

Indice

INTRODUZIONE.	XVII
-----------------------	------

CAPITOLO I IL FENOMENO DEL C.D. *EMPTY VOTING*

1. Premessa. La “dissociazione” della partecipazione azionaria.	1
SEZIONE I. Strumenti e tecniche di “dissociazione”.	6
2. Vecchi e nuovi strumenti di <i>decoupling</i> : il ruolo dell’innovazione finanziaria globale.	6
3. <i>Decoupling</i> ed <i>empty voting</i> attraverso la conclusione di contratti derivati su azioni.	7
3.1. Il <i>total return equity swap</i> nel modello elaborato dall’ISDA.	7
3.2. (<i>segue</i>): Costruzione di posizioni di <i>empty voting</i> (e di <i>negative voting</i>) a partire da un <i>TRES</i>	13
3.3. I <i>contracts for difference</i>	16
3.4. Altri contratti aventi “ <i>delta</i> ” pari a uno.	17
3.5. Impiego di derivati con <i>delta</i> non unitario. Contratti <i>put&call</i>	19
3.6. (<i>segue</i>): Altri utilizzi delle opzioni.	21
4. <i>Decoupling</i> ed <i>empty voting</i> attraverso contratti di prestito titoli.	23
5. <i>Decoupling</i> ed <i>empty voting</i> attraverso l’utilizzo opportunistico delle norme sulla data di registrazione per l’esercizio del diritto di voto. La c.d. <i>record date capture</i>	26
6. <i>Empty voting</i> a partire da fattispecie tipiche. In particolare, il riporto e la vendita a termine di azioni.	30

7.	Fattispecie di “dissociazione” non assimilabili all’ <i>empty voting</i>	33
	SEZIONE II. Evidenza empirica del fenomeno <i>empty voting</i>	44
8.	Difficoltà di operare una ricognizione empirica del fenomeno. Implicazioni sul piano della regolamentazione.	44
9.	Ricognizione dei dati disponibili. Strumenti di “svuotamento” utilizzati e contesti di attuazione delle strategie.	46
10.	Inquadramento degli scenari di <i>empty voting</i> oggetto dell’analisi successiva.	52

CAPITOLO 2

TENTATIVI DI INQUADRAMENTO E DI DISCIPLINA DEL FENOMENO: PROFILI CRITICI

1.	Premessa. Un ampio dibattito, poche riforme.	56
	SEZIONE I. Il dibattito internazionale sull’<i>empty voting</i>	58
2.	Prospettive di diritto cartolare e contrattuale.	58
3.	Prospettive di diritto societario.	60
4.	Proposte di soluzione del problema.	67
	SEZIONE II. Profili critici, dal punto di vista dell’ordinamento italiano, di alcune proposte di inquadramento emerse nel dibattito internazionale.	73
5.	Ipotesi di soluzione contrattuale ai problemi generati dall’ <i>empty voting</i> . In particolare, la ricomposizione dei conflitti generati dalla “dissociazione” della partecipazione attraverso l’applicazione del principio generale di correttezza e buona fede nell’esecuzione del contratto.	73
	5.1. Inadeguatezza dell’ipotesi di soluzione prospettata, con riferimento a fattispecie di <i>empty voting</i> generate dal ricorso a contratti derivati e di prestito titoli.	78
	5.2. Inadeguatezza della medesima ipotesi, con riferimento ai fenomeni di “ <i>record date capture</i> ”	82

6.	Ipotesi di soluzione del problema fondate sul diritto societario e, in particolare, sull'applicazione del principio di proporzionalità tra "interesse economico" e potere di voto.	85
6.1.	Linee di inquadramento del principio fondante (cenni).	86
6.2.	Dubbia portata precettiva del principio di proporzionalità tra interesse economico e voto nella attuale disciplina delle società per azioni.	91
6.3.	Inadeguatezza del principio di proporzionalità tra interesse economico e voto a regolare fattispecie di dissociazione che si generano al di fuori della sfera societaria.	95
7.	(<i>segue</i>): Ancora sulla proporzionalità tra interesse economico e voto nelle dinamiche del mercato finanziario. In particolare, il problema delle esigenze di neutralizzazione del rischio di investimento	98
7.1.	...e delle deviazioni "efficienti" dalla regola "un'azione, un voto"	101
8.	Sintesi delle considerazioni svolte e premesse a un'indagine rivolta alla verifica degli effetti delle condotte di voto "opportunistico" sulla sfera della società quotata.	102

