract=3148309, 23 marzo 2018.

R

REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 792 e ss.
REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, vol. 2, Torino, 2007.

REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, vol. 2, Torino, 2014.
REISBERG, *Article 11: Market soundings*, in *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventoruzzo e Mock, Oxford, 2017.
RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 3, t. 1, Torino, 2000.
RIBSTEIN, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, in 81 *Notre Dame Law Review*, 2006, p. 1431 e ss.
RIGOTTI, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Milano, 1999.
RINGE, *Shareholder Activism: a Renaissance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, 2015.
ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *The Georgetown Law Journal*, 1991, p. 445 e ss.
ROCK, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, in 15 *Cardozo Law Review*, 1993, p. 987 e ss.
ROCK, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, in 97 *Cornell Law Review*, 2012, p. 849 e ss.
ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, Oxford, 2018.
ROE, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, 1994, Princeton, 1994.
ROE, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, in 53 *Stanford Law Review*, 2000, p. 539 e ss.
ROMANO A., *Insider Trading and Macroeconomic Risk*, https://ssrn.com/abstract=3421908, 18 luglio 2019.
ROMANO R., *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, in 93 *Columbia Law Review*, 1993, p. 795 e ss.
ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in 107 *Yale Law Journal*, 1998, p. 2359 e ss.
ROMANO R., Le*ss is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale Journal on Regulation*, 2001, p. 174 e ss.
ROSSI G., *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, t. I e II, Milano, 1982.
ROSSI G., *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 963 e ss.
ROSSI G., *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 6 e ss.
ROSSI G., *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1 e ss.
ROSSI G., *I diritti dei cittadini fra le crisi dell'impresa e della giustizia*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 144 e ss.

S

SACCHI, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 183 e ss.
SACCHI, *Amministratori deleganti e obbligo di agire informati*, in *Giur. comm.*, 2008, p. 377 e ss.
SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in Aa.Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 1/2013, p. 101 e ss.
SACCHI, *Due ipotesi di asimmetria informativa consentita nelle s.p.a. non quotate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di Ghezzi, P. Marchetti e Sacchi, Milano, 2020.
SACCO GINEVRI, *I flussi informativi con gli azionisti di categoria fra* market abuse regulation *e dinamiche dei mercati finanziari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2020.
SAMBUCCI, *Gli interessi degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, p. 760 e ss.
SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, 2016.
SANDULLI, *Art. 2380 bis*, *La riforma delle società. Commentario del d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, vol. 2, Torino, 2003.
SANDULLI, *Art. 2392*, in *La riforma delle società, Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, vol. 2, t. I, Torino, 2003.
SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 186 e ss.
SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, vol. 2, Torino, 2013.
SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2019.
SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 1133 e ss.
SCOGNAMIGLIO G., *Prospettive della tutela dei soci esterni nei gruppi di società*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 420 e ss.
SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi*, Torino, 1996.
SCOGNAMIGLIO G., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
SCOTT MORTON, HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in 127 *Yale Law Journal*, 2018, p. 2027 e ss.
SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform*, Wolters Kluwer, 2011.
SCHMIDT, FAHLENBRACH, *Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value?,* in 124 *Journal of Financial Economics*, 2017, p. 285 e ss.
SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla* business judgement rule*: spunti per una rivisitazione del tema*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 206 e ss.
SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.
SEMINARA, *Sub. art. 180 t.u.f.*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, vol. 3, Torino, 2002.
SEMINARA, Disclose or abstein? *La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieto di* insider trading, in *Banca borsa*, 2018, p. 331 e ss.

