

## INDICE SOMMARIO

### CAPITOLO 1

#### IL DIALOGO SELETTIVO CON GLI AZIONISTI NELL'ODIERNA GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE

1. Introduzione . . . . .	1
2. Il dialogo selettivo con il socio di controllo . . . . .	8
3. L' <i>engagement</i> degli investitori istituzionali . . . . .	12
4. Il dialogo con la società partecipata come forma di <i>engagement</i> . . . . .	19
5. I nuovi investitori istituzionali: gli <i>index funds</i> e la "nuova" <i>corporate governance</i> . . . . .	22
6. Piano del lavoro e principali risultati dell'indagine . . . . .	25

### CAPITOLO 2

#### UTILITÀ E RISCHI DEL DIALOGO SELETTIVO

1. Introduzione . . . . .	31
---------------------------	----

#### *Sezione I*

##### LE UTILITÀ

2. Il dialogo selettivo come strumento per facilitare le decisioni che richiedono l'approvazione dell'assemblea . . . . .	33
3. Il dialogo selettivo come strumento per meglio allineare la gestione alle preferenze della base azionaria e ridurre la conflittualità fra <i>management</i> e azionisti . . . . .	35
4. ( <i>Segue</i> ) alcuni possibili rilievi e relative obiezioni . . . . .	36
5. Il dialogo selettivo come strumento per rafforzare il controllo degli azionisti sugli amministratori . . . . .	39
6. Il dialogo selettivo come strumento per favorire una più adeguata composizione del consiglio di amministrazione. . . . .	42
7. Il dialogo selettivo come strumento di riduzione dell'asimmetria informativa e "reciproco apprendimento" . . . . .	43
8. Alcune notazioni conclusive: interesse sociale e portata del dialogo; fisionomia del dialogo. . . . .	46

#### *Sezione II*

##### I RISCHI

9. Dialogo selettivo e <i>insider trading</i> . . . . .	48
---	----

10. ( <i>Segue</i> ) <i>insider trading</i> e fisionomia del destinatario dell'informazione. . . . .	50
11. ( <i>Segue</i> ) il caso particolare dei fondi indicizzati. . . . .	52
12. Tecniche di sfruttamento dell'informazione che minimizzano o escludono il rischio di <i>insider trading</i> : "informazioni quasi privilegiate", "mosaici" di informazioni, operazioni su titoli correlati, quotati su mercati esteri o non quotati, astensione informata; l'evidenza empirica. . . . .	54
13. Il dialogo selettivo come tecnica di <i>tunneling</i> e come strumento per conformare la gestione alle preferenze del socio di controllo, in pregiudizio delle minoranze . . . . .	59
14. Il dialogo selettivo come strumento per "catturare" gli azionisti . . . . .	65
15. <i>Insider "tainting"</i> . . . . .	67
16. Considerazioni conclusive . . . . .	67

## CAPITOLO 3

DIALOGO SELETTIVO E MODELLO ORGANIZZATIVO  
DELLA SOCIETÀ PER AZIONI

1. Introduzione: i profili di contrasto fra dialogo selettivo e modello organizzativo della società per azioni . . . . .	69
--	----

*Sezione I*

## DIALOGO SELETTIVO E ASSEMBLEA

2. Il dialogo selettivo "esautora" l'assemblea? . . . . .	72
3. Critica . . . . .	74
4. L'assemblea come strumento di interazione esclusivo fra amministratori e base sociale? . . . . .	77
5. Critica . . . . .	77
6. Il referendum come alternativa al dialogo selettivo? . . . . .	80
7. Alcune considerazioni di sintesi. . . . .	81

*Sezione II*

## DIALOGO SELETTIVO E ORGANO AMMINISTRATIVO:

## IL PRINCIPIO PER CUI LA GESTIONE SPETTA ESCLUSIVAMENTE AGLI AMMINISTRATORI

8. Introduzione . . . . .	83
9. Alcune premesse sul ruolo e le finalità sottese alla regola stabilita all'art. 2380- <i>bis</i> del codice civile. . . . .	84
10. Condividere selettivamente informazioni con i soci non equivale a condividere il potere di gestire la società . . . . .	89
11. La gestione, in realtà, non spetta esclusivamente agli amministratori . . . . .	91
11.1. L'art. 2380- <i>bis</i> e le ordinarie intenzioni del legislatore delegante. . . . .	91
11.2. Il ruolo dell'assemblea nella gestione: l'autorizzazione assembleare come strumento di condivisione del potere di gestione. . . . .	93
11.3. ( <i>Segue</i> ) le "ingerenze" assembleari in senso proprio nel campo della gestione. . . . .	95
11.4. ( <i>Segue</i> ) la teoria delle competenze assembleari implicite. . . . .	98

