

LUISS



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Privato Comparato

I DERIVATI DI EQUITY E CONTRATTI DI M&A. REGOLAMENTAZIONE E CASI TRA USA E ITALIA.

Chiar.mo Prof.

Eugenio Ruggiero

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Nicola De Luca

CORRELATORE

Vincenzo Antonelli

Matr. 135043

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione	9
---------------------------	---

CAPITOLO I

TECNICHE DISSOCIATIVE DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA DALL'INTERESSE ECONOMICO

1.1 Premessa: la “rivoluzione” dei derivati e la creazione di “partecipazioni azionarie sintetiche”	15
---	----

SEZIONE I – I DERIVATI DI EQUITY CON DELTA 1

1.2 La qualificazione giuridica dei contratti derivati	20
1.2.1 (<i>segue</i>): Il termine <i>derivative</i> e il suo ingresso nell'ordinamento italiano	21
1.2.2 (<i>segue</i>): Il contratto derivato secondo l'impostazione dell'art. 1325 del Codice civile	24
1.2.3 (<i>segue</i>): Profili comparatistici	27
1.3 Le tipologie di contratti derivati con particolare riferimento a quelli aventi come sottostante le azioni, cc.dd. derivati di <i>equity</i>	29
1.3.1 L' <i>Equity Swap</i>	29
1.3.2 (<i>segue</i>): Il <i>Contract for Difference</i>	33
1.3.3 L' <i>Equity Future</i>	36
1.3.4 L' <i>Equity Option</i> e le correzioni volte a costruire una struttura “delta 1” nel c.d. <i>zero-cost collar</i>	38

SEZIONE II – LE ALTRE TECNICHE “DISSOCIATIVE”

1.4	Premessa	42
1.5	Le fattispecie tipiche regolate nel Codice civile: la vendita a termine e il riporto	43
1.6	Il contratto di prestito titoli	47
1.7	Le operazioni “a cavallo” della <i>record date</i> e la c.d. <i>record date capture</i>	50
1.7.1	(<i>segue</i>): Un esempio di utilizzo “opportunistico” della disciplina sulla <i>record date</i> attraverso il prestito titoli: la <i>covered short selling</i>	52

CAPITOLO II

UTILIZZO DEI DERIVATI DI EQUITY NEL MERCATO PER IL CONTROLLO SOCIETARIO

SEZIONE I – INQUADRAMENTO DEL FENOMENO DELLA *DECOUPLING*

2.1	La dissociazione (<i>decoupling</i>). <i>Empty voting</i>	55
2.2	<i>Hidden (morphable) ownership</i>	64

SEZIONE II – ANALISI DEI *LEADING CASES* NELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA E STATUNINTESE

2.3	“Occultamento” della partecipazione di controllo e l’o.p.a. obbligatoria. Il caso Fiat	70
2.3.1	(<i>segue</i>): La vicenda	71
2.3.2	(<i>segue</i>): La decisione della Consob	76
2.3.3	(<i>segue</i>): Considerazioni conclusione	77

2.4	“Occultamento” della partecipazione di controllo e la strategia “attivista” di valorizzazione della propria posizione. Il caso CSX/TCI	80
2.4.1	(<i>segue</i>): La vicenda	82
2.4.2	(<i>segue</i>): La decisione della <i>South District Court</i> di New York	85
2.4.3	(<i>segue</i>): Considerazioni conclusive	88
2.5	“Svuotamento” del voto e la conclusione di un c.d. arbitraggio su fusione. Il caso Perry/Mylan	92
2.5.1	(<i>segue</i>): La vicenda	94
2.5.2	(<i>segue</i>): Considerazioni conclusive	98

SEZIONE III – PROFILI CRITICI DELLA *DECOUPLING* NEI RAPPORTI
TRA SOCI

2.6	Democrazia degli <i>shareholders</i> e principio dello <i>one share – one vote</i>	103
2.6.1	(<i>segue</i>): Ulteriori considerazioni sugli <i>agency problems</i> e sull’ “attivismo” dei fondi <i>hedge</i>	110
2.7	Configurabilità di un conflitto all’interno della compagine sociale. Prime osservazioni a partire dalla tradizionale c.d. “vendita del voto”	117
2.8	La <i>decoupling</i> nella disciplina del conflitto di interesse ai sensi dell’art. 2373 c.c.	130
2.9	La <i>decoupling</i> come “abuso” di maggioranza: tra il principio di correttezza e buona fede e	142
2.9.1	(<i>segue</i>): ... i <i>fiduciary duties</i>	146
2.9.2	(<i>segue</i>): Cenni sulla protezione della maggioranza e il c.d. “ <i>swing vote</i> ”	150

CAPITOLO III

LA DECOUPLING E GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA

3.1	Premessa: l'importanza della trasparenza come strumento di "disincentivazione"	153
-----	--	-----

SEZIONE I – LA DISCIPLINA ITALIANA

3.2	Premessa	156
3.3	I derivati di <i>equity</i> negli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF	157
3.3.1	L'attuazione della Direttiva <i>Transparency</i> e il riconoscimento delle "partecipazioni potenziali"	158
3.3.2	La "prima" trasparenza delle posizioni in derivati <i>cash-settled</i> a seguito del <i>Position Paper</i> della Consob del 2009	162
3.3.3	Il regime regolamentare vigente: le delibere Consob n. 19446/2015 e 19614/2016	170
3.4	Ulteriori obblighi di trasparenza	176
3.4.1	(segue): L' <i>empty voting</i> nella disciplina (europea) relativa alla <i>short selling</i>	176
3.4.2	(segue): L' <i>empty voting</i> nella disciplina relativa al c.d. <i>internal dealing</i>	177
3.5	I derivati di <i>equity</i> nell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria e obbligatoria da consolidamento	179
3.5.1	(segue): La trasparenza delle operazioni di <i>empty voting</i> effettuate durante il periodo di offerta	183
3.6	Una possibile soluzione alla <i>disclosure</i> delle <i>posizioni corte</i> con la nuova disciplina "anti-scorrerie"? Alcuni spunti di riflessione	185

SEZIONE II – LA DISCIPLINA STATUNINTESE

3.7	Premessa	188
3.8	La <i>hidden (morphable) ownership</i> ed il concetto di <i>beneficial owner</i> ai sensi della <i>Rule 13d-3(a)</i> e <i>(b) CFR</i>	190
3.8.1	(<i>segue</i>): La lettura “sostanzialista” offerta dalla <i>South District Court</i> di New York nel caso <i>CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP</i>	194
3.8.2	(<i>segue</i>): Il problema del mancato raccordo tra l’interpretazione “sostanzialista” della giurisprudenza federale e la riforma del <i>Dodd-Frank Act</i> : un passo indietro in materia di <i>disclosure</i> delle <i>posizioni lunghe</i> nei derivati di <i>equity</i> ?	195
3.9	L’ <i>empty voting</i> tra la <i>Sec. 13(d)</i>	199
3.9.1	(<i>segue</i>): ... la <i>Sec. 13(g)</i> e	202
3.9.2	(<i>segue</i>): ... la <i>Sec. 16(a)</i>	205
	Conclusion	209
	<u>Bibliografia</u>	217

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si presta ad affrontare un fenomeno che è stato, ed è tutt'oggi oggetto di attente discussioni da parte della migliore dottrina internazionale appartenente al filone della c.d. *law and finance*. Nello specifico, ci si riferisce all'incidenza, sempre maggiore, che hanno avuto gli strumenti finanziari di ultima generazione, ed in particolare i derivati di *equity* – nati dalla più recente innovazione finanziaria – negli aspetti principali della “vita” e dell'organizzazione delle *corporations* con azioni quotate in mercati regolamentati.

La prassi finanziaria degli ultimi anni, infatti, ha evidenziato come tali nuovi e sofisticati strumenti negoziali di gestione del rischio – nonostante abbiano, come autorevolmente sottolineato, “*con le azioni quotate [...] un legame molto lasco, o di puro richiamo*”¹ – possano ricoprire un ruolo assolutamente decisivo specialmente nelle grandi operazioni di *M&A*, in ragione della loro capacità di “dissociare” – per via contrattuale ed alla sussistenza di determinate condizioni – la partecipazione azionaria, privandola dei suoi caratteri essenziali senza, tuttavia, “modificarla”.

In termini più specifici, i derivati azionari sono stati impiegati per costruire partecipazioni azionarie “sintetiche” replicanti (sinteticamente) i flussi di cassa delle azioni a cui gli stessi si riferiscono con l'effetto, a seconda della *posizione corta* ovvero *lunga* assunta, rispettivamente (i) di “svuotare” il diritto di voto legato alle azioni così *replicate* del relativo interesse economico, e (ii) di attribuire ad un soggetto *terzo* al rapporto sociale la “proprietà economica” delle medesime azioni.

La funzionalità di tale utilizzo dei derivati, per così dire, a fini “dissociativi” nelle operazioni societarie di fusione e acquisizione risiederebbe in particolare nel consentire, da un lato, ad un azionista di esercitare il proprio diritto di voto

¹ Così, ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pag. 45

“svuotato” – riprendendo le parole di autorevole dottrina² – “*senza il freno della proprietà delle azioni*” (e cioè, in modo del tutto arbitrario e libero dal *rischio* economico legato all’andamento della società partecipata), e, dall’altro, ad un “*non socio*” di partecipare attivamente – nei modi in cui si dirà – alla gestione societaria come se lo fosse, godendo *de facto* degli stessi diritti di un azionista, ma rimanendo tuttavia *occulto* alla società e al mercato.

Sicché, ben potrebbe delinearci, ad esempio, il caso di un investitore che, per assicurarsi la conclusione di una fusione (per fini squisitamente individualistici), acquisti, contestualmente alle azioni di una delle società partecipanti all’operazione, un derivato di *equity* dal lato *corto*. In tal modo, egli vedrebbe azzerata la sua esposizione economica nella stessa e potrebbe esercitare il voto così acquistato – e successivamente “svuotato” – per favorire l’approvazione del relativo progetto di fusione, anche qualora questa risulti essere svantaggiosa per la società partecipata (non sostenendo le eventuali e conseguenti perdite).

D’altro canto, la sottoscrizione dello stesso derivato, stavolta dal lato *lungo*, permetterebbe, ad esempio, ad un *corporate raider* interessato ad un’operazione di scalata di iniziare ad esercitare un’influenza “esterna” ed “occulta” nella società *target* anche prima di formalizzare l’offerta, mediante, ad esempio, strategie “attiviste”. Inoltre, lo stesso strumento finanziario potrebbe risultare determinante nel permettere ad un investitore o anche ad un socio di, rispettivamente, acquistare o mantenere informalmente una partecipazione di controllo senza vedersi gravare l’obbligo di o.p.a., con la possibilità inoltre di ottenere le azioni al di sotto del reale prezzo di mercato.

L’origine degli studi su tali complesse operazioni – che hanno dato, per l’appunto, il via a “*cloak-and-dagger*” e “*clandestine*” tentativi di *takeover*³ nelle principali piazze finanziarie – è da attribuirsi alla ricerca svolta da due giuristi statunitensi,

² VIVANTE, C. (1914), *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, pag. 173

³ In questi termini, BARRY, J.M., HATFIELD, J.W., KOMINERS, S.D. (2012), *On derivatives markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership*, pag. 4

Henry T. C. Hu e Bernard Black⁴. Il merito principale del lavoro degli eminenti accademici è stato quello di sensibilizzare l'attenzione – su scala globale e non solo presso la *comunità* dei giuristi⁵ – e di fornire una “*chiave di lettura unitaria*”⁶ su una tematica connaturata da rilevanti e molteplici profili critici in materia sia di *corporate law* che di *security law*, rimasta tuttavia per lungo tempo “*sconosciuta al pubblico*”⁷.

Così, facendo seguito al lavoro svolto dai citati studiosi, la questione dell’ “*interazione tra strumenti finanziari di gestione del rischio e organizzazione delle [corporations]*”⁸ ha acquistato una sempre maggiore importanza, dando origine ad un cospicuo numero di studi in materia.

In realtà, è d'uopo evidenziare come l'impatto del lavoro sul fenomeno in esame – definito dagli stessi con il termine di “*decoupling*”, e bipartito in *empty voting* (con riferimento alla situazione del socio che abbia “svuotato” il proprio voto dell'interesse economico) e *hidden (morphable) ownership* (stavolta alludendo alla posizione dell'investitore che abbia acquistato la sola “proprietà economica” di una partecipazione azionaria) – non sia rimasto limitato a mere disquisizioni dottrinali. Al contrario, anche in ragione delle note vicende di cronaca finanziaria verificatesi a partire dalla metà del decennio scorso, questo ha iniziato ad

⁴ Contra: GUO, J. M., GANG, J., HU, N. e UTHAM, V. (2018), *The role of derivatives in hedge fund activism*, pag. 1539. Gli autori sostengono che, in realtà, “*the probability of takeover by using derivatives and found that hedge fund activists who did not use derivatives increased the probability of takeovers by 29.52%*”.

⁵ In particolare, secondo quanto affermato in HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, pag. 351, nt. 7: (i) il primo articolo degli autori statunitensi si rivolgeva ai “*legal academics*” (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*); (ii) il secondo a “*lawyers, judges, and regulators*” (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*); (iii) il terzo ai “*financial academics*” (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*). Successivamente a questa prima serie di articoli, definita, per l'appunto, “*first generation decoupling analytical framework*”, è seguita un'ulteriore “ondata” di pubblicazioni, “*second generation*”: HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*.

⁶ Così intesa in SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. XX

⁷ In questi termini, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 812

⁸ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. XX

interessare anche i legislatori e le Autorità di Vigilanza di vari ordinamenti giuridici.

Si è preso atto, in particolare, dei potenziali *rischi* che la *decoupling* – in entrambe le sue due accezioni – può comportare nella *governance* societaria, specialmente se impiegata nel contesto delle operazioni societarie qui considerate. Infatti, oltre a “scardinare” istituti e principi di diritto tipici delle tradizioni giuridiche occidentali, la *decoupling* si presta facilmente ad un uso “abusivo”, con il pericolo di sconfinare in situazioni patologiche che alterano il corretto funzionamento dei procedimenti assembleari, e più in generale del mercato per il controllo societario.

Questi aspetti costituiscono, per tanto, la ragione della presente ricerca, che si pone così l’obiettivo di analizzare, in chiave comparatistica, i principali punti di *rottura* ed *attrito*, tutt’oggi esistenti, tra l’utilizzo dei derivati di *equity* a fini “dissociativi” e le norme societarie (e di mercato) italiane e statunitensi, unitamente alla verifica dell’idoneità dei rimedi tradizioni offerti dalle stesse nel regolare tale fenomeno.

In particolare, la prospettiva di indagine adottata è quella di un azionista che “svuoti” il proprio voto dell’interesse economico conservando i diritti derivanti dallo *status* di socio, ovvero di un investitore *terzo* che “occulti” il proprio possesso azionario esercitando *informalmente* gli stessi diritti, entrambi per perseguire specifiche strategie aziendali nel campo delle operazioni di *Merger and Acquisition*.

Il lavoro si articola in tre capitoli.

Con il primo capitolo si vogliono offrire al lettore gli strumenti di lettura necessari a comprendere il *perché* ed il *come* i derivati azionari riescano a “dissociare” la partecipazione azionaria attraverso la replica “in via sintetica” dei relativi flussi di cassa. In particolare, sarà necessario quindi dare contezza sia delle caratteristiche giuridiche dei derivati come *contratti* che del meccanismo economico e finanziario che li governa. Il capitolo, inoltre, è composto di un’aggiuntiva parte in cui vengono affrontate *ulteriori tecniche* che realizzano la *decoupling*, con l’obiettivo di risaltare maggiormente le caratteristiche “dissociative” dei derivati.