SFAMENI, *Art. 114*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. Marchetti e Bianchi, vol. 1, Milano, 1999.
SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 599 e ss.
SHAHAR, SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in 159 *University of Pennsylvania Law Review*, 2011, p. 171 e ss.
SHILL, *The Golden Leash and the Fiduciary Duty of Loyalty*, in 64 *UCLA Law Review*, 2017, p. 1246 e ss.
SMITH, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in 51 *The Journal of Finance*, 1996, p. 227 e ss.
SOLOMON, SOLTES, *What Are We Meeting For? The Consequences of Private Meetings with Investors*, in 58 *The Journal of Law & Economics*, 2015, p. 325 e ss.
SOLTES, *What Can Managers Privately Disclose to Investors*, in 36 *Yale Journal of Regulation Bulletin*, 2018-2019, p. 148 e ss.
SONDERGAARD BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement - Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, p. 236 e ss.
SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006.
SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 1138 e ss.
SPOLIDORO, *Poteri di controllo degli amministratori "non delegati" nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 1077 e ss.
SPOLIDORO, *«Principi e problemi» delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 159 e ss.
STELLA RICHTER JR., *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di Libonati, Milano, 1995.
STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impr. soc.*, 2005, p. 163 e ss.
STELLA RICHTER JR., *A proposito di interesse sociale e governo dell'impresa in Europa*, in De Luca, Fitoussi, Mc Cormick, *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, Milano, 2010.
STELLA RICHTER JR., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di D'Apice, Bologna, 2016.
STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in *ODCC*, 1/2017, p. 181 e ss.
STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, in 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, p. 635 e ss.
STOUT, *The Shareholder Value Myth. How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, And The Public*, San Francisco, 2012.
STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013, p. 51 e ss.
STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivo e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 991 e ss.
STRAMPELLI, *Art. 2433*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da

Abbadessa e Portale, t. 1, Milano, 2016.
STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018.
STRAMPELLI, Engagement *degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa*, 2018, p. 393 e ss.
STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners: Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego Law Review*, 2018, p. 803 e ss.
STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in 12 *Virginia Law & Business Review*, 2018, p. 187 e ss.
STRAND, *Short-Termism in the European Union*, in 22 *Columbia Journal of European Law*, 2015, p. 15 e ss.
STRINE JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *The Business Lawyer*, 2010, p. 1 e ss.
STRINE JR., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in 126 *Yale Law Journal*, 2017, p. 1870 e ss.

T

TOFFOLETTO A., *Amministrazione e controlli*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2012.
TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, 1997.
TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di* due diligence, in *Banca borsa*, 2008, p. 65 e ss.
TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.
TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018.

V

VASSALLI, *Art. 2381*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, vol. 2, t. II, Padova, 2011.
VEASEY, DI GUGLIELMO, *How Many Masters Can a Director Serve? A Look at the Tensions Facing Constituency Directors*, in 63 *The Business Lawyer*, 2008, p. 761 e ss.
VEIL (a cura di), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2017.
VELLA, *Le società* holding, Milano, 1993.
VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa Società*, 1998, p. 363 e ss.
VENTORUZZO, *Art. 92*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario*, a cura di Marchetti e Bianchi, vol. 1, Milano, 1999.

VENTORUZZO, *Art. 2391*, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005.
VENTORUZZO, *The Concept of Insider Dealing*, in *Market Abuse Regulation*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di Ventoruzzo e Mock, Oxford, 2017.
VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, p. 439 e ss.
VENTORUZZO, P. MARCHETTI, SICILIANO, *Disclosing Directors*, in 21 *European Business Organization Law Review*, 2020, p. 219 e ss.
VENTURA, *La diligenza degli amministratori nelle operazioni societarie*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 200 e ss.
VERONELLI, *L'organo amministrativo nel sistema monistico. Amministratori indipendenti e funzioni di controllo*, Milano, 2006.
VERSTEIN, *Insider Tainting: Strategic Tipping of Material Nonpublic Information*, in 112 *Northwestern University Law Review*, 2018, p. 725 e ss.
VERSTEIN, *Wrong-Termism, Right-Termism, and the Liability Structure of Investor Time Horizons*, in 41 *Seattle University Law Review*, 2018, p. 577 e ss.
VICARI, *Conflicts of Interests of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs*, in *ECFR*, 2013, p. 346 e ss.
VISENTINI, *L'informazione societaria e gli azionisti*, in AA.VV., *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, t. I e II, Milano, 1982.

W

WALKER, *Barbarians in the Boardroom. Activist Investors and the battle for control of the world's most powerful companies*, Londra, 2016.
WEIGMANN, *L'organo amministrativo*, in *Società*, 1999, p. 789 e ss.
WANG, XIE, ZHU, *Industry Expertise of Independent Directors and Board Monitoring*, in 50 *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2015, p. 929 e ss.
WEINER, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of Corporation*, in 64(8) *Columbia Law Review*, 1964, p. 1458 e ss.
WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993.
WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.
WINTER, *Shareholder Engagement and Stewardship. The realities and illusions of institutional share ownership*, https://ssrn.com/abstract=1867564, 20 giugno 2011.