CAPITOLO 3

EMPTY VOTING E PROCESSO DECISIONALE DELL'ASSEMBLEA

1.	Premessa.	108
----	-------------------	-----

SEZIONE I. Eterogeneità degli interessi degli azionisti di società quotate e tutela del valore dell'investimento. 110

2.	Centralità del ruolo assunto dal valore di scambio e di realizzo delle azioni nella disciplina societaria attuale. La tesi che individua nella massimizzazione di tale valore l'interesse comune unitario degli azionisti di una società quotata.	110
3.	La tesi che contesta l'esistenza di un interesse comune unitario, valorizzando l'eterogeneità degli interessi "sociali"	117
3.1.	Tentativi di ridurre <i>ad unum</i> interessi sociali originariamente eterogenei. In particolare, la tesi della correzione dell'eterogeneità degli interessi attraverso l'efficienza informativa del mercato. Critica.	122

3.2. (<i>segue</i>): La tesi secondo cui l'individuazione di un interesse comune unitario sarebbe il frutto di un processo normativo di selezione e astrazione. Critica.	123
4. (<i>segue</i>): Esigenza di riaffermare l'esistenza e la rilevanza, sul piano normativo, di una pluralità di interessi "sociali" diversi. Il problema del rapporto tra interessi e valore della partecipazione.	127
5. Conseguenze applicative dell'impostazione adottata.	134
5.1. In particolare: la disciplina del conflitto di interessi nell'assemblea.	134
5.2. Ambito di applicazione dell'art. 2373 c.c. e fattispecie estranee (cenni).	141
SEZIONE II. <i>Empty voting</i> e conflitto di interessi dei soci.	145
6. Inquadramento dell'analisi. Le diverse scelte di investimento che determinano situazioni di <i>empty voting</i>	145
7. L'adozione di una strategia di diversificazione dell'investimento azionario, attraverso il ricorso a tecniche di <i>hedging</i> , non dà luogo, di per sé, a situazioni di conflitto rilevanti ex art. 2373 c.c.	149
8. Il c.d. <i>negative voting</i> : l'esistenza di una posizione speculativa "esterna" confliggente con l'investimento azionario giustifica l'applicazione dell'art. 2373 c.c.	155
9. <i>Empty voting</i> combinato alla partecipazione in una pluralità di emittenti: applicabilità dell'art. 2373 c.c. in base a un'analisi casistica.	157
10. Preliminari conclusioni sulla base dell'analisi svolta, in relazione ad alcuni inquadramenti del fenomeno <i>empty voting</i> proposti nel dibattito internazionale. Esigenza di ulteriore approfondimento del tema sulla base dell'analisi di specifiche operazioni.	159
11. (<i>segue</i>): Presunta inadeguatezza teorica della disciplina del conflitto di interessi rispetto alla regolazione del fenomeno <i>empty voting</i> . Critica.	162
SEZIONE III. La questione dei limiti di applicazione della norma sul conflitto di interesse in alcune delibere maggiormente "a rischio" di <i>empty voting</i>.	165
12. Deliberazioni di fusione.	166
13. Deliberazioni sull'approvazione di misure difensive in pendenza di opa.	175

-
14. Considerazioni conclusive su disciplina del conflitto di interessi ed *empty voting* nelle deliberazioni “a rischio”: valutazioni in chiave di *policy*. 177
15. (*segue*): Esigenza di prendere atto delle criticità applicative poste dall’art. 2373 c.c. e di estendere l’indagine sui rimedi disponibili. 180

CAPITOLO 4

LA RESPONSABILITÀ “DA *EMPTY VOTING*”