Nel secondo capitolo invece, rappresentante il *cuore* del lavoro, si affrontano le principali problematiche di diritto – qui sinteticamente accennate – che la “dissociazione”, così come delineata nel capitolo precedente, comporta. In particolare, nella prima parte si intende inquadrare giuridicamente la *decoupling*, sezionandola successivamente nelle fattispecie di *empty voting* e *hidden (morphable) ownership*, a partire dal contrasto con il principio di inscindibilità delle azioni. Di seguito, nella parte centrale del capitolo vengono passati in rassegna i principali casi di utilizzo di derivati di *equity* a fini “dissociativi” nelle operazioni di *M&A*, verificatesi in Italia e negli Stati Uniti. Tale analisi risulterà particolarmente rilevante per gli obiettivi della presente ricerca, in quanto – oltre a spiegare concretamente come venga realizzata la *decoupling* mediante tali strumenti finanziari e quali strategie aziendali questi aiutino a perseguire – offre le basi per tracciare una linea di indagine circa i profili critici del fenomeno nei rapporti tra soci, che saranno oggetto dell’ultima parte del capitolo. Tra questi, in particolare, il riferimento è alla *rottura* del principio di democrazia plutocratica degli azionisti, con il conseguente inasprimento dei cc.dd. *agency problems* e la potenziale configurabilità di un conflitto all’interno della compagine sociale. Infine, sulla base di tali ricostruzioni si tenterà di verificare se, ed in che termini, i rimedi tradizionali degli ordinamenti in comparazione, quali il conflitto di interessi, l’abuso di maggioranza ed i *fiduciary duties*, riescano ad intervenire qualora lo “svuotamento” del voto e l’ “occultamento” della proprietà si risolvano in situazioni patologiche.

Infine, il terzo capitolo si sofferma sulla questione della “cattura” della “dissociazione” della partecipazione azionaria da parte della disciplina italiana e statunitense della trasparenza degli assetti proprietari, alla luce delle più recenti evoluzioni regolamentari e giurisprudenziali. Quest’ultima analisi risulta essere di cruciale importanza per rispondere (*de iure condito*) alle problematiche sollevate con il presente lavoro, e per offrire (*de iure condendo*) i fondamenti di possibili riforme, in chiave di *policy*. Infatti, lo studio svolto nel corso del capitolo precedente evidenzia come la scarsa consapevolezza delle parti e degli interessi *realmente* in gioco renda, da un lato, difficilmente applicabili i rimedi tradizionali di cui si è offerta la ricostruzione, e soprattutto incentivi il ricorso a tali strategie.

Di conseguenza, in quest'ultimo capitolo si presterà particolare attenzione agli obblighi di *disclosure* – previsti negli ordinamenti in comparazione – relativi alle *posizioni lunghe e corte* assunte attraverso i derivati di *equity*, al fine di verificare se possano regolare il fenomeno oggetto della ricerca, o quanto meno disincentivarne un uso “abusivo”.

CAPITOLO I

TECNICHE DISSOCIATIVE DELLA PARTECIPAZIONE AZIONARIA DALL'INTERESSE ECONOMICO

Sommario: 1.1 Premessa: la “rivoluzione” dei derivati e la creazione di “partecipazioni azionarie sintetiche”. – SEZIONE I: I derivati di equity con delta 1. – 1.2 La qualificazione giuridica dei contratti derivati. – 1.2.1 (segue): Il termine derivative e il suo ingresso nell’ordinamento italiano. – 1.2.2 (segue): Il contratto derivato secondo l’impostazione dell’art. 1325 del Codice civile. – 1.2.3 (segue): Profili comparatistici. – 1.3 Le tipologie di contratti derivati con particolare riferimento a quelle aventi come sottostante le azioni, cc.dd. derivati di equity. – 1.3.1 L’Equity Swap. – 1.3.2 (segue): Il Contract for Difference. – 1.3.3 L’equity Future. – 1.3.4 L’Equity Option e le correzioni volte a costruire una struttura “delta 1” nel c.d. zero-cost collar. – SEZIONE II: Le altre tecniche “dissociative”. – 1.4 Premessa. – 1.5 Le fattispecie tipiche regolate nel Codice civile: la vendita a termine e il riporto. – 1.6 Il contratto di prestito titoli. – 1.7 Le operazioni “a cavallo” della record date e la c.d. record date capture. – 1.7.1 (segue): Un esempio di utilizzo “opportunistico” della disciplina sulla record date attraverso il prestito titoli: la covered short selling.

1.1 Premessa: la “rivoluzione” dei derivati e la creazione di “partecipazioni azionarie sintetiche”.

“[N]o symposium on the future of the world financial system would be complete without discussion of the impact of the financial innovations represented by derivative products and, in particular, over-the-counter derivatives”⁹.

Queste parole pronunciate nel 1993 dalla allora *Commissioner* della SEC, Mary Schapiro, riassumono brevemente l’importanza ricoperta dalla proliferazione dei “nuovi”¹⁰ strumenti derivati finanziari OTC (*rectius*: contratti derivati finanziari¹¹)

⁹ Così nel discorso di apertura all’Eight Annual Symposium for the Foundation for Research in International Banking and Finance (SCHAPIRO, M. L. (1993), *The derivatives revolution and the world financial system*)

¹⁰ Secondo G. Portale, seppur “a titolo semplicemente di battuta”, in realtà “i contratti derivati sono nati con la bibbia”. Ancora l’autore sottolinea come, secondo “i tedeschi” invece l’origine

in quella che è stata definita dall'autorevole dottrina statunitense¹² la *golden age* dell'innovazione finanziaria¹³. Da cui l'espressione "rivoluzione" dei derivati (dall'inglese *derivatives revolution*)¹⁴.

Infatti, come affermato dal premio Nobel per l'Economia (1990) Merton H. Miller¹⁵ il termine "rivoluzione" – inteso nel suo originale significato di *rottura* con il passato – sarebbe perfettamente appropriato per identificare proprio quegli importanti cambiamenti ed innovazioni verificatisi nella finanza internazionale negli ultimi decenni del secolo scorso.

dei derivati risalga ad Aristotele, mentre "passando a cose più serie" il primo "vero sviluppo rudimentale" andrebbe ricercata nel 1600 in Olanda e al più tardi nel 1800 negli Stati Uniti (DE NOVA, G., FUSCO, E., GIRINO, E., PORTALE, G. B., PORTIOLI, G., ONADO, M., RIMINI, E. (2010), *Quale futuro per i derivati finanziari?*, pag. 6)

¹¹ Come affermato dalla dottrina italiana la parola "derivato" altro non è che l'espressione sintetica della nozione "contratto derivato". (GIRINO, E. (2001), *I Contratti Derivati*, pag. 5). Allo stesso modo anche G. De Nova in DE NOVA, G., FUSCO, E., GIRINO, E., PORTALE, G. B., PORTIOLI, G., ONADO, M., RIMINI, E. (2010), *Quale futuro per i derivati finanziari?*. Di conseguenza, pur riconoscendo sulla scorta dell'analisi di E. Girino che "l'espressione derivati mal si accompagna a quella di contratti", in questa trattazione, al pari della prassi giuridico-finanziaria, saranno utilizzate alternativamente con lo stesso significato (GIRINO, E. (2001), *I Contratti Derivati*, pag. 7).

Ciononostante, merita comunque di esser segnalata una posizione di E. Portale secondo la quale il derivato potrebbe essere paragonato ai titoli di credito (DE NOVA, G., FUSCO, E., GIRINO, E., PORTALE, G. B., PORTIOLI, G., ONADO, M., RIMINI, E. (2010), *Quale futuro per i derivati finanziari?*), a cui si è fermamente opposto G. De Nova (Ibid.)

¹² Così, HU, H. T. C. (1989), *Swaps, the modern process of financial innovation and the vulnerability of a regulatory paradigm*, pag. 334; HU, H. T. C. (1991), *New financial products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, pag. 1274

¹³ Identificata nella letteratura oltreoceano come "the act of creating and then popularizing new financial instruments as well as new financial technologies, institutions and markets", corrisponderebbe al ventennio tra la metà degli anni '60 e la metà degli anni '80 (TUFANO, P. (2003), *Financial Innovation*, pp. 310, 309); MILLER, M. H. (1986), *Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next*, pp. 459 ss.

¹⁴ Secondo la dottrina statunitense la suddetta espressione deriverebbe proprio dal discorso della Commissioner della SEC (v. FORD, C. e LIAO, C. (2010), *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, pag. 889, nt. 2).

Il primo derivati finanziario OTC creato, nonché uno dei più importanti e complessi strumenti finanziari di quegli anni, fu lo *swap* (ed in particolare un *currency swap*). Alla fine del 1988, secondo i dati forniti dall'ISDA il volume di mercato coperto dagli *swaps* era già di 1.317 trilioni di dollari. Infatti, secondo un noto commentatore di quegli anni: "[t]he swap market has turned the world's capital markets into a global Olympic Games. Every day, barriers are broken and records set as rival banks and corporations try new techniques to arbitrage between everchanging market conditions. Every now and then the swap market will be stunned by a fresh breakthrough, then overrun as the pack learns to imitate. Never have transactions depended on such a fine combination of mental gymnastics, client relations and aggressive marketing. Swaps are the greatest challenge yet to the agile banking mind, and like the study of the universe itself, there is no horizon". (HU, H. T. C. (1989), *Swap, the modern process of financial innovation and the vulnerability of a regulatory paradigm*, pp. 363, 337, 336; SHIRREFF, D. (1983), *The way to Any Market*)

¹⁵ MILLER, M. H. (1986), *Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next*, pag. 459

Senonché, come innanzi precisato, il presente elaborato non riguarda, in generale, le criticità conseguenti alla creazione dei derivati nei mercati finanziari internazionali. L'oggetto della ricerca, invece, ruota attorno ad una peculiare caratteristica dei derivati aventi come sottostante le azioni, cc.dd. derivati di *equity*, nello specifico quella di *replicare* “in via sintetica”¹⁶ – sotto il profilo dei flussi di cassa¹⁷ – la titolarità di una partecipazione azionaria¹⁸. Così, la “rivoluzione” a cui si fa riferimento – riprendendo le parole dei noti giuristi statunitensi Henry T. C. Hu e Frank Easterbrook – è la capacità dei nuovi derivati di “trasformare i principi fondamentali del diritto societario in un *avvincente puzzle* che sfida la *facile* applicazione della legge”¹⁹ fornendo “un’alternativa meno costosa ai meccanismi di *[corporate] governance*”²⁰.

Seppur senza anticipare considerazioni che saranno oggetto di analisi più approfondita nel corso dell’elaborato, si ritiene necessario fin da ora svolgere alcune precisazioni. In particolare, la posizione del contraente (in un *equity swap*) che ha un interesse economico positivamente correlato all’andamento del sottostante (c.d. parte in *posizione lunga* ex art. 35, c. 1, lett. g) RE) corrisponderà, sul “piano finanziario”, a quella dell’azionista titolare delle azioni di riferimento. Infatti, al pari di quest’ultimo, il primo trarrà dei profitti dall’andamento positivo delle suddette azioni (o da una eventuale distribuzione degli utili) e subirà le perdite nel caso opposto.

Da un punto di vista giuridico, al contrario, se ne differenzierà completamente, in quanto solamente colui che investe direttamente in azioni acquisterà anche lo *status* di socio, con tutto ciò che ne segue (tra cui ad esempio l’attribuzione del

¹⁶ L’utilizzo del termine “sintetico” sarà oggetto di un’ulteriore analisi al par. 1.3.1 e nel prossimo capitolo al par. 2.1

¹⁷ Identificati dalla dottrina italiana in particolare ne: *i*) i dividendi (da utili e da altre poste di patrimonio netto) che siano distribuiti, di volta in volta, dalla società, *ii*) la quota di patrimonio netto cui l’azionista avrebbe diritto in seguito alla cessazione dell’impresa sociale e, infine, *iii*) l’importo della plusvalenza (o della minusvalenza) che tale soggetto potrebbe conseguire cedendo la propria partecipazione in ogni dato momento. (Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 15. L’opera è stata consultata per cortesia dell’autore). Sul punto v. par. 1.3.1

¹⁸ Nel gergo della finanza tali derivati sono detti *delta-one derivatives*, in quanto si pongono in un rapporto 1:1 con il sottostante. Il punto sarà analizzato ampiamente nel par. 1.3.1

¹⁹ Così, HU, H. T. C. (1991), *New financial products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, pag. 1277

²⁰ Così, EASTERBROOK, F. (2002), *Derivative securities and corporate governance*, pag. 733

diritto di voto in assemblea). D’altro canto, la parte in *posizione lunga* di un derivato azionario acquisterà una mera partecipazione azionaria “*sintetica*” in quanto, seppure condivide gli stessi interessi economici del socio, egli rimarrà un soggetto *terzo* alla società, le cui azioni sono state “replicate”, e di conseguenza non sarà titolare dei diritti sociali ai sensi degli artt. 2347 e 2348 c.c.²¹

Dall’altro lato, la controparte finanziaria in *posizione corta* dello stesso contratto derivato – avente per definizione un interesse economico negativamente correlato all’andamento del sottostante (art. 35, c. 1, lett. *h*) RE) – che abbia, per i motivi che si diranno in seguito, acquistato le suddette azioni²², non avrà alcun interesse economico nella società in quanto quello positivo insito nella titolarità delle azioni sarà compensato da quello conseguente la sottoscrizione del derivato (dal *lato corto*). Ciononostante, tale soggetto conserverà tutti i diritti derivanti dallo *status* di socio.

In questi termini i derivati di *equity* rappresentano, come è stato autorevolmente sottolineato²³, “*lo strumento elettivo*” per “dissociare” (dall’inglese *to decouple*, da cui il termine “*decoupling*”²⁴) la partecipazione azionaria “replicata” (sinteticamente) trasferendo quindi l’interesse economico (noto anche come “proprietà economica”²⁵) e il *rischio* dell’investimento insito in questa ad un soggetto *terzo*, così da “svuotare” il relativo diritto di voto proprio di tale interesse economico.

Dal che consegue la necessità, prima di procedere all’analisi dell’incidenza della *decoupling* nel diritto societario, di effettuare un seppur breve studio di questi strumenti finanziari, dapprima sul piano giuridico identificandoli in quanto

²¹ In questi termini, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 8

²² Definite successivamente *hedge shares* (si veda il par. 2.2)

²³ Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 7

²⁴ Coniato dai giuristi statunitensi Henry T. C. Hu e Bernard Black (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*). Sul punto si veda il par. 2.1

²⁵ Definito infatti dai suddetti giuristi come “*economic ownership*” (Ibid.).

contratti, e successivamente su quello finanziario ponendo l'attenzione proprio su quei flussi di cassa che permettono di *replicare sinteticamente* la partecipazione azionaria.

Cionondimeno, ancora la dottrina²⁶ ha riconosciuto come la “dissociazione” (o *decoupling*) possa essere realizzata anche attraverso altre tecniche, alcune addirittura già presenti storicamente nel nostro Codice civile. Di conseguenza, seppur si è detto che il tema della trattazione riguarda l'utilizzo dei derivati (di *equity*) a fini “dissociativi”, a queste ulteriori tecniche sarà comunque dedicato per ragioni di completezza espositiva spazio in una specifica sezione nel corso del presente capitolo.

²⁶ Ibid.

Su sponda italiana in particolare: FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*; CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*.

SEZIONE I – I DERIVATI DI EQUITY CON DELTA 1

1.2 La qualificazione giuridica dei contratti derivati.

La ricostruzione di una definizione giuridica unitaria e soprattutto condivisa di *contratto derivato* è un'operazione complessa che ha da sempre animato la più attenta dottrina sul punto.

La ragione di tale difficoltà risiede nel fatto che i contratti derivati, come autorevolmente affermato²⁷, sono “*contratti alieni*”²⁸, e cioè elaborati sulla base dei modelli anglosassoni (con particolare riferimento a quelli predisposti dall’ISDA²⁹) “*senza tenere in alcun conto del diritto italiano, ma al quale si applica il diritto italiano, di solito a seguito di un’espressa scelta delle parti*”³⁰.

In questi termini, si potrebbe dire quindi che i contratti derivati, originati nel commercio internazionale, siano stati *importati* nell’ordinamento italiano così come sono stati elaborati, ed effettivamente altrimenti non avrebbe potuto essere³¹.

Quanto detto sinora permette di delineare immediatamente una prima criticità nella qualificazione giuridica dei contratti in esame, e cioè una parziale “confusione” creata dalla traduzione letterale dell’aggettivo (inglese) *derivative* che è stato per l'appunto importato nella comune terminologia giuridica italiana³².

