

INDICE-SOMMARIO

pag.

CAPITOLO PRIMO

LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI NELLA PROSPETTIVA DEL DIRITTO SOCIETARIO

1. Introduzione e delimitazione del campo di indagine: il concetto di “azionista istituzionale” e i relativi obblighi di trasparenza rilevanti in un’ottica societaria	2
2. Considerazioni preliminari: il concetto “relativo” di trasparenza	9
3. La trasparenza sulle abitudini di voto e di intervento degli azionisti istituzionali: il progressivo passaggio dall’ottica di tutela dei beneficiari dei fondi a quella di protezione di interessi di natura societaria nel dibattito e nella normativa europea	12
3.1. L’esperienza nordamericana	12
3.2. Il dibattito europeo: il <i>report</i> dell’ <i>High Level Group of Company Law Expert</i> e l’ <i>Action Plan</i> del 2003	15
3.3. <i>Segue</i> . I documenti sulla trasparenza dei fondi sovrani e degli <i>hedge funds</i>	17
3.4. <i>Segue</i> . L’introduzione di obbligo di trasparenza su informazioni attinenti a profili societari nell’ambito delle normative europee sulla gestione collettiva del risparmio	21
3.4.1. La trasparenza sulle strategie di voto	21
3.4.2. La trasparenza in caso di assunzione del controllo	23
3.5. <i>Segue</i> . I Libri Verdi del 2010 e del 2011 in tema di governo societario e l’ <i>Action Plan</i> 2012	25
3.6. L’introduzione di forme di trasparenza su informazioni attinenti a profili societari nell’ambito delle normative europee sul diritto delle società quotate: la trasparenza sulle politiche di voto	27
3.7. <i>Segue</i> . La trasparenza sugli orizzonti temporali. Cenni	30

	<i>pag.</i>
4. Il quadro normativo interno	33
4.1. La trasparenza sulle informazioni attinenti alle inclinazioni dell'azionista istituzionale all'intervento nella vita delle società partecipate	33
4.1.1. La trasparenza sulle strategie di voto: <i>background</i> e disciplina attuale	33
4.1.2. La trasparenza prevista nel Codice di <i>stewardship</i>	37
4.1.3. La trasparenza sulle politiche di impegno e sulle relative modalità di attuazione (art. 124- <i>quinquies</i> t.u.f.)	39
4.1.4. L'esclusione degli azionisti istituzionali (SGR) dagli obblighi di pubblicazione degli orizzonti temporali	42
4.2. La trasparenza in caso di acquisto del controllo da parte di un FIA	45
5. Le teorie sulla funzione della trasparenza degli azionisti istituzionali	49
5.1. La <i>ratio</i> della <i>disclosure</i> in merito a informazioni generali sull'esercizio dei diritti sociali (politiche di voto e di impegno). La funzione di incentivo allo <i>shareholder activism</i> . Critica	50
5.2. La <i>ratio</i> degli obblighi di <i>disclosure</i> in caso di acquisto del controllo	57

CAPITOLO SECONDO

LA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI COMUNI

SEZIONE PRIMA

Lineamenti generali

1. Introduzione: la trasparenza degli azionisti comuni nelle società quotate	61
2. Il ruolo degli azionisti nella <i>corporate governance</i> delle società quotate	64
2.1. <i>Agency problems</i> , apatia razionale e assetti proprietari	64
2.2. <i>Segue</i> . Dalla regola “ <i>one share one vote</i> ” all’ <i>empty voting</i>	73

SEZIONE SECONDA

Analisi Storico-Comparatistica

3. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto nordamericano: <i>Section 13(d)</i> e <i>Section 13(g)</i> del <i>Security Exchange Act</i>	79
---	----