1. Premessa. 186
2. Responsabilità da *empty voting* attraverso l’azione di «risarcimento del danno» da deliberazione invalida. La questione della legittimazione attiva “generale” all’azione risarcitoria. 187
- 2.1. Termine per l’esercizio dell’azione. 193
- 2.2. Coordinamento tra l’azione risarcitoria ex art. 2377 c.c. e le azioni da invalidità previste in relazione a talune operazioni straordinarie (cenni). 194
3. La società come legittimata passiva nell’azione risarcitoria da deliberazione invalida. 196
4. La posizione del soggetto che esprime voto “determinante” in assemblea. 203
- 4.1. La responsabilità del socio in conflitto di interessi. Insufficienza dell’art. 2373 c.c. a fondare, da solo, un’ipotesi di responsabilità dell’azionista. 204
- 4.2. Applicabilità della regola di correttezza a soci e altri soggetti in posizione “determinante” rispetto all’adozione di una deliberazione assembleare. 207
- 4.3. Affermazione della possibile responsabilità, in base alla regola di correttezza, del soggetto in posizione “determinante” che vota in conflitto di interessi. 218
- 4.4. (*segue*): Applicabilità della fattispecie di responsabilità individuata anche nel contesto “spersonalizzato” degli emittenti quotati. Proposta di superamento degli orientamenti contrari. 220
- 4.5. Individuazione dei presupposti applicativi della responsabilità del soggetto in conflitto di interessi con specifico riferimento alle fattispecie di *empty voting*. 224

4.6. (<i>segue</i>): Onere della prova in ordine alla dimostrazione dei presupposti della responsabilità.	230
4.7. Presupposti della responsabilità da <i>empty voting</i> in ipotesi diverse dal conflitto di interessi: “assenteismo” assembleare; astensione; delibere assunte “nella neutralità dell’interesse sociale”	233
5. Posizione di altri soggetti (cenni).	235
6. Il danno risarcibile.	237
6.1. Interessi (negativi e positivi) meritevoli di risarcimento.	240
6.2. Criteri di quantificazione del danno in rapporto al valore (e ai prezzi) di mercato.	242
7. Il “coordinamento” delle azioni avverso i potenziali responsabili. Vincolo di solidarietà, principio di “canalizzazione” e azioni di regresso.	249
7.1. Risarcimento del danno diretto.	252
7.2. Risarcimento del danno indiretto.	257
8. Considerazioni conclusive sul sistema di responsabilità “da <i>empty voting</i> ”	259

CAPITOLO 5

EMPTY VOTING E NORME DI TRASPARENZA: SCELTE LEGISLATIVE E OPZIONI STATUTARIE

1. Premessa.	264
2. Disposizioni vigenti in tema di trasparenza dell’esposizione economica di chi esercita il voto nell’assemblea di una società quotata.	267
2.1. Disciplina europea di trasparenza degli assetti proprietari.	267
2.2. Disciplina italiana di trasparenza degli assetti proprietari.	269
2.3. Disciplina di trasparenza degli assetti proprietari in altri ordinamenti europei.	272
2.4. Disciplina europea relativa al c.d. <i>internal dealing</i>	274
2.5. Disciplina europea delle vendite allo scoperto.	275
2.6. Soluzioni provenienti da esperienze extra-europee.	276
2.7. Considerazioni di sintesi.	277
3. Possibili funzioni della trasparenza dell’“esposizione economica” degli azionisti.	278

3.1. Trasparenza degli assetti proprietari e trasparenza degli investimenti “puramente economici”	279
3.2. Non desiderabilità di un sistema generalizzato di trasparenza degli investimenti “puramente economici”.	281
3.3. Ragioni a sostegno di un (limitato) obbligo di trasparenza dell’esposizione economica degli azionisti.	283
3.4. Caratteristiche e ambito di applicazione delle possibili norme di trasparenza.	287
4. Clausole statutarie che impongono la trasparenza dell’esposizione economica dei soggetti che esercitano il voto.	291
4.1. Clausole di trasparenza e comunicazioni riguardanti gli investimenti degli azionisti. Raffronto con la norma in tema di identificazione degli azionisti.	293
4.2. Clausole di trasparenza e limitazione al diritto di voto.	296
4.3. Clausole di trasparenza e disciplina della <i>record date</i>	297
4.4. Clausole di trasparenza e “sanzioni private”.	298
4.5. Introduzione di clausole di trasparenza e diritto di recesso.	300
BIBLIOGRAFIA	305