²⁷ Sul punto in particolare DE NOVA, G. (2009), *I contratti derivati come contratti alieni*, pp. 15 ss.; DE NOVA, G. (2009), *Il contratto alieno e le norme materiali*, pp. 25 ss.; LUPOLI, A. (2010), *Total return equity swap*, pp. 1427 ss.; MAFFEIS, D. (2011), *Contratti derivati*, pp. 604 ss. a cui si rimanda per l’ulteriore bibliografia

²⁸ In particolare, G. De Nova ha “*creduto di dare il nome di “contratto alieno” per sottolineare con l’aggettivo “alieno” sia che si tratta di un contratto altro, straniero (il cui calco è dunque alius), sia di un contratto in qualche modo extraterrestre (il cui calco è dunque alien)*” (DE NOVA, G. (2009), *Il contratto alieno e le norme materiali*, pag. 26)

²⁹ *International Swap and Dealers Association*.

³⁰ In questi termini, DE NOVA, G. (2009), *Il contratto alieno e le norme materiali*, pag. 26

³¹ Sul punto si tornerà più avanti in merito ai profili comparatistici dei contratti derivati.

³² Come affermato da F. Caputo Nasseti infatti, con particolare riferimento al contratto di *swap*, “*i termini inglesi utilizzati per indicare le fattispecie sono spesso portatori di confusione*”. (CAPUTO NASSETTI, F. (2013), *Strumenti finanziari derivati*, pag. 938. Allo stesso modo anche E. Girino circa la traduzione di “*contract for difference*” in “*contratti finanziari differenziali*”. Con particolare riferimento a quest’ultima, l’autore ha affermato come si tratterebbe di una imprecisione in quanto il *CfD*, come meglio si dirà, è considerato (seppur secondo Girino “*impropriamente*”) la “*versione*” inglese dell’*equity swap* e di conseguenza figura contrattuale

1.2.1 (segue): Il termine *derivative* e il suo ingresso nell'ordinamento italiano.

La locuzione *contratto derivato* non è affatto cosa nuova per la dottrina tradizionale³³, che lo ha definito come il contratto che “*discende e dipende da un altro contratto concluso separatamente (contratto principale)*”³⁴.

In questi termini, il contratto derivato sarebbe *accessorio* al principale³⁵, in quanto fa “*sorgere un diritto nuovo, prima non esistente, sebbene di contenuto identico o analogo a quello di un diritto già esistente*”³⁶, con la conseguenza che eventuali vizi, limiti all'efficacia del contratto principale inficeranno automaticamente anche il contratto derivato.

Tuttavia, tale collegamento *giuridicamente rilevante* è del tutto assente nei contratti derivati (finanziari) così come intesi oggi, che al contrario sono caratterizzati da un collegamento meramente economico³⁷. Infatti, secondo la dottrina³⁸ i derivati sarebbero caratterizzati (tutti) dall'*astrattezza pura ed assoluta* proprio perché le vicende giuridiche che coinvolgano il sottostante (o “contratto principale” per riprendere la terminologia precedentemente usata) non esplicherebbero i relativi effetti sul contratto derivato.

Di conseguenza, si ritiene importante sgomberare il campo da tale confusione meramente terminologica.

Infatti, la “derivazione” – nel contesto finanziario – assume un diverso significato da quello attribuito dalla suddetta dottrina tradizionale. In particolare, l'autorevole

sostanzialmente diversa dal contratto differenziale come inteso nell'ordinamento italiano. (GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 191 – 192)

³³ Sul punto in particolare F. Caputo Nasseti (CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 3) rimanda a MESSINEO, F. (1973), *Il contratto in genere*, pag. 733

³⁴ Ibid.

Tra questi si possono ricordare: il sub-appalto, il sub-mandato, la sub-locazione, il sub-affitto, il sub-trasporto e il sub-noleggio (Ibid.)

³⁵ Accessorietà che è bene precisare è solamente unilaterale.

³⁶ Ibid.

³⁷ Così, DE NOVA, G. (2009), *I contratti derivati come contratti alieni*, pag. 17. Sul punto F. Caputo Nasseti ha escluso invece che ci si trovi di fronte ad un'espressione che abbia un duplice significato giuridico, e cioè uno tradizionale e uno “nuovo”. (CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 3).

³⁸ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 242 – 243, 16 – 23

dottrina anglosassone³⁹ riconosce i *derivatives* come quei “contratti il cui valore deriva (*derives* appunto) da attività, tassi o indici di riferimento sottostanti”, mentre i rapporti giuridici – principale e derivato – rimarrebbero ben distinti e autonomi.

In termini sostanzialmente analoghi si è espressa anche la dottrina italiana⁴⁰ e la Banca d'Italia all'art. 3 dell'Aggiornamento n. 112 del 23 giugno 1994 alla Circolare della Banca d'Italia n. 4 del 29 marzo 1988)⁴¹.

Ora, per quanto la caratteristica principale di tali strumenti finanziari risieda nel meccanismo economico e finanziario che li governa⁴², la dottrina⁴³ ha rilevato che la suddetta definizione di derivati pecchi di genericità in quanto non sarebbe in grado di coglierne le caratteristiche giuridiche.

Lo stesso legislatore – definito dalla dottrina “*pigro*”⁴⁴ – non ha previsto, nell'introdurli nel nostro ordinamento, una definizione generale di contratti derivati. Infatti, l'art.1, c. 2-ter, lett. a) TUF⁴⁵ si limita ad elencare – in modo non tassativo⁴⁶ – “*confusamente figure contrattuali*”⁴⁷ con la sola preoccupazione di

³⁹ Per tutti si vedano KOLB, R. W. e OVERDHAL, J. A. (2002), *Financial Derivatives*, pag. 1; HUDSON, A. (1996), *The Legal Aspect of Financial Derivatives*, pag. 199 HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, pag. 2; ARNETT III, G. W. (2011), *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchange and OTC Markets*, pag. 105

⁴⁰ In particolare, CAPUTO NASSETTI, F. (1997), *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, pag. 2; FERRARINI, G. (1993), *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, pag. 27

⁴¹ Testualmente: “*I contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti*”.

⁴² In questi termini LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, pag. 1427

⁴³ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 8 – 11. Allo stesso modo anche A. Lupoi evidenzia come “*lo scambio dei flussi finanziari fra le parti, i termini di pagamento, la durata del prodotto e altro, sono regolati dal diritto*”. (Ibid.)

⁴⁴ In questi termini BARCELLONA, E. (2012), *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, pag. 542

⁴⁵ Inserito dall'art. 1 del D.lgs. 129/2017 attuativo della c.d. MiFID 2 (Direttiva 2014/65/UE).

⁴⁶ Infatti, come sottolineato in dottrina, la categoria legislativa di per sé amplissima è aperta: in particolare, l'art. 1 c. 2-bis TUF attribuisce al Ministro dell'economica e delle finanze il potere di individuare con apposito regolamento (art. 18, c. 5 TUF) altri contratti derivati analoghi (MAFFEIS, D. (2011), *Contratti derivati*, pag. 607)

⁴⁷ Ed in particolare quelli citati nell'Allegato I, sez. C, punti da 4 a 10: contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti (p. 4); contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati

non dimenticare nulla, piuttosto che procedere ad una serie di identificazioni degli elementi rilevanti ai fini di una definizione normativa degna di questo nome, [...] compito [...] lasciato all'interprete".

Di conseguenza – seppur tramite gli sforzi di parte della dottrina⁴⁸ è oggi possibile risalire ad una nozione “unitaria” di contratto derivato, non comunque unanimemente accettata⁴⁹ – per assegnare una precisa qualificazione civilistica occorrerà analizzare inevitabilmente le singole tipologie di derivati⁵⁰.

(«future»), «swap», contratti a termine («forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto (p. 5); contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica (p. 6); contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati (p. 7); strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito (p. 8); contratti finanziari differenziali (p. 9); contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione (p. 10).

⁴⁸ GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 16 – 23; 53 ss. In particolare: il derivato sarebbe quel “[...] contratto bilaterale, ad esecuzione differita, caratterizzato da una forte e connaturata componente di aleatorietà, avente a referente un'entità economica, reale o astratta, e ad oggetto il differenziale di valore assunto nel tempo da tale entità” (Ibid., pag. 53)

⁴⁹ CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 4; BARCELLONA, E. (2012), *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, pp. 556 – 557

⁵⁰ In questi termini GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 23 SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pag. 17

1.2.2 (segue): Il contratto derivato secondo l'impostazione dell'art. 1325 del Codice civile.

Se per l'analisi dell'accordo delle parti si deve rimandare ai paragrafi successivi dove verranno discusse le singole fattispecie di derivati (rilevanti per i fini del presente elaborato), in questa prima fase si possono invece identificare – sulla scorta della suddetta dottrina c.d. unitaria⁵¹, seppur *in nuce* – gli altri requisiti (ex art. 1325 c.c.) dei contratti derivati.

In particolare, l'oggetto di tutti i contratti derivati andrebbe identificato nell'acquisto del “*differenziale prodotto dalla comparazione fra i due prezzi*”⁵² – alla stipulazione e alla scadenza – del sottostante preso come entità di riferimento, che altro non sarebbe che il *valore* del derivato⁵³. In questi termini, il contratto derivato assomiglierebbe quindi, ad un *qualsiasi* contratto a termine dove, tuttavia, il differenziale anziché essere l'*effetto* del contratto (e l'oggetto la compravendita di un bene) è l'*oggetto* stesso. Tale peculiarità non sembra possa essere messa in discussione neanche qualora il contratto preveda la clausola c.d. *physical-settled* – e cioè la clausola che contempla la possibilità di adempimento mediante consegna del sottostante, in alternativa alla liquidazione del solo differenziale⁵⁴ – in quanto non inciderebbe sulla finalità perseguita, che resterebbe sempre la “*percezione di una differenza e non già l'apprensione dell'attività [sottostante]*”⁵⁵.

⁵¹ Definita in questi termini in BARCELLONA, E. (2012), *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, pag. 554

⁵² Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 17. Questo orientamento è stato ampiamente criticato da quella parte della dottrina secondo la quale si dovrebbe evitare di cercare “*a tutti i costi*” di offrire una definizione di un tipo di contratto derivato che possa essere onnicomprensiva. Infatti, la lettura di E. Girino “imponendo” caratteristiche comuni ai contratti che sarebbero assenti in numerose fattispecie non solo escluderebbe “*dal novero dei contratti derivati alcuni tra i principali contratti derivati che la prassi conosce*” e cioè il *credit default swap* e il *total return swap*, ma definirebbe alcuni contratti in modo erroneo (come ad esempio nel caso dell'*interest rate swap*). (CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pp. 4, nt. 7, 55, nt. 23). Per un orientamento “intermedio”, o meglio “agnostico” si veda invece BARCELLONA, E. (2012), *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, pp. 555 ss.

⁵³ In questi esatti termini, GIRINO, E. (2012), *Strumenti derivati: capirli, gestirli, governarli*, (min. 7.19)

⁵⁴ GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 18

Sulla differenza tra questa e l'opposta clausola *cash-settled* si rimanda al paragrafo sull'*equity swap*.

⁵⁵ Ibid.

Questo orientamento, nonostante si è detto non sia unanimemente accolto in dottrina, è stato sostanzialmente recepito dalla giurisprudenza, dapprima con la sentenza 27 marzo 2000 del Tribunale di Milano⁵⁶ – definita dalla dottrina una vera e propria *sentenza pilota*⁵⁷ – e più di recente dalla Corte Costituzionale con la sentenza n. 52 del 2010⁵⁸. In quest’ultima in particolare è stato sancito, abbastanza nettamente, che “*ferme ovviamente restando le diversità legate al tipo di operazione prescelto, tali negoziazioni [in strumenti derivati]*⁵⁹ *sono volte a creare un differenziale tra il valore dell’entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata*”.

Diversamente, per quanto riguarda la *causa* – superate le criticità iniziali, derivate dall’assimilazione dei contratti derivati (con finalità speculativa) a quelli di giuoco e scommessa con conseguente applicazione dell’art. 1933 c.c., a seguito dell’entrata in vigore del D.lgs. 415/1996 (c.d. Eurosim)⁶⁰ che all’art. 18, c.4 dispone esplicitamente che “[...] *agli strumenti finanziari derivati [...] non si applica l’articolo 1933 del codice civile*” – essa è stata riconosciuta, pressoché unanimemente in dottrina⁶¹, nello *scambio* dei reciproci impegni delle parti all’assunzione di una quota del rischio altrui, indipendentemente tuttavia dall’indagine circa la reale sussistenza dello stesso⁶².

⁵⁶ Si veda al riguardo la nota a sentenza in GIRINO, E. (2000), *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, commento a Trib. Milano 27/03/2000, pp. 786 ss.

⁵⁷ In questi termini GIRINO, E. (2012), *Strumenti derivati: capirli, gestirli, governarli*, (min. 7.50)

⁵⁸ GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 176 – 177

⁵⁹ Nota di E. Girino (Ibid., pag. 177)

⁶⁰ Successivamente tale disposizione fu recepita sostanzialmente anche nel TUF all’art. 23, c. 5

⁶¹ Per ulteriori considerazioni sul punto si rimanda a: TUCCI, A. (2013), *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, pp. 68 ss.; SANGIOVANNI, V. (2010), *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, pp. 42 ss.; MAFFEIS, D. (2011), *Contratti derivati*, pp. 604 ss.; BOCHICCHIO, F. (2009), *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, pp. 309 ss.; MASTROPAOLO, E. M. (2008), *Strumenti finanziari derivati*, (Pluris) DE NOVA, G. (2009), *Il contratto alieno e le norme materiali*, pag. 16.

Mentre per un particolare riferimento proprio al *domestic currency swap* si veda: GIRINO, E. (2001), *I contratti derivati*, pp. 172 ss.; GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 244 ss.; CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pp. 184 ss., 88 ss.; CAPUTO NASSETTI, F. (2013), *Strumenti finanziari derivati*, pp. 923

⁶² Così sintetizzata in GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 250. Al riguardo l’autore si esprime in questi termini: “[f]inalmente, la prevalenza del sinallagma puro risulta con ciò sancita”. (Ibid., pag. 252)

In altri termini, il rischio non andrebbe riferito ad una posizione precedentemente ricoperta dalle parti del contratto – quale potrebbe essere, rimanendo sul tema dell’elaborato, quella insita nell’investimento diretto in azioni –, bensì a quello connesso riferito e parametrato al valore che l’attività sottostante avrà alla scadenza del contratto (e quindi al valore del differenziale oggetto del contratto)⁶³.

Di conseguenza, come autorevolmente evidenziato⁶⁴ – con riferimento alla liceità del contratto⁶⁵ –, a nulla rileverebbe la specifica funzione concretamente perseguita dalle parti mediante la sottoscrizione di un derivato, ossia: i) di mera copertura del rischio, c.d. *hedging* (identificata nel *trasferimento* di un rischio già gravante su una parte prima della stipulazione del derivato alla controparte⁶⁶); ii) ovvero meramente speculativa (e cioè quando è lo stesso derivato che genera un rischio, non già previamente sostenuto⁶⁷). Tal contratto sarebbe quindi “*uno strumento neutro tale da soddisfare le esigenze di tutti gli investitori sul mercato finanziario*”⁶⁸.

Da ultimo, per quanto concerne la conclusione del contratto e la *forma* del medesimo l’art. 23 TUF richiede espressamente – nei rapporti tra intermediari finanziari ed il pubblico nell’ambito dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento (c.d. contratti di investimento) – la forma scritta *ad substantiam*⁶⁹.

La Corte di Cassazione, con la recentissima ordinanza n. 23927 del 2018, ha stabilito tuttavia come la suddetta condizione sia rispettata anche con la sola firma del cliente, non essendo quindi richiesta la sottoscrizione anche da parte

⁶³ In particolare, si veda: MASTROPAOLO, E. M. (2008), *Strumenti finanziari derivati*, (Pluris); GIRINO, E. (2001), *I contratti derivati*, pp. 177 – 180; GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 250 – 252; CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 458; CAPUTO NASSETTI, F. (2013), *Strumenti finanziari derivati*, pp. 937

⁶⁴ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 247 – 248, 251 – 252

⁶⁵ Al contrario, come si avrà modo di precisare ampiamente nel corso della trattazione, la diversa funzione (*rectius*: posizione) del derivato sarà estremamente rilevante sia nella disciplina del diritto societario con riferimento ai rapporti tra i soci, sia in materia di obblighi di trasparenza.