Y

YERMACK, *Corporate Governance and Blockchain*, in *Review of Finance*, 2017, p. 7 e ss.
YOCKEY, *On the Role and Regulation of Private Negotiations in Governance*, in 61 *South Carolina*

Law Review, 2009, p. 171 e ss.

Z

ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005.
ZAMPERETTI, *Il «nuovo» conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Società*, 2005, p. 1085 e ss.
ZINGALES, *The value of the Voting Right. A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *The Review of Financial Studies*, 1994, p. 125 e ss.
ZOPPINI, *Informazione societaria e* corporate governance*: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo*, in *Informazione societaria e* corporate governance *nella società quotata*, a cura di Tombari, Torino, 2018.

* * *

SITOGRAFIA

AHERN ET AL., *Pre-marketing*, in *Practical Law Company Magazine*, marzo 2013, https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-524-0551.
BALP, STRAMPELLI, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, in 14 *Ohio State Business Journal*, 2020, p. 135 e ss.
BIANCHI L.A, *In una vera* public company *il CEO deve essere scelto dal cda*, in *La Repubblica*, 18 aprile 2016.
BIOY ET AL., *Passive Fund Providers Take an Active Approach to Investment Stewardship*, www.morningstar.com, dicembre 2017.
CADWALADER, WICKERSHAM & TAFT LLP, *Delaware Court Of Chancery Finds Director Breaches of Fiduciary Duty and Aiding and Abetting Liability for Activist Investor in Shareholder Class Action Suit*, 19 novembre 2018.
CHERIAN HUSKINS, *Boardroom Confidential: Directors and Their Duty*, 13 settembre 2016, https://woodruffsawyer.com/do-notebook/boardroom-confidential/.
CHON, *Activists Pressed for Kraft Spinoff*, in *The Wall Street Journal*, 5 agosto 2011.
CLEARY GOTTLIEB, *Market Abuse Regulation: A Balanced Approach to the Market Sounding Regime's Applicability in Capital Markets Transactions*, 27 giugno 2017.
COFFEE JR., *Shareholder Activism and Ethics: Are Shareholder Bonuses Incentives or Bribes?*, in *The Columbia Law School Blue Sky Blog*, 29 aprile 2013.
CRISTIANO, *Direzione e coordinamento di società: presunzioni ex art. 2497-sexies c.c. ed adempimenti pubblicitari*, dirittobancario.it, 14 dicembre 2012.
FILIPPETTI, *I magnifici cinque di BlueBell, gli attivisti discreti di Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 luglio 2020.

FRANCESCHI, *Generali, offensiva del fondo Algebris su Rcs e Telecom*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2008.
FRANCESCHI, *Da Blackrock a Norges Bank, ecco chi sono i più importanti investitori esteri a Piazza Affari*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 dicembre 2013.
FRIED, *The Roundtable's Stakeholderism Rethoric is Empty, Thankfully*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 22 novembre 2019.
FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in 32 *New York Times Magazine*, 13 settembre 1970.
FROST, *Activist-Appointed Directors Causing Confidentiality Concerns*, 4 aprile 2016, https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=AgendaWeek-040416.pdf&type=subsite.
GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 30 dicembre 2019.
GOLDSTEIN ET AL., *Say on Pay 2012,* in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 luglio 2012.
HAAKON, LIEKEFETT, WOOD, *Help! I Settled with an Activist!*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 giugno 2019.
HINSEY, *The Constituency Director*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 gennaio 2008.
HIRST, *The Evolving Direction and Increasing Influence of Shareholder Activism*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23 dicembre 2013.
JANNARONE, RAMACHANDRAN, *AOL's Deal Eases Pressure*, in *The Wall Street Journal*, 9 aprile 2012.
KATZ, MCINTOSH, *The Long Term, the Short Term, and the Strategic Term*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 settembre 2019.
KLINGSBERG, BIEBER, *Activism in 2018*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 29 gennaio 2018.
LATHAM & WATKINS LLP, *Dangerous Talks? When/How Should Directors Communicate with Shareholders*.
LIPTON, *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 giugno 2015.
LIPTON ET AL., *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 giugno 2015.
MAHTANI, *Telecom Italia Vote Shows How Activists and Passive Investors Can Work Together*, in *Columbia Law School Blue Sky Blog*, 16 maggio 2018.
MCKINSEY, *From pure investor to entrepreneurial owner: How private-equity firms can master the shift*, settembre 2019.
MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 giugno 2015.
MINOW, *Six Reasons We Don't Trust the New "Stakeholder" Promise from the Business Roundtable*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2 settembre 2019.