	<i>pag.</i>
3.1. I presupposti della trasparenza: il concetto di <i>beneficial ownership</i>	79
3.2. <i>Segue. Beneficial ownership</i> , derivati <i>cash settled</i> e il problema della <i>hidden ownership</i>	82
3.3. Contenuto e funzione dell'informativa sugli assetti proprietari	86
3.4. Prospettive di riforma	93
3.4.1. Il termine di dilazione per la comunicazione all'emittente e alla SEC e l'effetto della trasparenza sul mercato del controllo	93
3.4.2. Trasparenza sulle posizioni corte ed <i>empty voting</i>	98
4. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto interno ed europeo	99
4.1. Evoluzione della disciplina	99
4.2. I presupposti della trasparenza: il concetto di "società quotata"	104
4.3. <i>Segue. Il concetto di "partecipazione rilevante"</i>	106
4.3.1. Le partecipazioni in azioni	108
4.3.2. Le partecipazioni in strumenti finanziari: partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe	114
4.3.3. La "rilevanza" della partecipazione	121
4.4. Il contenuto degli obblighi di trasparenza	125
4.4.1. La trasparenza "tradizionale"	125
4.4.2. La trasparenza sulle intenzioni (art. 120, co. 4- <i>bis</i> , t.u.f.)	132

SEZIONE TERZA

La funzione della trasparenza sull'azionariato rilevante

5. La <i>ratio</i> della trasparenza "tradizionale" sulle partecipazioni rilevanti	141
5.1. La tesi dell'efficienza del mercato dei capitali nella sua funzione di <i>pricing</i> : critica	143
5.1.1. I meccanismi di efficienza del mercato	147
5.1.2. L'incapacità di indicare il livello del rischio di <i>moral hazard</i>	152
5.1.3. L'incapacità di predire <i>changes of control</i>	159
5.1.4. L'incapacità di favorire il <i>trade decoding</i>	165
5.1.5. La distanza tra la disciplina della trasparenza <i>price sensitive</i> e la disciplina della trasparenza "base" sulle partecipazioni rilevanti	167
5.2. Le tesi dell'efficiente funzionamento del mercato del controllo: critica	172

	<i>pag.</i>
5.3. <i>Segue</i> . La funzione di consentire l'esistenza e il dinamismo del mercato del controllo	178
5.3.1. La determinazione della strategia di acquisizione	180
5.3.2. La determinazione dei limiti di convenienza dell'operazione: la stima dei benefici privati estraibili dalla posizione di controllo	183
5.4. La tesi sul corretto funzionamento dei meccanismi interni di <i>corporate governance</i>	188
5.4.1. L'esigenza di incentivare la collaborazione tra azionisti e il dialogo con gli amministratori	191
5.4.2. <i>Segue</i> . L'inadeguatezza del libro soci a sollecitare il dialogo nell'ambito delle società quotate	197
5.4.3. <i>Segue</i> . Il coordinamento tra l'istituto dell'identificazione degli azionisti <i>ex art. 83-duodecies</i> t.u.f. e la trasparenza "base" sulle partecipazioni rilevanti	201
5.4.4. L'esigenza di identificare i centri in cui si annida il rischio di azzardo morale	207
6. La <i>ratio</i> della trasparenza sulle intenzioni	212
6.1. La tesi dell'efficienza del mercato dei capitali nella sua funzione di <i>pricing</i> : critica	212
6.2. La trasparenza sulle intenzioni come forma di disciplina delle <i>c.d. creeping acquisition</i>	216
6.2.1. La tutela individuale degli azionisti di minoranza: critica	219
6.2.2. <i>Segue</i> . La tutela dell'efficienza del mercato del controllo: critica. La tutela all'azionista di controllo	222
6.3. La funzione di <i>governance</i> interna: il contributo al dialogo	227
7. La trasparenza sui patti parasociali <i>ex art. 122</i> t.u.f.	229
7.1. Le esigenze connesse al supplemento informativo: la tutela del mercato del controllo	233
7.2. <i>Segue</i> . La tutela dell'efficienza delle <i>corporate governance</i>	235

CAPITOLO TERZO

LA FUNZIONE E L'UTILITÀ DEGLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA IMPOSTI AGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