⁶⁶ Per tutti: BARCELLONA, M. (2014), *I derivati e la causa negoziale – I – L’ “azzardo” oltre la scommessa: i derivati speculativi, l’eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, pag. 580. Tale fattispecie potrebbe essere quella del soggetto che verrà successivamente definito come “*empty voter*” (v. par. 2.1).

⁶⁷ (Ibid.). Al contrario, questa volta il riferimento sarebbe al c.d. “proprietario occulto” (v. par. 2.2)

⁶⁸ In questi termini, BOCHICCHIO, F. (2009), *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, pag. 322

⁶⁹ Sul punto si veda anche CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 507; SANGIOVANNI, V. (2010), *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, pp. 51 ss.

dell'intermediario poiché la nullità ex art. 23 è “di protezione” del cliente, e cioè nell'esclusivo interesse e vantaggio di quest'ultimo. Successivamente, la stessa Corte con la sentenza di rinvio n. 14671 del 2019 ha poi chiarito come tale requisito valga solo per il “contratto-quadro”, mentre per i singoli ordini di investimento prevalga il principio di libertà della forma.

1.2.3 (segue): Profili comparatistici.

Nonostante la tentata ricostruzione del contratto derivato secondo il modello dell'art. 1325 c.c., si ritiene necessario ritornare brevemente, prima di procedere con lo studio delle singole tipologie di derivati, sul carattere di “alienità” del contratto derivato – specialmente in ragione dell'analisi comparata che il presente scritto si propone di affrontare.

In particolare, si è detto come il contratto derivato sia elaborato sulla base dei modelli contrattuali predisposti dall'*ISDA*⁷⁰. Sennonché, come riconosciuto in dottrina⁷¹, tali modelli contrattuali non sarebbero in realtà *dei contratti* nel senso tecnico-giuridico che ogni ordinamento (eterogeneamente) attribuisce a questo termine, bensì dei “*prodotti giuridicamente apolidi*” che non presentano “*credenziali giuridiche al momento dell'ingresso*” nelle varie piazze finanziarie (e quindi nei vari ordinamenti).

La *ratio* di tale scelta risiede nel fatto che gli strumenti finanziari derivati sono scambiati, con sempre più estrema frequenza, nei mercati finanziari internazionali⁷². Infatti, per favorire la comprensione di tutti gli operatori economici e giuridici si è scelto di prediligere, nella predisposizione dei modelli, un'impostazione volta a tenere conto non tanto del diritto dei singoli ordinamenti, bensì del mero meccanismo economico-finanziario del derivato⁷³.

⁷⁰ Per un'analisi più dettagliata si rimanda a HARDING, P. C. (2010), *Mastering the ISDA master agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*

⁷¹ In particolare, LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, pp. 1427 ss.

⁷² *Ibid.*, pag. 1429

⁷³ *Ibid.*, pag. 1427

Così, mentre alcuni prodotti finanziari si diversificano giuridicamente a secondo dell'ordinamento giuridico di provenienza (quali ad esempio le azioni), la dottrina ha affermato, in riferimento proprio agli ordinamenti posti in comparazione, che *“non ha senso distinguere un total return equity swap “americano” da uno “italiano”, semplicemente perché sono uguali”*⁷⁴. Di conseguenza, nel loro linguaggio economico, gli accordi delle parti dei singoli contratti derivati che ci si appresta ad analizzare saranno pienamente riconoscibili anche da un interprete statunitense, il quale, tuttavia, esprimerà un'autonoma qualificazione giuridica.

⁷⁴ Ibid., 1426

1.3 Le tipologie di contratti derivati con particolare riferimento a quelli aventi come sottostante le azioni, cc.dd. derivati di *equity*.

Dopo aver dato, seppur sinteticamente, contezza delle fondamentali caratteristiche giuridiche comuni dei contratti derivati – al fine di comprendere meglio il meccanismo previamente anticipato⁷⁵ di *replica* “sintetica” della partecipazione azionaria, in modo da “dissociarla” – si ritiene necessario procedere in modo più analitico allo studio delle singole tipologie di derivati di *equity*. In particolare, si prenderanno in considerazione solo questi ultimi – di cui, con riferimento alla *decoupling*, il *total return equity swap* ne è l’archetipo – in quanto sono gli unici derivati che, per definizione, comportano l’assunzione di una *posizione*, e quindi un “interesse economico” (art. 35, c.1, lett. *g*) e *h*) RE), in partecipazioni azionarie⁷⁶.

Si seguirà, di seguito, l’impostazione logica di quella dottrina⁷⁷ che individua nello *swap*, *future* e *option* i tre archetipi di derivati che costituiscono la base di ogni valutazione, applicabile quindi anche ai derivati azionari.

1.3.1 L’*Equity Swap*

Come autorevolmente ricostruito⁷⁸, il contratto di *equity swap cash-settled* (conosciuto anche come *total return equity swap* o *TRES*⁷⁹) prevede che una parte, c.d. *equity amount payer* (o parte in *posizione corta*), si impegni a trasferire alla

⁷⁵ V. par. 1.1

⁷⁶ Per tutti, CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 117

⁷⁷ In particolare, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 54. Con specifico riferimento ai derivati azionari, tale impostazione è riconosciuta anche in CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 501

⁷⁸ *Ibid.*, pag. 119

⁷⁹ In realtà, l’*equity swap* conosce anche una versione che non prevede il trasferimento dei frutti maturati dalle azioni (c.d. *price return equity swap*), che tuttavia, non sarà preso in considerazione in quanto non prevede il pagamento dei dividendi, e di conseguenza non potrà, per definizione, replicare fedelmente i flussi di cassa generati da una partecipazione azionaria. Per ragioni di semplicità espositiva l’*equity swap* e il *total return equity swap* saranno qui trattati come “sinonimi”. Per un esame della fattispecie si rimanda comunque a RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 7

controparte, c.d. *equity amount receiver* (o parte in *posizione lunga*), una somma pari alla differenza positiva fra il valore, alla scadenza del contratto, dell'azione – o di un paniere di azioni o ancora di un indice azionario – e il valore convenzionale della stessa, che normalmente è pattuito in relazione al valore del sottostante (c.d. *equity notional amount*) al momento della stipulazione. Al contrario, nel caso in cui il differenziale sia negativo sarà l'*equity amount receiver* a dover corrispondere la differenza alla controparte.

A questa pattuizione “principale” – che enuncerebbe, secondo la suddetta dottrina, “*in termini esemplari il congegno differenziale [come precedentemente inteso nell’oggetto del contratto] che muove lo strumento*”⁸⁰ – le parti aggiungono un’ulteriore reciproca obbligazione.

In particolare, il *payer* dovrà trasferire al *receiver* anche i frutti maturati dal titolo azionario – in relazione all’esatto numero di azioni sottostanti – durante la vigenza del contratto derivato, ricevendo in cambio un tasso di interesse (tipicamente, l’EURIBOR), maggiorato di uno *spread*, calcolato su un capitale convenzionale (c.d. *notional amount*), che, anche se non obbligatoriamente, solitamente sarà pari al valore dell’*equity notional amount*.

In un’ottica stavolta meramente finanziaria, si è ampiamente sostenuto in dottrina⁸¹, come le prestazioni così dedotte nel contratto⁸² replichino sinteticamente i “flussi di cassa” generati dalla titolarità di una partecipazione azionaria sulla base di un c.d. rapporto 1:1. In altre parole, al variare di un’unità

⁸⁰ Ibid., pag. 120. A nulla rileverebbero, secondo E. Girino, al contrario le critiche mosse da quella parte della dottrina (secondo cui nel modello *total return* l’acquisto del differenziale sia assente in quanto questo non prevede un pagamento unico del solo differenziale, ma più pagamenti in corso di rapporto. Infatti, la nozione di differenziale implicherebbe “*la liquidazione di un importo dato come differenza fra i prezzi di contratto e i prezzi di mercato a nulla rilevando il meccanismo compensativo o la frequenza dei pagamenti*”. (GIRINO, E. (2001), *I contratti derivati*, pag. 162). In argomento per la tesi opposta si veda invece CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pp. 85, nt. 97, 88, nt. 99

⁸¹ In particolare, SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 135; SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 15; DIALTI, F. (2006), *Equity swaps e obblighi di disclosure*, pp. 429 – 430

⁸² Nel modello ISDA la determinazione concreta delle prestazioni contrattuali è affidata al c.d. *calculation agent*, incaricato di provvedere alla rilevazione dei prezzi e dei tassi di interesse, all’effettuazione dei calcoli richiesti e a comunicarne l’esito alle parti. Questo ruolo può essere affidato ad una delle parti, nell’interesse di entrambi (SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 10, nt. 25)

nel prezzo nell'azione sottostante seguirà una variazione di proporzione identica nel valore del contratto derivato. Si è soliti riferirsi ai derivati aventi tale caratteristica come contratti con *delta* pari a 1 (detti, in gergo finanziario, *delta-one derivatives*), con riferimento al coefficiente che misura la variazione del prezzo di un derivato in relazione alla variazione del prezzo del sottostante (azionario)⁸³.

Nello specifico, si ipotizzi che Tizio (nella veste di *receiver*) sottoscriva con Caio (*payer*)⁸⁴ un *total return equity swap cash-settled* su 100 azioni della società Alfa, negoziate ad un prezzo pari a 10 euro ciascuna. Il valore del capitale convenzionale sottostante alla stipula (o anche come si è detto *equity notional amount*) sarà quindi pari a 100 azioni X 10 euro = 1.000 euro⁸⁵.

Nel corso della durata del contratto – fissata ad esempio in 1 anno – Tizio riceverà da Caio una somma uguale all'ammontare dei dividendi, eventualmente distribuiti, (nel gergo della finanza c.d. *dividend amount*⁸⁶) che Sempronio, socio di Alfa e titolare di una partecipazione pari a 100 azioni, abbia ricevuto in tale periodo. Al contrario, Tizio dovrà pagare a Caio il tasso di interesse (ad esempio, EURIBOR + 3%) calcolato sempre su 1.000 euro (*notional amount*), che dovrebbe eguagliare, come rilevato in dottrina⁸⁷, quello che Tizio avrebbe pagato se si fosse dovuto procurare le 100 azioni *realmente* attraverso il sistema bancario.

⁸³ Ulteriori considerazioni sulla definizione e sul funzionamento del *delta* in HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, pag. 298; BOUZOUBAA, M. (2014), *Equity derivatives explained*, pag. 54; BROCKHAUS, O. (2016), *Equity derivatives and hybrids: markets, models and methods*, pp. 11 – 12; SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 28; SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 135, nt. 13

⁸⁴ Come si vedrà nel seguente capitolo al par. 2.2, egli acquisterà immediatamente, a seguito della stipulazione, le azioni della società Alfa per coprirsi dal rischio insito nella *posizione corta* in un *equity swap*.

⁸⁵ I termini di tale un contratto di *equity swap* potrebbero essere, riprendendo il modello *ISDA* (come ricostruito in RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 12 – 13), così riassunti:

- *Equity amount payer*: Caio
- *Equity amount receiver*: Tizio
- *Equity notional amount*: 1.000 euro
- *Notional amount*: 1.000 euro
- Durata del contratto: 1° gennaio 20X1 – 1° gennaio 20X2
- Tasso di riferimento: EURIBOR + 3% (*spread*)

⁸⁶ Per tutti, RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 6

⁸⁷ In questi termini, LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, pag. 1431

Ora, in questa fase risulta evidente come Tizio goda – e si precisa ancora, su un piano esclusivamente finanziario perché appunto non assume la qualifica di socio di Alfa – degli stessi diritti patrimoniali di Sempronio.

Venendo ora alla scadenza del contratto, si supponga che le azioni siano negoziate ad un prezzo pari a 12 euro ciascuna, riscontrandosi in questi termini un incremento del c.d. valore di mercato di 2 euro.

In questo caso, Tizio dovrà ricevere da Caio il pagamento del *differenziale* tra 10 e 12 euro, sempre con riferimento a 100 azioni di Alfa. Tale ammontare (nel gergo della finanza c.d. *equity amount*⁸⁸) sarà pari a 100 azioni X (12 – 10) euro = 200 euro.

Tale somma corrisponde esattamente a quella che Sempronio otterrebbe qualora vendesse le azioni da lui detenute nel mercato. Infatti, supponendo che egli sia divenuto azionista di Alfa comprando le 100 azioni a 10 euro ciascuna, se vendesse le azioni sul mercato nel momento stesso della conclusione del derivato – e quindi a 12 euro l'una – otterrebbe il medesimo profitto realizzato da Caio (non azionista), e cioè 200 euro. Si è così visto come all'aumentare del valore delle azioni (nell'esempio di 2 euro) sia seguito un aumento proporzionale – in rapporto 1:1 – del valore del derivato (che come si è detto viene identificato nel differenziale, di 200 euro).

In questi termini, Tizio acquisterebbe attraverso un *equity swap* – che, al pari di ogni contratto derivato, è giuridicamente autonomo e distinto dal contratto (sociale) sottostante – la “proprietà economica” delle azioni di Alfa e il *rischio* insito nell'investimento diretto in tali azioni, senza tuttavia acquistare anche lo *status* di socio e quindi senza godere dei relativi diritti amministrativi (quali ad esempio quello di voto).

Egli sarà, infatti, titolare di una mera partecipazione azionaria “*sintetica*” che replicherà – secondo un rapporto 1:1 – i flussi di cassa di tali azioni, con ciò intesi in particolare l'apprezzamento del valore delle azioni (noto nel gergo finanziario

⁸⁸ Ancora, RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 6

come *capital gain*) e la distribuzione dei dividendi⁸⁹, in modo che la posizione di Tizio sia, anche se solo sostanzialmente (o meglio, finanziariamente), identica a quella di Sempronio. Tali soggetti infatti, con riferimento alle azioni di Alfa, profitteranno e rischieranno allo stesso identico modo.

Al contrario, qualora l'*equity swap* sia *physical-settled*, Tizio diventerà, alla scadenza del contratto, socio di Alfa, in quanto, per definizione, egli riceverà le 100 azioni di Alfa (e non il solo differenziale) in cambio del valore che le medesime azioni avevano al momento della stipulazione del contratto⁹⁰. Di conseguenza, in questo caso non si potrebbe parlare tecnicamente di partecipazione azionaria "*sintetica*", in ragione del fatto che per profittare del *capital gain* egli dovrà, al pari di Sempronio, vendere le azioni nel mercato⁹¹.

In conclusione, e questa è la peculiarità che differenzia tale tecnica di *decoupling* dalle altre⁹², la partecipazione sociale di Alfa se da una parte sarà "*dissociata*", in quanto la proprietà economica delle azioni è stata acquistata da un soggetto *terzo* (Tizio) attraverso l'*equity swap cash-settled*, dall'altra non risulterà in alcun modo "modificata" da tale strumento finanziario. Infatti, i diritti patrimoniali e amministrativi spetteranno, quantomeno formalmente, sempre – in tutti i casi di *decoupling* realizzata attraverso derivati di *equity* – al solo socio.

1.3.2 (segue): Il *Contract for Difference*.

Prima di procedere con le ulteriori tipologie di contratti derivati di *equity* si ritiene necessario svolgere alcune precisazioni su quei derivati – particolarmente diffusi nel Regno Unito (in quanto esenti dall'imposta di bollo⁹³) ed introdotti

⁸⁹ Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 15

⁹⁰ Questa la ricostruzione in CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 504

⁹¹ In questi termini anche SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 19. L'autore precisa, infatti, come "*la natura sintetica delle partecipazioni richiede che il contratto derivato preveda il regolamento delle posizioni delle parti in contanti, e non attraverso la consegna fisica delle azioni sottostanti*".

⁹² In rassegna nella sez. II di questo capitolo.

⁹³ In inglese *stamp duty*.

nell'ordinamento italiano dal D.lgs. 164/2007, attuativo della Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) – definiti come *contracts for difference (CfDs)*⁹⁴.