11.5. Ingerenze extra-assembleari nella gestione: l'attività di direzione e coordinamento . . . . .	99
11.6. L'art. 2380- <i>bis</i> come principio di residualità . . . . .	100
12. Osservazioni conclusive . . . . .	101

### *Sezione III*

#### DIALOGO SELETTIVO E SISTEMA DEI CONTROLLI

13. Il dialogo selettivo interferisce con il sistema dei controlli sulla gestione? . . . . .	104
--	-----

### CAPITOLO 4

#### DIALOGO SELETTIVO E DIRITTI DI INFORMAZIONE DELL'AZIONISTA

1. Introduzione . . . . .	107
2. L'informazione del socio come prerogativa riconosciuta sulla base di un criterio strettamente egalaritario. . . . .	109
3. Le ragioni dell'opzione egalaritaria, i vantaggi del concorrente, criterio plutocratico ed i suoi rischi . . . . .	111
4. Le eccezioni al principio egalaritario: i diritti di informazione speciali riconosciuti all'impresa controllante . . . . .	115
5. Le norme che presuppongono l'esistenza di un flusso informativo in favore del socio di controllo . . . . .	120
6. Esiste un generale diritto della capogruppo ad ottenere l'informazione prodotta dalla società controllata? . . . . .	124
7. Conclusioni . . . . .	129

### CAPITOLO 5

#### DIALOGO SELETTIVO E LIMITI

#### ALLA CIRCOLAZIONE SELETTIVA DELL'INFORMAZIONE SOCIETARIA

1. Introduzione . . . . .	133
---------------------------	-----

#### *Capo I*

#### L'INFORMAZIONE SOCIETARIA NON PRIVILEGIATA

2. L'informazione societaria non privilegiata e il limite generale dell'interesse sociale. . . . .	135
--	-----

#### *Capo II*

#### L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

3. Introduzione . . . . .	140
---------------------------	-----

*Sezione I*IL DIVIETO DI *TIPPING*

4.	Il divieto di <i>tipping</i> . . . . .	144
5.	Il “normale esercizio di un’occupazione, professione o funzione”. . . . .	148
6.	I sondaggi di mercato come ipotesi tipizzata di comunicazione selettiva effettuata nel normale esercizio dell’ufficio, dell’occupazione o della professione . . . . .	150
7.	L’interpretazione della Corte di Giustizia nel caso <i>Grøngaard</i> . . . . .	153
8.	Il “normale esercizio” nell’interpretazione della dottrina . . . . .	154
9.	Il normale esercizio come formula di rinvio al complesso di doveri che governano l’esercizio dell’ufficio, dell’occupazione o della professione?. . . . .	157
10.	Critica . . . . .	159
11.	Un’interpretazione restrittiva del divieto: non si ha “normale esercizio” se la comunicazione è effettuata allo scopo di procurare un vantaggio personale a sé o a terzi . . . . .	162
12.	( <i>Segue</i> ) principali conseguenze sul piano applicativo . . . . .	167
13.	Considerazioni conclusive . . . . .	170

*Sezione II*LA *DISCLOSURE* “CORRETTIVA” IN CASO DI COMUNICAZIONE A TERZI NON SOGGETTI AD UN OBBLIGO DI RISERVATEZZA E IL PRINCIPIO DI PUBBLICITÀ DELL’INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

14.	La disposizione contenuta all’art. 17, paragrafo 8 MAR . . . . .	172
15.	L’“importazione” della disposizione dall’ordinamento statunitense. . . . .	175
16.	Funzione della regola e incidenza sullo spazio di ammissibilità della comunicazione selettiva. . . . .	179
17.	Il principio di pubblicità dell’informazione privilegiata. . . . .	180

*Sezione III*

## RIFLESSIONI CONCLUSIVE

18.	Gli spazi di legittima comunicazione selettiva dell’informazione privilegiata e l’interesse sociale come principio unico che governa la circolazione selettiva dell’informazione societaria . . . . .	183
19.	Interesse sociale, “giusta causa”, “giustificato motivo”, “specifico rapporto giustificativo” . . . . .	186