1. Dalla trasparenza degli azionisti comuni alla trasparenza <i>ad hoc</i> degli azionisti istituzionali	242
--	-----

	<i>pag.</i>
2. Gli azionisti istituzionali “tradizionali” e il loro ruolo nella <i>governance</i> degli emittenti partecipati	245
2.1. Il perimetro normativo dell’attivismo degli investitori istituzionali “tradizionali”: tetti partecipativi, divieti di controllo/influenza notevole e obbligo di monitoraggio	247
2.2. Gli ostacoli all’ <i>engagement</i> degli investitori istituzionali “tradizionali”	255
2.2.1. Gli ostacoli fisiologici all’ <i>engagement</i> : <i>shortermism</i>	255
2.2.2. <i>Segue</i> . L’elevato livello di diversificazione	257
2.2.3. Gli ostacoli patologici all’attivismo: il <i>moral hazard</i>	261
3. Le ragioni del diverso quadro normativo previsto per gli azionisti istituzionali tradizionali in tema di trasparenza	265
3.1. L’esenzione riconosciuta ai gestori di <i>mutual funds</i> dalla comunicazione della prima soglia di rilevanza <i>ex art.</i> 120 t.u.f.	265
3.2. Il problema dell’estendibilità della esenzione della comunicazione della prima soglia di rilevanza ai patti parasociali degli azionisti istituzionali “tradizionali”	268
3.3. Le nuove <i>engagement policies</i> come forme di integrazione della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti	270
3.3.1. Il contributo allo sviluppo del dialogo extra-assembleare condotto anche “a distanza”. Il problema del mancato rispetto delle politiche indicate	274
3.3.2. Il contributo all’individuazione dei centri in cui si annida il rischio di <i>moral hazard</i>	279
3.3.3. Il contributo all’esistenza del mercato del controllo	285
3.4. <i>Segue</i> . Profili critici della trasparenza sulle <i>engagement policies</i> e prospettive di riforma	287
3.4.1. L’irrazionale previsione del meccanismo di <i>comply or explain</i>	287
3.4.2. L’irrazionale esclusione dei <i>mutual funds</i> della trasparenza sugli orizzonti temporali	292
4. Gli <i>hedge funds</i> e il loro ruolo nella <i>governance</i> degli emittenti partecipati	294
4.1. Superamento degli ostacoli all’attivismo e della “reticenza razionale”	294
4.2. “ <i>Bright side</i> ” e “ <i>dark side</i> ” dell’attivismo degli <i>hedge funds</i>	297
4.3. Limiti normativi all’attivismo di controllo degli <i>hedge funds</i> : divieto di <i>asset stripping</i> <i>ex art.</i> 46, co. 4, t.u.f. e collaborazione tra “industria” e “finanza”	302

	<i>pag.</i>
4.4. <i>Segue</i> . La collaborazione tra “industria” e “finanza” fuori dalle operazioni di <i>asset stripping</i>	306
5. Le ragioni del diverso quadro normativo previsto per gli <i>hedge funds</i> in tema di trasparenza	309
5.1. La maggiore opacità dei gestori di <i>hedge funds</i> in relazione alla <i>disclosure ex art. 120 t.u.f.</i>	309
5.2. Le nuove <i>engagement policies</i> come forma di integrazione della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti <i>ex art. 120 t.u.f.</i>	313
5.3. La trasparenza degli <i>hedge funds</i> in caso di conquista del controllo (art. 46 t.u.f.). Il problema della funzione e del controllo congiunto	315
5.3.1. Politica per la comunicazione interna ed esterna: il problema dei soggetti con cui l' <i>hedge fund</i> di controllo è tenuto a dialogare	319
5.3.2. Politica per la gestione dei conflitti di interesse endosocietari	322
6. Il problema dell'applicabilità delle norme sulla trasparenza agli azionisti istituzionali extra-UE	325
 BIBLIOGRAFIA	 329
 INDICE DEI DOCUMENTI	 369
 INDICE DELLA GIURISPRUDENZA	 373