MURRAY, "*Hedge Funds Are the New Sheriffs of the Boardroom*", in *The Wall Street Journal,* 14 dicembre 2005.
OLIVIERI, *Atlantia, Eni, UniCredit: dove i fondi sono maggioranza in assemblea*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2019.
PESSOA DE ARAUJO, ROBBINS, *The Modern Dilemma: Balancing Short- and Long-Term Business Pressures*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 20 giugno 2019.
PIERCE, *Analysis of the Business Roundtable Statement*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 26 settembre 2019.
ROE, *Why Are America's CEOs Talking About Stakeholder Capitalism Now?*, in *Project Syndicate*, 4 novembre 2019.
SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, *Activist Investing in Europe 2018*.
SULLIVAN & CROMWELL, *Review and Analysis of 2018 U.S. Shareholder Activism*, 14 marzo 2019.
TOFFOLETTO A., *Rinnoviamo il modo di eleggere i cda con liste proporzionali o voto diretto ai candidati* (intervista di G. Pons), in *Affari e finanza*, 3 maggio 2016.
TURNER, *Here is the Letter the World's Largest Investor, BlackRock CEO Larry Fink, Just Sent to CEOs Everywhere*, in *Business Insider*, 2 febbraio 2016.
VENTORUZZO, *Dal market sounding all'insider trading*, in *Lavoce.info*, 15 aprile 2016.
VENTORUZZO, *Consigli di amministrazione a misura di fondi*, in *Lavoce.info*, 17 maggio 2016.
WACHTELL LIPTON ROSEN & KATZ, *Takeover Law and Practice*, New York, 2019.
WINSTON, *Is the Business Roundtable Statement Just Empty Rhetoric?*, in *Harvard Business Review*, 30 agosto 2019.
ZOPPINI, *Il cda può «parlare con i soci di controllo»*, in *Quotidiano del Diritto, Il Sole 24 Ore*, 4 aprile 2017.

* * *

REPORT E SONDAGGI

ASSOGESTIONI, EY, *Principi Italiani di Stewardship. Monitoraggio sullo stato di applicazione dei Principi Italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle Società quotate*, Report 2018.
CFA CENTER FOR FINANCE INTEGRITY & BUSINESS ROUNDTABLE INSTITUTE FOR CORPORATE ETHICS, *Breaking the Short-Term Cycle: Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors and Analysts Can Refocus on Long-Term Value,* 2006.
CONSOB, Comunicazione n. DME/6027054 del 26 marzo 2006.
CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2018.
CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019.
CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sulle attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori* del 6 aprile 2017.

ESMA, *ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation*, ESMA/2013/1649, 14 novembre 2013.
ESMA, *Consultation Paper. Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, 15 luglio 2014, Esma/2014/809.
ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate* (ESMA/2016/1478).
FSA, *Final Notice in respect of David Einhorn*, 12 gennaio 2012.
GATTI, TONELLO, *Board-Shareholder Engagement Practices. Findings from a Survey of SEC-Registered Companies*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 30 dicembre 2019.
GERMAN INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION, *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, 2016.
INTERNATIONAL BUSINESS COUNCIL, *The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, 2 settembre 2016.
INVESTOR FORUM, *Collective Engagement Framework. Summary*, 2016.
LAZARD SHAREHOLDERS' ADVISORY GROUP, *2018 Review of Shareholder Activism*, gennaio 2019.
PWC, WEIL, *Director dialogue with shareholders. What you need to consider*, 2013.
THE ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management,* 2009.
THE CONFERENCE BOARD, *Guidelines for Engagement*, Research Report 1541-14-RR, 2014.
THE EUROPEAN HOUSE - AMBROSETTI, *La corporate governance in Italia: quali miglioramenti tra le società quotate?*, marzo 2019.