In particolare, il *CfD* è il contratto con il quale la parte in *posizione lunga*, a fronte del pagamento di un tasso di interesse sull'importo nozionale, riceverà dalla controparte in *posizione corta* il differenziale (qualora positivo, e viceversa nel caso opposto) tra il valore delle azioni sottostanti alla stipulazione e alla scadenza del contratto e un importo pari alla somma dei dividendi eventualmente distribuiti. Inoltre, anche il valore del *contract for difference* replicherà simmetricamente la variazione del prezzo delle azioni sottostanti sulla base di un rapporto 1:1⁹⁵.

⁹⁴ In realtà il legislatore italiano nell'ex art. 1, c.2, lett. i) del TUF (oggi confluito nell'Allegato I, sez. C, punto 9) non ha mantenuto la terminologia inglese di *contract for difference*, ma l'ha tradotta testualmente in "contratto finanziari differenziali".

Senonché, come è stato sottolineato dalla dottrina italiana, il contratto differenziale, oltre ad essere già presente nel diritto italiano, si differenzierebbe dai contratti derivati, così come definiti nei precedenti paragrafi, in quanto il suo *oggetto* è la il trasferimento di proprietà di un bene mentre il differenziale sarebbe un mero *effetto* dell'esecuzione del contratto. Ciononostante, dal momento che il legislatore italiano con il d.lgs. 164/2007 ha riprodotto alla lettera una direttiva (MiFID) – la cui matrice linguistica e politica è di origine inglese – la dottrina ha rilevato che "è quindi ragionevole concludere che i "contratti finanziari differenziali" menzionati dal nuovo art. 1 TUF non coincidano né con la storica nozione di *affare differenziale semplice* né con una nuova o "atipica" categoria, la locuzione consistendo in una mera traduzione del suaccennato termine inglese sostanzialmente priva di rilievo per il nostro ordinamento, sia perché la differenzialità è altrove già prevista dalla norma sia perché l'*equity derivative* (cui sovente, come si è detto, nel linguaggio commerciale si associa il *CFDs*) ricade *de plano* nella nozione di *derivato classico*". (GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 188 – 192).

Al contrario, negli Stati Uniti la stipulazione di tali contratti da parte di intermediari nei confronti del pubblico non è consentita, in quanto i *CfDs* non sono ricompresi negli *swap* esentati dalla regolamentazione dei giochi e delle scommesse ai sensi del *Commodity Futures Modernization Act* del 2000. Al riguardo si veda in particolare GREENE, E. F., SILVERMAN, L. N., BRAVERMAN, D. A., SPERBER, S. R., GRABAR, N. e FLEISHER, A. E., (2005), *U.S. Regulation of International Securities and Derivatives Markets*, pp. 14-9 ss.

Va tuttavia evidenziato come anche in ambito europeo si è assistito, a partire dal 2018, ad una restrizione dell'utilizzo di tali strumenti. L'ESMA, infatti, ha emanato, ai sensi dell'art. 40 MiFIR una misura, entrata in vigore il 2 luglio 2018, volta a restringere la commercializzazione, distribuzione o vendita di *CfD* agli investitori al dettaglio (ESMA (2018), *ESMA adopts final product intervention measures on CFDS and Binary Options*). Tali misure, entrate in vigore per un periodo di tre mesi, sono state rinnovate da ultimo il 1° maggio 2019 (ESMA (2019), *ESMA to renew restriction on CFDS for a further three months from 1 may 2019*).

⁹⁵ Questa la ricostruzione della Commissione in CONSOB, (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 15 – 16, nt. 20 e CONSOB, (2017) *Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in CFD e opzioni binarie*,

Un esempio pratico sul funzionamento di un *CFD* è stato offerto invece dall'ESMA. "You believe a listed share (Share A) is undervalued and that its price will rise. You decide to buy 4000 *CFDs* in Share A at the price of 10€ per *CFD*. Your 'position' is therefore 40000€ (4000 x 10€). You do not actually pay 40000€: the amount you pay depends on the margin required by the *CFD* provider. If the *CFD* provider asks you for a margin of 5%, for example, that means your

Così strutturato, tale contratto derivato, assomiglierebbe molto, quanto meno nella struttura finanziaria, al *total return equity swap*, dal quale differisce rispetto a due elementi, uno contrattuale-giuridico e l'altro economico. Infatti, il *CfD* prevede rispettivamente⁹⁶: i) “*il regolamento in un'unica soluzione dopo lo scioglimento del contratto*⁹⁷ [...], di norma, stipulat[o] a tempo indeterminato”⁹⁸ e la possibilità per le parti di recedere *ad nutum*, dando luogo al *settlement*⁹⁹; ii) una rivalutazione giornaliera delle azioni.

Con particolare riferimento alla seconda caratteristica, il *contract for difference* si differenzia, quindi, dal *TRES* in quanto le prestazioni sarebbero definite sulla base di una rigorosa applicazione del c.d. *mark-to-market*¹⁰⁰.

Nonostante tali differenze, la dottrina¹⁰¹ ha rilevato che la posizione della parte “lunga” in un *CfD* sia del tutto analoga a quella del titolare della partecipazione azionaria “sintetica” costruita su un *total return equity swap*, in quanto a tale soggetto spetterà esclusivamente la “proprietà economica” delle azioni sottostanti il derivato mentre i diritti amministrativi (e quindi il diritto di voto) rimarranno saldamente nelle mani del socio¹⁰². Di conseguenza, anche tale derivato sarà

minimum initial payment is 2000€ (40000€ x 5%). The return you get on this initial payment depends on the price at which Share A is traded when you decide to close your position (that is, when you sell the CFD). If the price of Share A decreases by 5% (from 10€ to 9.5€), and the leverage is 20, you lose the total amount (-100%) of your initial margin payment, i.e. you lose 2000€. If the price of Share A decreases by 10% (from 10€ to 9€), and the leverage is 20, you lose your initial payment of 2000€, and your CFD provider will ask you for another 2000€ (margin call) if you want to keep your contract open. This means that your losses may be more than your initial margin payment”. (ESMA (2013), *Contracts for Difference (CfDs)*, pag. 2). Per ulteriori considerazioni sui *CfDs* si rimanda a ARNETT III, G. W. (2011), *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchange and OTC Markets*, pp. 105 ss.

⁹⁶ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 16 – 17

⁹⁷ Al pari del c.d. *bullet swap*, che è appunto uno *swap* che anziché prevedere una serie di pagamenti durante la durata del contratto viene regolato in unica soluzione alla sua scadenza. (Ibid., pag. 16, nt. 35)

⁹⁸ Ibid., pag. 16

⁹⁹ Ibid.

¹⁰⁰ Questo è un metodo valutativo del valore corrente del contratto derivato, consistente in “una sorta di simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti”. (GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 455)

¹⁰¹ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 17.

¹⁰² Socio cui spetteranno, come si è detto, i diritti patrimoniali neutralizzati tuttavia della loro componente finanziaria a causa dei flussi di cassa uguali e opposti generati dal derivato.

idoneo, al pari dello *swap*, ad essere utilizzati per “dissociare” la partecipazione azionaria¹⁰³.

1.3.3 L'Equity Future.

Nel contratto di *future* azionario – noto anche come *forward rate agreement*¹⁰⁴ – una parte, c.d. *buyer* (o parte in *posizione lunga*), si impegnerà ad acquistare dalla controparte, c.d. *seller* (parte in *posizione corta*), una certa quantità di azioni ad una certa scadenza e ad un prezzo prefissato¹⁰⁵. In questi termini, il *future* replicherebbe sostanzialmente la struttura di una vendita a termine¹⁰⁶, differenziandosene tuttavia – in aggiunta a quanto già sostenuto circa l'oggetto dei due contratti – in quanto nel derivato l'acquisto del sottostante è differito alla scadenza prevista nel contratto¹⁰⁷. Al contrario, nella vendita a termine solo l'esecuzione materiale è differita, mentre la stipulazione del contratto determina di per sé il passaggio di proprietà delle azioni¹⁰⁸.

L'*equity future* al pari dello *swap* (e degli altri contratti derivati) potrà concludersi anche con la liquidazione del solo differenziale (c.d. *cash-settled*)¹⁰⁹ tra il prezzo

¹⁰³ I noti giuristi H. Hu e B. Black, infatti, considerano il *CfD* come la “versione inglese” dell'*equity swap* americano. Infatti, nel loro celebre *paper* precisano come con il termine “*equity swap*” gli autori si riferiscano ad entrambi gli strumenti derivati. (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 838, nt. 70). Allo stesso modo anche in SARRA, J. (2013), *Equity derivatives and the challenge for Berle's conception of corporate accountability*, pp. 1125-1126. Al riguardo E. Girino afferma che in realtà tale sovrapposizione tra le due figure contrattuali sarebbe “impropria”. (GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 189).

¹⁰⁴ Contra, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 119. L'autore, in particolare, definisce tale accostamento “improprio”.

¹⁰⁵ Ibid., pag. 54

¹⁰⁶ SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 17 – 18

¹⁰⁷ GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 181.

¹⁰⁸ Ibid. Allo stesso modo anche in DI ROSA, S. S. S., MERES, M. A. (2014), *Gli strumenti finanziari derivati*, pp. 463 – 464. Contra, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 32, dove l'autore afferma che “il compratore [...] prima della scadenza non ha ancora conseguito la proprietà delle azioni oggetto di trasferimento”.

¹⁰⁹ Da cui un'ulteriore differenza con la vendita a termine. Infatti, in questo caso non si realizzerebbe alcun trasferimento di proprietà della partecipazione azionaria. In realtà, come si è ampiamente detto in merito all'oggetto del contratto derivato, questo andrebbe identificato nel differenziale anche nel caso di regolazione con consegna del sottostante (*delivery-settled*)

delle azioni alla scadenza e – questa volta contrariamente allo *swap* – quello pattuito convenzionalmente al momento della stipula (c.d. *future price*)¹¹⁰.

Le parti, inoltre, potrebbero anche convenire il pagamento dei dividendi maturati nel corso della durata del contratto al *buyer*¹¹¹. In questi termini, ai fini che qui rilevano, si ritiene importante sottolineare come anche il *future* – rientrando nel novero dei *delta-one derivative*⁽¹¹²⁾⁽¹¹³⁾ – genererebbe per il *buyer*, come affermato in dottrina, una completa esposizione *sintetica* alle azioni sottostanti¹¹⁴.

Ciononostante, si ritiene necessario sottolineare un'importante differenza tra l'esposizione *sintetica* dell'*equity future* e quella ottenuta attraverso un *total return equity swap*. In particolare, il *buyer*, stipulando un *future* (azionario) non calibrerebbe la propria aspettativa di profitto sul rendimento di un'azione in un dato periodo di tempo (come avviene nel *TRES*), bensì su un dato livello di prezzo del medesimo sottostante – che potrà essere uguale, superiore o inferiore al prezzo del sottostante nel momento in cui il contratto venga sottoscritto¹¹⁵.

Così, per costruire una partecipazione azionaria “*sintetica*” – come intesa nei precedenti capitoli¹¹⁶ – il *future price* dovrà corrispondere esattamente al prezzo che le azioni sottostanti avevano nel momento della sottoscrizione del contratto, in quanto, solo in tal modo, il *buyer* calibrerà la relativa aspettativa di profitto sull'apprezzamento delle azioni in un dato periodo di tempo. Sennonché, in tal modo, la struttura finanziaria dell'*equity future* replicherebbe sostanzialmente quella “tipica” del *total return equity swap*.

¹¹⁰ Nel *future* infatti il prezzo che il *buyer* dovrà corrispondere al *seller* alla scadenza del contratto non sarà il prezzo di mercato che ha l'azione sottostante in quel dato momento, bensì quello appunto pattuito convenzionalmente al momento della stipulazione del contratto. Per tutti, CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pag. 502

¹¹¹ SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 18

¹¹² Si veda il par. 1.3.1

¹¹³ Si supponga che un contratto di *equity future*, ai sensi del quale il *buyer* sia tenuto ad acquistare alla scadenza 100 azioni ad un prezzo di 10 euro ciascuna. Ipotizzando, ora, che alla scadenza, fissata in un anno, il valore delle azioni aumenta del 10% passando così ad 11 euro, il valore del derivato aumenterà del 10% in quanto, ricordando sempre che il valore del derivato è il differenziale tra i prezzi, il *buyer* acquistando 100 azioni ad un prezzo di 1.000 euro, anziché a 1.100 (e cioè, al valore di mercato alla scadenza) otterrebbe un profitto di 100 (che altro non è che il differenziale tra i prezzi presi a riferimento).

¹¹⁴ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 18

¹¹⁵ *Ibid.*, pag. 19

¹¹⁶ E quindi di partecipazione, in sintesi, replicante sinteticamente i flussi di cassa delle azioni sottostanti, sulla base di un rapporto 1:1.

1.3.4 L'Equity Option e le correzioni volte a costruire una struttura “delta 1” nel c.d. zero-cost collar.

Il terzo e ultimo derivato di *equity* oggetto di analisi è l'*option* su azione.

Questa – riconducibile strutturalmente all'art. 1331 c.c.¹¹⁷ – è un contratto in base al quale ad una delle parti viene attribuito, dietro pagamento di un premio (c.d. *premium price*), il diritto, ma non l'obbligo (a differenza del *future*), di compravendere ad una scadenza prefissata¹¹⁸ delle azioni ad un prezzo prefissato, c.d. *strike price* (nel qual caso l'opzione sarà *physical-settled*), ovvero il differenziale tra detto prezzo e il valore che le attività assumeranno alla scadenza (*cash-settled*)¹¹⁹.

Qualora la parte che compra l'opzione¹²⁰ eserciti il diritto, o meglio la *facoltà*, di acquistare (l'opzione sarà del tipo *call*) ovvero di vendere (in questo caso sarà del tipo *put*) le azioni sottostanti la controparte – versante in uno stato di *giuridica*

¹¹⁷ Ulteriori considerazioni sul punto in GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 61 ss.; CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pp. 506 ss.

¹¹⁸ Quando l'opzione è esercitabile solo alla scadenza pattuita è del tipo c.d. *european style option*, al contrario quando il diritto è esercitabile in qualunque momento fra la data di stipulazione e la data di scadenza è detta *american style option*. (GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 58)

¹¹⁹ Così ricostruito in GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 57.

A questo modello noto come *vanilla option* si contrappongono opzioni più complesse, c.d. *exotic option*. Tra le più frequenti si possono segnalare, in particolare: *i*) le “*barrier options*”, le quali sono caratterizzate dall'esistenza di ulteriori prezzi di riferimento che rappresentano un limite, raggiunto il quale, l'opzione si estingue automaticamente (c.d. *knock-out options*) ovvero si attiva (c.d. *knock-in options*); *ii*) le “*asian option*”, conosciute anche come “*average rate options*” si differenziano dalle *vanilla* in quanto lo *strike price* è dato dal prezzo medio di un determinato sottostante in un certo periodo; *iii*) le “*digital option*” consentono a chi acquista (*buyer*) il diritto ad un incassare un importo prefissato solo se alla scadenza o entro la scadenza il prezzo del sottostante si trova all'interno di un determinato intervallo predefinito; le “*bermudan options*” possono essere esercitate solo in una serie di specifiche date prima dell'*expiration date*; *iv*) le “*cliquet options*”, conosciute anche come “*ratchet option*”, prevedono un ricalcolo periodico prima dell'*expiration date* dello *strike price*; *v*) le “*lookback options*” garantiscono al *buyer* il diritto di esercitare l'opzione al prezzo migliore che il sottostante raggiunge in un dato periodo; *vi*) le “*rainbow options*” attribuiscono al *buyer* il diritto di quale *asset*, tra un *pool* predeterminato, vendere o comprare. (CASTAGNINO, J.P. (2009), *Derivatives: the key principles*, par. 4.34; GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 59 – 60; RISALITI, G. (2008), *Gli strumenti finanziari nell'economia delle aziende*, pag. 179. Per un'analisi più dettagliate delle “opzioni esotiche” si rinvia in particolare a: HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, pp.637 ss.; KAT, H. M. (2001), *Structured equity derivatives: the definitive guide to exotic options and structured notes*)

¹²⁰ Nel gergo dei derivati per “acquisto” di un'opzione si intende l'acquisto del diritto che essa incorpora (e quindi di vendere o acquistare il bene sottostante), mentre per “vendita” di un'opzione si intende la concessione del medesimo diritto all'acquirente. (SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 20, nt. 43)

soggezione – sarà obbligata ad accettare la proposta contrattuale dell'acquirente¹²¹.