## CAPITOLO 6

DIALOGO SELETTIVO E PRINCIPIO DI PARITÀ  
DI TRATTAMENTO DEGLI AZIONISTI

1.	Introduzione . . . . .	191
----	------------------------	-----

*Sezione I*

## LA PARITÀ DI TRATTAMENTO FRA AZIONISTI NEL DIRITTO AZIONARIO COMUNE

2.	Riflessioni introduttive: l’incerto fondamento del principio . . . . .	194
----	--	-----

3.	Eguaglianza assoluta ed eguaglianza relativa . . . . .	198
4.	Parità di trattamento e eguaglianza delle azioni . . . . .	199
5.	Parità di diritti e parità di trattamento. . . . .	202
6.	Un primo approdo: il principio di parità di trattamento come regola che si applica in sede di attuazione e modificazione <i>ex post</i> del rapporto sociale . . . . .	206
7.	Parità di trattamento come “intangibilità delle posizioni reciproche”? .	207
8.	Il principio di parità di trattamento come <i>pro rata rule</i> . . . . .	213
9.	Il principio di parità di trattamento come strumento di protezione della minoranza. . . . .	216
10.	... e come regola volta a impedire l’abuso della minoranza . . . . .	217
11.	Ulteriori probabili ramificazioni del principio: le disparità nell’assegnazione dei diritti amministrativi; le disparità innocue ma ingiustificate .	221
12.	Osservazioni conclusive . . . . .	224

### Sezione II

#### LA PARITÀ DI TRATTAMENTO NELLE SOCIETÀ QUOTATE

13.	Introduzione: parità di trattamento “degli azionisti” e parità di trattamento “degli investitori” . . . . .	226
14.	L’art. 92 t.u.f. e il dialogo selettivo: alcune premesse. . . . .	232
15.	L’art. 92 come norma di mercato, volta a garantire uguali opportunità di guadagno, che non incide sui rapporti societari? . . . . .	234
16.	( <i>Segue</i> ) le disparità prese in considerazione dall’art. 92 abbracciano anche l’informazione . . . . .	239
17.	Le “identiche condizioni”. . . . .	240
18.	Un’interpretazione auto-limitante del principio di parità di trattamento, che consenta le discriminazioni realizzate nell’interesse della società? .	249
19.	Critica . . . . .	253

### Sezione III

#### OSSERVAZIONI CONCLUSIVE E CONSEGUENZE DELLA VIOLAZIONE DEL PRINCIPIO

20.	Osservazioni conclusive: alcuni rilievi critici sull’attuale assetto normativo . . . . .	259
21.	Conseguenze della violazione del principio di parità di trattamento . .	263

## CAPITOLO 7

### GLI SPAZI DI AMMISSIBILITÀ DEL DIALOGO SELETTIVO NELLE SOCIETÀ QUOTATE

1.	Introduzione . . . . .	265
2.	La comunicazione selettiva nel contesto di operazioni commerciali, industriali o finanziarie che vedono l’azionista come controparte. . . .	266
3.	Comunicazione selettiva in favore della società capogruppo da parte della società quotata eterodiretta . . . . .	268
4.	Comunicazione selettiva propedeutica alle delibere assembleari. . . . .	270

5. Le forme di comunicazione non ammesse e l'impatto sul dialogo fra società e investitori istituzionali . . . . . 274

#### CAPITOLO 8

#### DIALOGO SELETTIVO E AUTONOMIA STATUTARIA

1. Introduzione . . . . .	279
2. Diritti di informazione del socio e autonomia statutaria . . . . .	281
3. Il carattere egualitario e limitato dei diritti informazione come elemento tipologico e dunque inderogabile? . . . . .	287
4. Differenziazione statutaria delle prerogative informative degli azionisti e principio di parità di trattamento. . . . .	291
5. Le tecniche per differenziare i diritti di informazione dei soci: a) l'emissione di categorie speciali di azioni dotate di diritti di informazione speciali . . . . .	296
6. (Segue) b) l'introduzione di una clausola statutaria che riconosca diritti di informazione speciali agli azionisti titolari di partecipazioni rilevanti. . . . .	299
6.1. Eventuali condizioni ulteriori: il riconoscimento di diritti di informazione speciali ad azionisti rilevanti "di lungo corso" o che abbiano particolari caratteristiche soggettive . . . . .	305
7. Gli speciali problemi legati all'introduzione delle azioni speciali o della clausola successivamente alla quotazione . . . . .	306
8. Una clausola statutaria che riconosca agli amministratori il potere di dialogare selettivamente con gli azionisti nell'interesse della società? . . . . .	309
<i>Conclusioni</i> . . . . .	315
<i>Bibliografia</i> . . . . .	327