* * *

GIURISPRUDENZA ITALIANA

Trib. Milano, 12 dicembre 2012, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 1073 e ss.
Trib. Milano, 10 giugno 2016 (inedito).
Trib. Roma, 8 aprile 2020, reperibile *online* su www.giurisprudenzadelleimprese.it.
App. Milano, 21 novembre 1961, in *Giur. it.*, 1962, 2, p. 222 e ss.
App. Milano 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, 2002, II, p. 200 e ss.
Cass., 7 aprile 1972, n. 1032, in *Foro it.*, 1972, p. 1566 e ss.
Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Contr. e impr.*, 1990, p. 401 e ss.
Cass., 21 agosto 1991, n. 8977, in *Giur. comm.*, 1992, II, p. 917 e ss.
Cass. civ., sez. I, 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società*, 1997, p. 1389 e ss.
Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Giur. it.*, 1999, p. 1436 e ss.
Cass., 23 marzo 2004, n. 5724, in *Società*, 2004, p. 1239 e ss.
Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, in *Società*, 2004, p. 1517 e ss.
Cass. 2 aprile 2004, n. 6510, in *Società*, 2004, p. 1239 e ss.

Cass. pen., sez. V, 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 369 e ss.
Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Giur. comm.*, 2007, II. p. 86 e ss.
Cass., sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 1146 e ss.

GIURISPRUDENZA COMUNITARIA

Corte di Giustizia europea, caso C-604/11, *Genil*, 30 maggio 2013.
Corte di Giustizia europea, caso C-384-02, *Grongaard and Bang*, 22 novembre 2005.
Corte di Giustizia europea, caso C-101/08, *Audiolux SA et al. V. Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) et al. And Bertelsmann AG et al.*, 15 ottobre 2009.
Corte di Giustizia europea, caso C-45/08, *Spector Photo Group. NV v. Commissie voor het Bank, Financieen Assurantiewezen*, 23 dicembre 2009.
Corte di Giustizia europea, C-19/11, *Markus Geltl v. Daimler AG*, 28 giugno 2012.
Corte di Giustizia europea, C-162/97, *Nilsson*, 19 novembre 1998.

GIURISPRUDENZA STRANIERA

Regno Unito

Stobart Group v. Tinkler ([2019] EWHC 258 (Comm).

Stati Uniti d'America

Wolfson v. Avery, 6 Ill. 2d. 78, 126 N.E. 2d 701 (1955).
Henshaw v. Am. Cement Corp., 252 A.2d 125 (Del. Ch. 1969).
Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971).
Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).
Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 816 (Del. 1984).
Smith v. Van Gorkom, 488, A.2d 858 (Del. 1985).
AOC Limited Partnership v. Horsham Corp., Civ. A. No. 12480, 1992 WL 97220 (Del. Ch. May 5, 1992).
Moore Business Forms, Inc. v. Cordant Holdings Corp., Civ. A. Nos. 13911, 14595, 1996 WL 307444 (Del. Ch. June 4, 1996).
United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).
SEC v. Siebel Systems, Inc., 384 F. Supp. 2d 694 (S.D.N.Y. 2005).
Schon v. Troy Corp., No. Civ. A 1677-N, 2006 WL 1851481 (Del. Ch. Jun. 27, 2006).
Mercier v. Inter-Tel (Del.), Inc., 929 A.2d 786 (Del. Ch. 2007).
Encite LLC v. Soni, C.A. No. 2476-VCG, 2011 WL 5920896, 20 (Del. Ch. Nov. 28, 2011).

In re Synthes, Inc. S'holder Litig., 50 A.3d 1022 (Del. Ch. 2012).
Martin Marietta Materials, Inc. v. Vulcan Materials Co., 56 A.3d 1072 (Del. Ch. 2012).
In re MFW S'holders Litig., 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).
In re Morton's Rest. Gp., Inc. S'holders Litig., 74 A.3d 656 (Del. Ch. 2013).
Kalisman v. Friedman, C.A. No. 8447-VCL, 2013, WL1668205, (Del. Ch. Apr. 17, 2013).
Chen v. Howard-Anderson, 87 A.3d 648 (Del. Ch. 2014).
In re Dole Food Co., No. 9079-VCL, 2015, WL 5052214 (Del. Ch. Aug. 27, 2015).
In re Zale Corp. Stockholders Litigation No. 9388-VCP, 2015 WL 5853693 (Del. Ch. Oct. 1, 2015).
In re PLX Tech. Stockholders Litigation, Cons. C.A. No. 9880-VCL (Del. Ch. Oct. 16, 2018).

* * *