Di conseguenza, l'opzione attribuirà al compratore un'esposizione asimmetrica (a differenza delle altre tipologie di derivati) nei confronti del sottostante azionario in quanto, essendo l'esercizio del diritto per definizione rimesso alla discrezionalità del medesimo, tale soggetto ragionevolmente lo eserciterà – nel caso ad esempio di una *call option* – quando il prezzo di mercato sarà superiore allo *strike price* (e cioè quando l'opzione è *in-the-money*). Ora, ai fini che qui rilevano, è sufficiente evidenziare come questa caratteristica delle opzioni – decisiva nella determinazione del prezzo (e del valore) del derivato stesso¹²² – comporti che il *delta* di tale derivato sia diverso da 1¹²³ (ed in particolare, sempre positivo nella *call* e negativo nella *put*¹²⁴).

L'opzione, quindi, non offrirà di per sé al suo compratore una copertura *simmetrica* rispetto ai flussi di cassa delle azioni sottostanti, non riuscendo quindi a “dissociarne” la proprietà economica dal diritto di voto (nei modi visti per il *total return equity swap*).

¹²¹ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 57. Sul punto si veda anche RISALITI, G. (2008), *Gli strumenti finanziari nell'economia delle aziende*, pag. 177, dove viene definito il contratto di opzione come “*asimmetrico*”.

¹²² In particolare, il valore sarà il risultato della somma di due componenti: i) l'“*intrinsic value*” – calcolato in modo differente a seconda che l'opzione sia *call* o *put* – che è il valore che avrebbe l'opzione se fosse esercitata immediatamente, e sussiste solo quando il prezzo di mercato è superiore allo *strike price*, in quanto alla scadenza ci sarà un *positive cash payout*; e ii) il “*time value*” che rappresenta la probabilità che un'opzione si concluda *in-the-money*, erodendosi progressivamente con l'avvicinarsi della scadenza (fino ad arrivare a 0). L'operazione di calcolo del valore è realizzata solitamente attraverso il modello matematico c.d. *Black-Scholes model* tenendo conto, appunto, di una serie di variabili, tra le quali in particolare lo *spot price* (che è il prezzo corrente di mercato), lo *strike price*, la “vita residua” (e cioè il periodo rimanente prima della scadenza), la volatilità implicita (che misura l'incertezza sul futuro comportamento del prezzo di un titolo), i dividendi attesi e il tasso di interesse. (RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 56 – 40). Per una spiegazione del funzionamento del modello *Black-Scholes* si veda in particolare: BLACK, F. e SCHOLLES, M. (1973), *The pricing of options and corporate liabilities*, pp. 637-654; HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, pp. 337-372; VARGIOLU, T. e ROMAGNOLI, S. (2000), *Robustness of the Black-Scholes approach in the case of options on several assets*, pp. 325-338; CASTAGNINO, J.P. (2009), *Derivatives: the key principles*, par. 4.53; ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D. (2013), *Fundamentals of corporate finance*, pp. 693-698

¹²³ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 19.

¹²⁴ Per tutti, HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, pag. 298

Tuttavia, la dottrina¹²⁵ ha rilevato come attraverso l'incrocio di un'opzione *call* e di un'opzione *put* (regolate entrambe in contanti) sia possibile comunque costruire una struttura di tipo *delta 1*, replicando così un investimento diretto in azioni.

La strategia prevede, in particolare, che l'investitore che voglia acquistare una partecipazione azionaria "sintetica" compri una *call* sulle azioni di proprio interesse e, contemporaneamente, venda una *put* con le medesime caratteristiche (data di scadenza, *strike price* e *premium price*) sulle stesse azioni, realizzando così uno *zero-cost collar*¹²⁶ (definito dalla dottrina americana¹²⁷, non a caso, anche come *executive equity swap*).

In tal modo, in qualunque momento del periodo di esercizio delle opzioni e per qualsiasi valore delle azioni sottostanti, una delle parti avrà interesse ad esercitare, a seconda dell'andamento del prezzo delle azioni medesime, il relativo diritto di vendita ovvero il diritto di acquisto¹²⁸.

Di conseguenza, l'investitore presumibilmente eserciterà la *call* in caso di apprezzamento del valore delle azioni, ottenendo così il differenziale tra i prezzi in modo – specie qualora le parti convengano di tener conto dell'eventuale pagamento di dividendi durante la durata del contratto¹²⁹ – del tutto assimilabile a quello di un *delta-one derivative*. Al contrario, egli sarà esposto all'esercizio della

¹²⁵ Su sponda americana in particolare, oltre che dai noti giuristi H. Hu e B. Black nei loro *papers*, il punto è stato sviluppato in BETTIS, J. C., BIZJAK, J. M. e LEMMON, M. L. (2001), *Managerial ownership, incentive contracting, and the use of zero-cost collars and equity swap by corporate insiders*, pp. 345 ss. Mentre nella letteratura italiana si segnala: SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pp. 30 ss.; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 19 ss.; CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pp. 103 – 116.

¹²⁶ Sul meccanismo finanziario dell'operazione si veda in particolare, RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 186-188; BETTIS, J. C., BIZJAK, J. M. e LEMMON, M. L. (2001), *Managerial ownership, incentive contracting, and the use of zero-cost collars and equity swap by corporate insiders*, pp. 348-349; CHISHOLM, A. M. (2010), *Derivatives Demystified: a step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options*, pag. 99

¹²⁷ Così, RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1038

¹²⁸ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 20

¹²⁹ In questi termini, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 31

put da parte del compratore della medesima ogniqualvolta le azioni perdano di valore, dovendo quindi pagare il differenziale.

Lo *zero-cost collar* quindi – con flussi di cassa così identificati, replicanti quelli generati da un investimento diretto in azioni – permetterebbe di “dissociare” la partecipazione azionaria trasferendone la “proprietà economica” al compratore (venditore) della *call (put)* in modo del tutto simile, salvo le differenze contrattuali, a quello visto negli altri derivati di *equity* con *delta* 1 di cui il *total return equity swap*, sul piano “dissociativo”, ne è l’archetipo⁽¹³⁰⁾⁽¹³¹⁾.

¹³⁰ Infatti, come si vedrà nel proseguo della trattazione, con particolare riferimento alla sez. II del seguente capitolo, l’*equity swap* è stato lo strumento maggiormente utilizzato per realizzare la c.d. *decoupling*.

¹³¹ Ciononostante, la dottrina italiana (sulla scorta di quella americana) ha comunque rilevato che anche attraverso le opzioni, senza ricorrere alla strategia dello *zero-cost collar*, è comunque possibile “*incidere in modo significativo sulla posizione economiche e di rischio sottesa alla partecipazione sociale*”.

A) Così ad esempio, l’acquisto di un’opzione *put* da parte di un socio lo renderebbe indifferente in caso di riduzione del prezzo del sottostante azionario, mentre al pari degli altri soci gioverà di un eventuale apprezzamento; di conseguenza sarà maggiormente incentivato a deliberare operazioni ad alto rendimento (e quindi più rischiose). Allo stesso modo, essendo noto (al riguardo si veda la nota 122) che l’aumento di prezzo del sottostante comporta una riduzione del prezzo dell’opzione, il socio avrà interesse a non deliberare o quanto meno a posticipare deliberazioni certamente vantaggiose per la società.

B) Al contrario, attraverso la vendita di un’opzione *call* il socio si renderebbe indifferente all’aumento del prezzo delle azioni sottostanti nella misura in cui tale valore ecceda lo *strike price*. Di conseguenza, il socio in questione tenderà a deliberare operazioni che ne riducano il valore. (In particolare, in SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 21 – 22; MARTIN, S. e PARTONY, F. (2005), *Encumbered Shares*, pp. 775 ss., 789 ss.)

SEZIONE II – LE ALTRE TECNICHE “DISSOCIATIVE”

1.4 Premessa.

Nella Sezione I si è avuto modo di comprendere come i contratti derivati di *equity* con *delta* 1 riescano – attraverso la costruzione di partecipazione azionarie “sintetiche” – a “dissociare” le azioni trasferendone la “proprietà economica” ad un soggetto *terzo*.

La caratteristica principale di tali tecniche, su cui si tornerà ampiamente nel corso del successivo capitolo, è che la partecipazione risulterà “dissociata” nonostante la permanenza in capo al socio dei diritti patrimoniali e amministrativi riconnessi alle medesime azioni.

Al contrario, nella presente Sezione si tratteranno le tecniche “dissociative” che non prevedono la costruzione di partecipazione sintetiche, ma che dissociano la partecipazione azionaria operando direttamente sugli assetti proprietari della società, talvolta sino ad attribuire a soggetti diversi i diritti propri dello *status* di socio.

In particolare, si affronteranno dapprima le problematiche legate ad alcune fattispecie già presenti nella disciplina civilistica, quali la vendita a termine di azioni ed il riporto, per poi concludere con quelle relative ad istituti più recenti come il prestito titoli, la *record date* e la vendita allo scoperto.

1.5 Le fattispecie tipiche regolate nel Codice civile: la vendita a termine di azioni e il riporto.

Tra le fattispecie tipiche si ritiene necessario iniziare dalla vendita a termine di azioni, in quanto – come rilevato dalla dottrina¹³² – il legislatore del '42 con tale contratto ha inteso definire, non una *species* bensì, un *genus* contrattuale entro il quale sussumere ogni possibile forma di negoziazione cartolare a termine, a cui rimandano infatti le norme che disciplinano il riporto.

A) La vendita a termine di azioni è positivamente disciplinata dagli artt. 1531 – 1536 del codice civile, che tuttavia non ne offrono una definizione, ricostruita successivamente da autorevole dottrina¹³³. In particolare, “*nella vendita a termine il venditore si impegna a trasferire al compratore una certa quantità di titoli di una data specie alla scadenza del termine convenuto, mentre il compratore si impegna a pagare, alla stessa scadenza, il prezzo corrente alla data del contratto*”.

Si è già ampiamente detto circa le differenze strutturali con i contratti derivati, ed in particolare con il *future*, evidenziando sia la natura *consensuale*¹³⁴ del contratto codicistico che l'oggetto quale elemento distintivo le due diverse tipologie contrattuali.

Ciononostante, si ritiene necessario ricordare come, al pari dell'*equity future* (e tendenzialmente di tutti i derivati di *equity*) anche le parti della vendita a termine faranno affidamento su un mutamento a proprio favore dei termini economici dell'operazione. Così ad esempio, essendo il prezzo di vendita prefissato nel momento della stipulazione del contratto, l'acquirente spererà in un aumento del valore di mercato delle azioni, in modo da conseguire il differenziale tra i prezzi¹³⁵ – che, è bene ricordare, nel contratto codicistico è un mero *effetto* dell'operazione e non già l'oggetto che rimane la compravendita del bene.

¹³² Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 180

¹³³ In particolare, TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, pag. 764

¹³⁴ Si rimanda al par. 1.3.3.

¹³⁵ In dottrina è stato rilevato come “*spesso le parti, alla scadenza, non danno luogo effettivamente*

È d'uopo rilevare come in tale tipologia contrattuale, la partecipazione azionaria risulterà “dissociata”, in quanto al compratore – oltre a profittare di un eventuale *capital gain* – “spettano” (realmente), sin dal momento della stipulazione, gli interessi e i dividendi maturati (art. 1531 c.c.)¹³⁶, mentre il diritto di voto continua a far capo al venditore per tutta la durata del periodo intermedio tra la stipulazione e il termine di consegna (art. 1531, c. 2 c.c.)¹³⁷.

Sul punto in particolare si ritiene necessaria un'ulteriore precisazione. Il compratore – essendo il contratto in esame di natura *consensuale* – diventa proprietario delle azioni al momento della stipulazione del contratto. Ciononostante, l'art. 1531 dispone che “gli interessi e i dividendi esigibili [...], se riscossi dal venditore, sono accreditati al compratore”.

Di conseguenza, la dottrina¹³⁸ ha inteso così la “spettanza” del compratore “*in termini di dovere di accredito al [compratore]*”. Tuttavia, si ritiene che ciò non debba far pensare che tale diritto sia giuridicamente assimilabile (mentre lo è sicuramente sul piano finanziario) a quello dell'*equity amount receiver*.

Infatti, a differenza di quest'ultimo, il diritto all'accREDITAMENTO dei dividendi del compratore nella vendita a termine ha la sua *fonte* nella proprietà delle azioni, acquistata a seguito della stipulazione del contratto¹³⁹. L'accREDITO così inteso potrebbe essere quindi interpretato come mera esecuzione materiale – che tra l'altro non si verificherebbe sempre¹⁴⁰ – di diritti (patrimoniali) che spettano comunque al compratore in quanto proprietario.

allo scambio, consegnando i titoli a fronte del pagamento del prezzo, ma «liquidano» [al pari di quanto avviene in un derivato cash-settled] in denaro la differenza a favore della parte che, per effetto della variazione del prezzo del titolo durante la pendenza del termine, ha tratto un profitto”. (Ibid.)

¹³⁶ A cui si aggiungono, inoltre, il diritto di opzione sulle azioni compravendute (art. 1532 c.c.) ed infine anche i diritti ed oneri derivanti dall'eventuale estrazione di tali azioni (art. 1533 c.c.).

¹³⁷ La *ratio* di tale scelta risiede, secondo la dottrina, nel garantire “*al venditore di mantenere l'unico diritto non risarcibile in moneta, in caso di inadempimento del compratore (mentre interessi, dividendi e diritti di opzione sono risarcibili in moneta dal compratore inadempiente)*”. (DI ROSA, S. S. S., MERES, M. A. (2014), *Gli strumenti finanziari derivati*, pp. 463 – 464)

¹³⁸ In particolare, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 31

¹³⁹ Nei derivati di *equity* infatti, salvo l'aggiunta della clausola *physical-settled* (che comunque non comporta un passaggio di proprietà immediato, ma differito al momento della conclusione del contratto derivato), la parte in *posizione lunga* non diventa mai proprietaria giuridica delle azioni.

¹⁴⁰ Al riguardo è chiara il disposto dell'art. 1531 che precisa “*se riscossi*”, evidenziando così la mera possibilità che ciò avvenga.

In altre parole, la “proprietà economica” e i rischi connessi alle azioni compravendute transiteranno al compratore, mentre il venditore potrà esercitare il diritto di voto in assemblea (seppur “svuotato” del suo contenuto economico)¹⁴¹.

B) La seconda fattispecie tipica è il riporto. L’art. 1548 c.c. definisce il riporto come il contratto in forza del quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore di titoli dei credito (azioni) di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l’obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta¹⁴².

Secondo autorevole dottrina¹⁴³, tale contratto costituisce – nonostante parte della dottrina¹⁴⁴ lo identifichi in una doppia vendita – un *contratto unitario* che produce un trasferimento immediato della proprietà dal riportato al riportatore (c.d. *effetto reale contestuale*¹⁴⁵) e crea allo stesso tempo l’obbligo per il riportatore di trasferire altrettanti titoli al riportato (c.d. *effetto obbligatorio successivo*¹⁴⁶).

Il riporto quindi – a differenza della vendita a termine che è un contratto consensuale – è un contratto reale che si perfeziona al momento della consegna delle azioni¹⁴⁷.

Ciononostante, sul piano “dissociativo”, i due contratti presentano molte caratteristiche in comune. In particolare, al riportatore, divenuto, come definito in dottrina¹⁴⁸, proprietario *temporaneo* delle azioni spetta, salvo patto contrario, il

¹⁴¹ In questi termini GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 178 – 179; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 32 – 33

¹⁴² In particolare, l’“*ipotesi normale*” sarà qualora il rimborso sia maggiore di quanto a suo tempo ricevuto, mentre qualora questo sia minore si parlerà di *deporto* oppure qualora sia uguale si parlerà di riporto “*alla pari*”. (TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, pag. 768)

¹⁴³ In particolare, TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, pag. 768; CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 3: contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, pag. 216

¹⁴⁴ Ad esempio, in GIUDICI, P. (2014), in *Contratti derivati e altri contratti di investimento*, pag. 948; MAURA, A. (2017), *Il contratto di riporto e il contratto di prestito titoli*, pag. 821

¹⁴⁵ TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, pag. 768

¹⁴⁶ Ibid.

¹⁴⁷ Ibid.

¹⁴⁸ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 31

diritto di voto (art. 1550, c.2, c.c.). Al contrario, al riportato – che durante la vigenza del contratto cesserà di essere proprietario delle azioni – “spettano” (nei modi visti circa la vendita a termine), secondo l’espressione dell’art. 1550, c. 1, c.c., i *diritti accessori* ad esse afferenti, tra cui in particolare quello alla riscossione dei dividendi *medio tempore* distribuiti. Tale “spettanza”, che a differenza della vendita, compete a un soggetto che non è proprietario delle azioni andrebbe comunque giustificata, come evidenziato in dottrina¹⁴⁹ e al pari del meccanismo del prestito titoli, sul fatto che “*alla conclusione dell’intera operazione, [il riportato] sarà il proprietario dei titoli*”.

Ancora, sul riportato grava di norma il rischio di apprezzamento o deprezzamento delle azioni. Infatti, ai sensi dell’art. 1548 c.c., il ritrasferimento delle azioni a suo favore, alla scadenza del contratto, avviene verso rimborso del prezzo inizialmente corrisposto al riportato, senza tener conto dell’oscillazione dei prezzi di mercato¹⁵⁰.

In realtà, la dissociazione realizzata attraverso un contratto di riporto presenterà differenze ulteriori rispetto a quella realizzata attraverso la vendita a termine, se comparata con la dissociazione mediante la costruzione di una partecipazione azionaria “*sintetica*”. Infatti, se in quest’ultima il compratore ha interesse economico positivamente collegato con le azioni sottostanti, nel riporto il riportatore non assumerà una *posizione* (e cioè un interesse economico, art. 35, c.1, lett. *g*) e *h*) RE) sulle medesime azioni, in quanto, come rilevato in dottrina¹⁵¹, egli mira “*al conseguimento di una differenza di prezzo (certa) frutto dell’intesa pattizia*”. Al contrario, nei derivati azionari, e sul mero piano finanziario nella vendita a termine¹⁵², la parte che compra mira “*all’acquisto di un differenziale (incerto) di mercato*”¹⁵³.

¹⁴⁹ In particolare, CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 96

¹⁵⁰ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 31

¹⁵¹ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag 184

¹⁵² Sul piano giuridico invece, si è più volte ricordato come, l’acquisto del differenziale, quale oggetto del contratto, caratterizzerebbe solamente i contratti derivati, mentre nella vendita a termine sarebbe solo un mero effetto dell’acquisto delle azioni.

¹⁵³ Ibid.

1.6 Il contratto di prestito titoli.

L'ultimo contratto oggetto di analisi è il prestito titoli (noto nella prassi finanziaria come *securities lending*¹⁵⁴). Questo – a differenza della vendita a termine e del riporto, ed al pari dei derivati – non trova una disciplina normativa nel nostro ordinamento¹⁵⁵ ed è elaborato sulla base dei modelli anglosassoni (tra i quali il più diffuso è il *Global Master Securities Lending Agreement*¹⁵⁶, predisposto dall'*ISLA*¹⁵⁷)¹⁵⁸.

Di conseguenza, ancora una volta, la definizione risulterà essere offerta dalla dottrina¹⁵⁹. In particolare, il prestito titoli è quindi “*quell'operazione di mutuo*¹⁶⁰ *avente ad oggetto titoli, in base alla quale il mutuante (lender) trasferisce al mutuatario (borrower) una data quantità di titoli e quest'ultimo assume l'obbligo di restituire al primo, alla scadenza dell'operazione, titoli della stessa specie e nella stessa quantità di quelli mutuati*”, oltre al pagamento di un “*interesse calcolato sulla base di un tasso convenzionale*”¹⁶¹.

¹⁵⁴ Così, CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 92

¹⁵⁵ Al contrario, nella normativa comunitaria il contratto in esame è stato definito come “la transazione con la quale un ente o la controparte [prestatore] trasferisce titoli contro adeguata garanzia con l'impegno per chi riceve il prestito [prestatario] di restituire titoli equivalenti ad una ad una data da stabilirsi o quando richiesto dal concedente per il prestito, costituisce una concessione di titoli in prestito per l'ente che trasferisce i titoli e un'assunzione di titoli in prestito per l'ente a cui tali titoli sono stati trasferiti” (art. 2, c. 18, Direttiva 93/6/CEE).

Nell'ordinamento statunitense, invece, è disciplinato dalla *Federal Reserve's Regulation T*, che stabilisce, in particolare, “*the permitted purposes for which a broker-dealer may borrow securities*”. (ARNETT III, G. W. (2011), *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchange and OTC Markets*, pag. 97)

¹⁵⁶ In particolare, in tale modello il *securities lending* è definito come “*transaction in which one party (Lender) will transfer to the other (Borrower) securities and financial instruments (Securities) against the transfer of Collateral [...] with a simultaneous agreement by Borrower to transfer to Lender Securities equivalent to such Securities on a fixed date or on demand against the transfer to Borrower by Lender of assets equivalent to such Collateral*”. (ISLA (2010), *Global Master Securities Lending Agreement*, pag. 3)

¹⁵⁷ *International Securities Lending Association*

¹⁵⁸ In questi termini, CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pp. 91 – 92; GIUDICI, P. (2014), *Contratti derivati e altri contratti di investimento*, pag. 949

¹⁵⁹ Così, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 186

¹⁶⁰ L'orientamento della dottrina che assimila il contratto di prestito titoli al mutuo ha trovato un riconoscimento anche nella Comunicazione Consob n. 4073976 del 6 agosto 2004. (CINCOTTI, C. (2008), *OPA obbligatoria e operazioni di prestito di titoli*, commento a Comunicazione Consob n. DEM/7091047, 11 ottobre 2007, pag. 1005)

¹⁶¹ In questi termini, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 186. L'autore, ancora, afferma come a garanzia del prestito, il *borrower* trasferisce “*il controvalore del titolo al mutuante*,

In realtà, nonostante la “*natura di mutuo*”¹⁶², il contratto in esame – quanto meno sul piano “dissociativo” – presenta rilevanti caratteristiche in comune con la fattispecie tipica del riporto.

Infatti, al pari del riportatore¹⁶³, il *borrower* che sottoscriva un prestito titoli – che è un contratto reale¹⁶⁴ – acquista, assieme alla proprietà (temporanea) delle azioni “in prestito”, il relativo diritto di voto (par. 6.6 *GMSLA*). D’altro canto, al *lender* – che, come il riportato, perde la proprietà delle azioni per tutta la vigenza del contratto – spettano i dividendi ad esse inerenti e *medio tempore* distribuiti (par. 4.4 *GMSLA*¹⁶⁵), in ragione del fatto che alla scadenza del prestito egli sarà (di nuovo) il proprietario delle azioni¹⁶⁶.

Inoltre, il *borrower* – in modo del tutto singolare rispetto alle altre tecniche passare in rassegna – non vede gravare su di sé il rischio dell’eventuale apprezzamento ovvero deprezzamento delle azioni, in quanto egli deve restituire, per definizione, semplicemente la medesima quantità di titoli, indipendentemente

costituendolo in pegno”. Nella prassi finanziaria il valore di mercato di tale *collateral* è, per i titoli internazionali, pari al 105% del valore di mercato delle azioni “prestate”, mentre per i titoli nazionali (riferendosi, in particolare, al mercato statunitense) è pari al 102%. (DUFFIE, D., GARLEANU, N. e PEDERSEN, L. H. (2002), *Securities Lending, Shorting, Pricing*, pag. 311; AGGARWAL, R., SAFFI, P. A. C., STURGESS, J. (2014), *The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market*, pag. 8)

Per un’ulteriore analisi dei diversi *cash flow* scambiati dalle parti, in un’ottica meramente finanziaria, si rimanda a RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 26 – 28

¹⁶² In questi termini, GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 187

¹⁶³ In termini generali circa le caratteristiche in comune di tali contratti, si vedano: GIUDICI, P. (2014), *Contratti derivati e altri contratti di investimento*, pag. 949; CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 98; GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 186 – 187

¹⁶⁴ Per tutti, TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, pag. 823. Non deve pertanto sorprendere come secondo la dottrina statunitense la nozione di *securities lending* sia “*slightly misleading*”, in quanto “*it describes a transaction where securities are not simply “lent” and then retransferred; rather, one party transfers the ownership of numerous of securities to another and, at a later time, receives a corresponding number of (other) shares in return (though not necessarily the same shares)*”. (RINGE, W. G. (2016), *The deconstruction of equity: activist shareholders, decoupled risk, and corporate governance*, pag. 36)

¹⁶⁵ Il testo del modello contrattuale si riferisce, in realtà, generalmente agli *income* ottenuti sulle azioni “in prestito”, tuttavia nella definizione di tali forme di remunerazione sono ricompresi anche i dividendi. (ISLA (2010), *Global Master Securities Lending Agreement*, pag. 6)

¹⁶⁶ In questi termini, CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 96.

Varranno, di conseguenza, le medesime riflessioni fatte circa il riporto.

dal valore assunto dai medesimi alla scadenza del prestito¹⁶⁷. In questo modo, come affermato in dottrina¹⁶⁸, tale rischio viene “*ribaltato sul solo [lender]*”.

Di conseguenza, anche in tale fattispecie contrattuale, la proprietà economica ed i rischi connessi alle azioni “in prestito” risulteranno essere trasferiti ad un soggetto diverso (*lender*) da colui che ha il diritto di voto (*borrower*).

¹⁶⁷ Si supponga che Tizio abbia sottoscritto con Caio un contratto di prestito titoli su 100 azioni di Alfa negoziate ad un prezzo pari a 10 euro ad azione. Alla scadenza, anche qualora il valore delle medesime azioni fosse aumentato, ad esempio, del 50%, Tizio dovrà restituire sempre e solamente le 100 azioni, non rilevando in alcun modo che le azioni valgano 15 euro ciascuna.

¹⁶⁸ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 24, nt. 32

1.7 Le operazioni “a cavallo” della *record date* e la c.d. *record date capture*.

Nel corso della presente sezione si è voluto dare contezza di come sia possibile “dissociare” una partecipazione azionaria attraverso determinate fattispecie contrattuali, in cui – in ragione della sottoscrizione stessa del contratto – si realizza un “trasferimento” della proprietà economica ad un soggetto diverso da quello che detiene il voto.

Al contrario, nell’ultima tecnica dissociativa oggetto di analisi, la *decoupling* non è il risultato di “meccanismi negoziali “esterni” aventi ad oggetto la partecipazione azionaria”¹⁶⁹, bensì di un istituto che “contiene di per sé la potenzialità di svuotamento del voto”¹⁷⁰, con ciò riferendosi al c.d. sistema della data di registrazione¹⁷¹.

In particolare, il socio (o meglio, l’ex socio) che si spoglia della proprietà delle azioni dopo la “data di registrazione” (*record date*)¹⁷², ma prima di quella fissata

¹⁶⁹ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 30

¹⁷⁰ Ibid.

Si ritiene necessario precisare come, seppur per realizzare la *decoupling* sia necessario che il socio trasferisca le azioni (tra la *record date* e la data fissata per l’assemblea), tale “meccanismo negoziale” non sia di per sé idoneo a “dissociare” la partecipazione azionaria, come invece accade in caso di sottoscrizione di un contratto di prestito titoli, riporto ovvero di vendita a termine dove è lo stesso legislatore che prevede che, in ragione della stipulazione del contratto stesso, determinati diritti spettino ad un soggetto rispetto che ad un altro.

¹⁷¹ L’introduzione del sistema della data di registrazione trova la sua *ratio*, secondo la dottrina, “nell’esigenza di eliminare ostacoli che di eliminare ostacoli che dissuadono gli azionisti dal votare, come il blocco delle azioni per un certo periodo precedente l’assemblea”. (SACCHI, R. (2012), *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l’attuazione della direttiva azionisti*, pag. 36). In particolare, la disciplina, che ricalca uno dei modelli già presenti nell’ordinamento statunitense, sarebbe diretta “a evitare di disincentivare l’investimento in società comunitarie da parte degli investitori istituzionali, che gradivano poco il blocco delle azioni, sia pure per pochi giorni”. (Ibid.). In argomento si veda inoltre: ABRIANI, N. e SANTOSUOSSO, D. (2007), *La direttiva relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, pp.140 ss.; DE LUCA, N. (2010), *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, pp. 254 ss.; BALZOLA, S. (2013), *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs. 18 luglio 2012, n. 91)*, pp. 754 ss.; CALVOSA, L. (2011), *L’intervento e il voto in assemblea dopo l’attuazione della direttiva sull’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, pp. 348 ss.; GAETA, M. M. (2010), *Maggiore tutela agli azionisti delle società quotate*, pp. 2068 ss.; GUIZZI, G. (2011), *Gli azionisti e l’assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, pp. 6 ss.

Per un’analisi del modello statunitense, anche in chiave storica, si veda KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2009), *The Hanging Chads of Corporate Voting*, pp. 1227 ss.

¹⁷² Il termine corrisponde alla chiusura “della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l’assemblea” (art. 86-*sexies*, c.2 TUF).

per l'assemblea sarà *ex lege* titolare del diritto di voto pur avendo perso lo *status* di socio (art. 86-*sexies* TUF¹⁷³). D'altro canto, la controparte che acquisti le medesime azioni – seppur diventi un azionista a “tutti gli effetti”¹⁷⁴ – non consegue anche il diritto di partecipare e votare nella imminente assemblea. Ella, inoltre, in relazione all'annullabilità della deliberazione è “considerata assente” (art. 127-*bis*, c.1 TUF)¹⁷⁵.

Ora, ai fini che qui rilevano, è d'uopo ricordare come talvolta i trasferimenti di pacchetti azionari “a cavallo” della *record date* sono realizzati – non da soggetti “disinteressati” all'effetto “dissociativo” verificatosi, ma – con lo specifico obiettivo di perseguire “*vere e proprie strategie miranti unicamente alla “cattura” della data di registrazione in vista di una specifica riunione assembleare*”¹⁷⁶.

La prassi, secondo quanto ricostruito in dottrina¹⁷⁷, ha dimostrato che colui che voglia realizzare tali strategie – note come *record date capture*¹⁷⁸ – si procura, di norma, la proprietà temporanea di un pacchetto azionario mediante fattispecie contrattuali tipiche, quali ad esempio il riporto ovvero il prestito titoli, che consentono di conseguire la “*titolarità alla data di registrazione e di “chiudere”*”

¹⁷³ Introdotto dal D.lgs. 27/2010, attuativo della Direttiva 2007/36/EC (c.d. *Shareholder Rights Directive*).

¹⁷⁴ Ci si riferisce, in particolare, al conseguimento dei diritti patrimoniali e all'interesse economico positivamente correlato all'andamento delle azioni della società di cui si è socio.

¹⁷⁵ In argomento si veda, FURGIUELE, L. (2011), *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, pp. 157 ss.; BONAFINE, A. (2017), *La legittimazione e l'interesse ad agire nelle vicende di impugnazione delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, pp. 1402 ss.

¹⁷⁶ In questi termini, MAUGERI, M. (2011), *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, pag. 115

¹⁷⁷ Ibid.; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 29. Su sponda statunitense invece HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 832; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1054; CLOTTENS, C. (2012), *Empty voting: a European perspective*, pag. 5

Il primo caso reso pubblico di *record date capture*, avvenuto nel Regno Unito nel 2002, ha visto come protagonista il fondo *hedge* Laxey Partners. In particolare, Laxey votò nel *general meeting* di British Land con 42 milioni di azioni (pari ad oltre il 9%) ottenute attraverso un *securities lending* appena prima della *record date*. (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 817).

¹⁷⁸ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 29

poi la posizione in una data successiva”¹⁷⁹, ma precedente a quella dell’assemblea¹⁸⁰.

In tal modo, egli conseguirà la legittimazione al voto – che sarà, tuttavia, “svuotato”, in quanto la proprietà economica si trasferisce assieme alla proprietà (giuridica) della relativa partecipazione azionaria – e lo potrà esercitare “*per utilizzi funzionali a proprie strategie di investimento*”¹⁸¹.

1.7.1 (segue): Un esempio di utilizzo “opportunistico” della disciplina sulla record date attraverso il prestito titoli: la covered short selling.

Un possibile risvolto di una strategia volta a “catturare” la data di registrazione potrebbe essere quello di vendere allo scoperto (*short selling*) le azioni, cui si è conseguita la legittimità al voto.

In particolare, qualora lo *short seller* venda allo scoperto le azioni ottenute – attraverso un contratto di prestito titoli (c.d. *covered short selling*)¹⁸² – prima della data di registrazione tra tale data e quella fissata per la riunione assembleare, si

¹⁷⁹ Così, MAUGERI, M. (2011), *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, pag. 115

¹⁸⁰ Esemplificando si supponga che Tizio voglia acquistare la mera legittimazione al voto in vista dell’assemblea di X, fissata per il 30/12/20X1. Egli ben potrà acquistare le azioni di X attraverso un contratto di prestito titoli con Caio il 21/12 e restituirle allo stesso il 25/12. Così, ai sensi della disciplina sul sistema della data di registrazione, il diritto di voto spetterà (e sarà quindi esercitato) da Tizio, mentre i diritti patrimoniali e l’interesse economico a Caio.

¹⁸¹ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 29

Per ovviare a tale problematica, la legislazione del Delaware (artt. 211 ss. *Delaware Code*) dal 2009 riconosce la possibilità al CdA di fissare due diverse *record dates*: *i*) la prima serve per individuare i destinatari dell’avviso di convocazione (potenzialmente ammessi a partecipare all’assemblea); mentre *ii*) la seconda, molto vicina o addirittura coincidente con lo stesso giorno del *meeting*, individua chi, tra i primi, è di fatto legittimato a votare. In altre parole, per potere partecipare e votare in assemblea si deve mantenere la titolarità delle azioni dal giorno della prima data di registrazione alla seconda. (DE LUCA, N. (2017), *European company law: text, cases and materials*, pp. 315-316). Per un confronto con il modello statunitense si rimanda, in particolare, a DE LUCA, N. (2010) *Titolarità vs legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, pp. 313 ss.; EREDE, M. (2012), *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*, pag. 59

¹⁸² Per *covered short selling* si intende, infatti, la vendita allo scoperto quando il venditore ha presto a prestito, o quanto meno ha assunto l’impegno di prendere a prestito) le azioni che si intende “shortare”. In caso contrario si dice, invece, che la *short selling* è *naked*. (HOWELL, E. (2016), *Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis*, pag. 6).

troverebbe nella singolare posizione di poter esercitare il diritto di voto relativo alle azioni su cui, per definizione, ha assunto una “*posizione ribassista*”¹⁸³. Infatti, lo schema tipico, come ricostruito in dottrina¹⁸⁴, – ed oggi obbligatorio a seguito dell’emanazione del Regolamento UE n. 236/2012¹⁸⁵ – della vendita allo scoperto prevede che si prendano “[*le azioni*] in prestito per poi rivenderli, riacquistane il tantundem eiusdem generis, quando il loro prezzo sia calato, riconsegnarli e lucrare quindi la differenza”. Senonché, nella fattispecie in esame – ed in aggiunta a tale ricostruzione – il venditore potrà influenzare direttamente il prezzo delle azioni, ad esempio, non votando a favore di delibere certamente vantaggiose per la società¹⁸⁶, così da causarne una diminuzione di valore e da poterle riacquistare ad un prezzo più vantaggioso, conseguendo, di conseguenza, un profitto.

¹⁸³ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 44. La questione è stata analizzata, inoltre, in CLOTTENS, C. (2012), *Empty voting: a European perspective*, pag. 5

¹⁸⁴ Questa la ricostruzione in MAURA, A. (2017), *Il contratto di riporto e il contratto di prestito titoli*, pag. 824. In argomento si veda, inoltre, ANSON, M. J. P., FABOZZI, F. J. e JONES, F. J. (2011), *The handbook of tradition and alternative investment vehicle: investment characteristics and strategy*, pp. 246 ss.

¹⁸⁵ In Europa, infatti, la vendita allo scoperto è lecita – ai sensi dell’art. 12 Regolamento UE n. 236/2012 – solo qualora sia assistita da un contratto di prestito titoli. (SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 44, nt. 96). Anche il regime normativo vigente oltreoceano – a seguito dell’adozione da parte della SEC della *Regulation SHO* – ha accolto lo stesso principio, secondo il quale è “*prohibit[ed] [to] a broker-dealer from accepting a short sale order unless it has arranged to borrow the security or has reasonable grounds to believe that it will be able to borrow it before the settlement date*”. (FINNERTY, J. D. (2005), *Short selling, death spiral convertibles, and the profitability of stock manipulation*, pag. 10). Per ulteriori considerazioni sulla riforma regolamentare statunitense si veda REED, A. V. (2013), *Short Selling*, pp. 250 ss.

¹⁸⁶ La dottrina statunitense definisce un soggetto che si trova in una situazione simile come “*negative voter*”. (COHEN, J. (2008), *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, pag. 241; MARAIS, D. (2015), *Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting*, pag. 184). Alternativamente a tale strategia, gli investitori/*short seller* che vogliono comunque ridurre “*artificially*” il prezzo delle azioni, cui l’operazione si riferisce, potrebbero creare – attraverso, ad esempio, creare “*artificial supply-demand imbalances*”. In argomento in particolare, FINNERTY, J. D. (2005), *Short selling, death spiral convertibles, and the profitability of stock manipulation*, pp. 3 ss.; mentre per ulteriori considerazioni sulle cc.dd. “*negative price spirals*” e la regolamentazione a livello europeo si veda PAYNE, J. (2012), *The regulation of short selling and its reform in Europe*, pp. 433 ss.

CAPITOLO II

UTILIZZO DEI DERIVATI DI EQUITY NEL MERCATO PER IL CONTROLLO SOCIETARIO

Sommario: SEZIONE I: Inquadramento del fenomeno della decoupling. – 2.1 La dissociazione (decoupling). Empty voting. – 2.2 Hidden (morphable) ownership. – SEZIONE II: Analisi dei leading cases nella giurisprudenza italiana e statunitense. – 2.3 “Occultamento” della partecipazione di controllo e l’o.p.a. obbligatoria. Il caso Fiat. – 2.3.1 (segue): La vicenda. – 2.3.2 (segue): La decisione della Consob. – 2.3.3 (segue): Considerazioni conclusive. – 2.4 “Occultamento” della partecipazione di controllo e la strategia “attivista” di valorizzazione della propria posizione. Il caso CSX/TCI. – 2.4.1 (segue): La vicenda. – 2.4.2 (segue): La decisione della South District Court di New York. – 2.4.3 (segue): Considerazioni conclusive. – 2.5 “Svuotamento” del voto e la conclusione di un c.d. arbitraggio su fusione. Il caso Perry/Mylan. – 2.5.1 (segue): La vicenda. – 2.5.2 (segue): Considerazioni conclusive. – SEZIONE III: Profili critici della decoupling nei rapporti tra soci. – 2.6 Democrazia degli shareholders e principio dello one share – one vote. – 2.6.1 (segue): Ulteriori considerazioni sugli agency problems e sull’ “attivismo” dei fondi hedge. – 2.7 Configurabilità di un conflitto all’interno della compagine sociale. Prime osservazioni a partire dalla tradizionale c.d. “vendita del voto”. – 2.8 La decoupling nella disciplina del conflitto di interessi ai sensi dell’art. 2373 c.c. – 2.9 La decoupling come “abuso” di maggioranza: tra il principio di correttezza e buona fede e ... – 2.9.1 (segue): ... i fiduciary duties. – 2.9.2 (segue): Cenni sulla protezione della maggioranza e il c.d. “swing vote”.

SEZIONE I – INQUADRAMENTO DEL FENOMENO DELLA

DECOUPLING

2.1 La dissociazione (decoupling). Empty voting

Nel corso del capitolo precedente sono stati studiati ed analizzati i principali strumenti che possono dar luogo al fenomeno della *decoupling*. In particolare, è stato evidenziato come i derivati di *equity*, unitamente ad istituti tradizionali

nell'ambito del diritto azionario italiano (quali la vendita a termine di azioni, il riporto e il prestito titoli), possono causare una dissociazione della partecipazione azionaria separando la proprietà economica delle azioni dal diritto di voto.

Il descritto fenomeno, realizzato attraverso complesse tecniche finanziarie, come si avrà modo di specificare meglio nel corso della trattazione, sul piano giuridico porta con sé problematicità di non scarso rilievo.

In particolare, la *decoupling* si pone in netto contrasto con uno dei principi cardine del diritto societario dei paesi occidentali¹⁸⁷, e cioè la “*democrazia plutocratica degli azionisti*”, a tenore del quale, il potere economico e la proprietà della ricchezza sono legate da una stringente proporzionalità. Ciò significa – come precisato da autorevole dottrina – che: “*colui che più rischia col proprio investimento azionario deve avere, in proporzione, un maggiore numero di voti, una maggiore parte di utili e una maggiore quota di liquidazione*”¹⁸⁸.

In realtà, a ben vedere, le problematiche causate da tali tecniche vanno ben oltre, e le numerose analisi empiriche del fenomeno della *decoupling* hanno dimostrato come le strategie cc.dd. di “voto vuoto” e “proprietà occulta” vengano realizzate per lo più in prossimità di assemblee convocate per la deliberazione di operazioni straordinarie, tra le quali in particolare acquisizioni e fusioni. In questi contesti, infatti, i derivati di *equity* sono stati utilizzati per il perseguimento di svariate strategie aziendali che, ponendosi nella maggior parte dei casi su piani di natura “extrasociale”¹⁸⁹, acquisiscono o generano situazioni di potenziale conflitto di interesse¹⁹⁰.

Questo capitolo avrà proprio ad oggetto i risvolti giuridici che l'utilizzo di derivati di *equity* ha nel mercato per il controllo societario.

¹⁸⁷ In questi termini, tra i tanti, LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 316

¹⁸⁸ Così, ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCIANO, N. (2014), *La deviazione del principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici Consob, pag. 24

¹⁸⁹ Con ciò intendendosi obiettivi estranei all'interesse sociale.

¹⁹⁰ A volte tali fenomeni possono sfociare in condotte, perfino rilevanti sul piano penalistico, quali ad esempio la manipolazione del mercato.

Partendo dallo studio dei principali casi giurisprudenziali degli ordinamenti italiano e statunitense – con il quale verranno messe in luce proprio quelle strategie aziendali che spingono i grandi investitori istituzionali a dissociare la propria partecipazione azionaria – si intende inquadrare il fenomeno in chiave comparata, in entrambi i sistemi giuridici.

Prima di tutto, è necessario fornire una definizione di *decoupling*. Questa è la situazione in cui una partecipazione azionaria viene privata dei suoi caratteri essenziali, in modo tale da creare un disallineamento tra chi ha la proprietà economica delle azioni e chi detiene il diritto di voto.

Con riferimento all'ordinamento italiano, il contrasto con l'art. 2347 c.c. risulta netto ed evidente, stabilendo il richiamato articolo che: “le azioni sono indivisibili”. Da questa norma la dottrina classica¹⁹¹ ha elaborato una definizione di azione secondo cui: “ogni azione costituisce una partecipazione sociale ed attribuisce al suo titolare un complesso unitario di diritti e poteri di natura amministrativa (ad esempio, diritto di intervento e di voto nelle assemblee, diritto di impugnare le delibere assembleari invalide, diritto di esaminare determinati libri sociali), di natura patrimoniale (diritto agli utili, diritto alla quota di liquidazione) ed anche a contenuto complesso amministrativo e patrimoniale (diritto di opzione, diritto all'assegnazione di azioni gratuite, diritto di recesso)”.

In realtà, come evidenziato da autorevole dottrina¹⁹², il principio di indivisibilità della partecipazione azionaria si riferisce al mero “*problema (che tecnicamente si risolve in via statutaria) delle condizioni minime per assumere la qualità di socio*”.

¹⁹¹ Si vedano per tutti: CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 198 – 199; COTTINO, G. (1976), *Diritto commerciale vol. I*, pag. 581 ss. e DI SABATO, F. (2011), *Diritto delle società*, pag. 252.

¹⁹² Infatti, come sottolineato da C. Angelici “[l]a regola posta dall'art. 2347 cod.civ. corrisponde a (ed esprime) la particolare tecnica organizzativa della società per azioni: quella per cui si procede, in via astratta ed a prescindere dalla posizione dei soci, alla predeterminazione di partecipazioni tipo e di esse, le azioni appunto, ci si avvale quale unità di misura per l'esercizio dei diritti sociali. Ne risulta, per quanto qui principalmente interessa, che l'individualità dell'azione non tanto si spiega per le sue caratteristiche di res, non quindi con riferimento all'ipotesi dell'art. 1112 cod.civ., quanto per l'esigenza di rispettare le valutazioni di autonomia privata sulla cui base si è statutariamente determinata l'unità azionaria.” Così, ANGELICI, C. (1985), *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, pag. 125.

Da tale principio la dottrina prevalente ha desunto l'ulteriore principio di inscindibilità dell'azione: "il divieto cioè, sia per la società sia per il socio, di attribuire a soggetti diversi la titolarità dei singoli diritti, salvo che non si tratti di diritti di credito già maturati verso la società"¹⁹³. Ed è proprio riguardo a quest'ultimo che la *decoupling* si pone in contrasto.

In chiave comparatistica si ritiene opportuno segnalare come, diversamente dal nostro ordinamento, il *Delaware Code* non contenga alcuna previsione al riguardo. La *Section 151(a)* si limita piuttosto a riconoscere la possibilità, per le *corporations*, di emettere azioni sia con che senza valore nominale, o ancora classi o serie di azioni con poteri di voto, pieno o limitato, o senza nessun potere di voto¹⁹⁴. Quindi, se da una parte il legislatore statunitense non autorizza espressamente la *decoupling*, dall'altra non impone neanche un divieto così rigido come quello previsto dal codice civile italiano o da altri ordinamenti europei, tra i

¹⁹³ Così CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pag. 197, nt. 5, a cui rimando anche per l'ulteriore bibliografia. Ancora, secondo M. Presutti, "il principio di inscindibilità dell'azione è una regola fondamentale nel diritto delle azioni e comporta che, fuori dei casi previsti tassativamente dalla legge, i diritti sociali spettano solo e soltanto al socio. Una deroga, però, esiste in materia di costituzione di pegno e usufrutto sulle azioni" (PRESUTTI, M. (2008), *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso nella vendita a termine iniziale di azioni*, pag. 928, nt. 30).

La *ratio* del divieto di scindibilità della partecipazione azionaria è stata cercata, come è stato sottolineato da M. Cian e L. Provasi, "nella causa stessa del rapporto societario, muovendo dall'idea che, dovendo l'azione replicare la struttura causale della società, resterebbe per ciò stesso preclusa la possibilità di spezzare il legame tra le diverse sue componenti"; tuttavia, gli stessi autori ritengono che una tale lettura del principio in esame non è più del tutto convincente a causa della mancanza di "tratti contenutistici esclusivi dell'azione, rispetto ai differenti rapporti di investimento partecipativo oggi costituibili dalla s.p.a.". La questione è certamente molto complessa, specialmente in un quadro normativo, quale è quello attuale, teso a superare "ogni rigidità di schemi" (quest'ultima questione che sarà ripresa successivamente in merito all'attualità del principio di democrazia plutocratica degli azionisti); ciononostante, la possibilità di definire una "geometria di sistema all'interno delle società di capitali" permette di giustificare l'accettazione del principio di indivisibilità della azioni così come è stato elaborato dalla dottrina classica (CIAN, M. e PROVASI, L. (2015), *Art. 2347 – Indivisibilità delle azioni*, pag. 901). Per un ulteriore approfondimento sul punto si veda: OTTIERI, L. (2004), *Appunti in tema di leasing di titoli azionari*.

¹⁹⁴ Testualmente: "Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof [..]".

quali il più rigido nel vietare la dissociazione della partecipazione azionaria è sicuramente quello tedesco¹⁹⁵.

Ciononostante, la dottrina statunitense si è da sempre espressa a sfavore, cioè non ammettendo il trasferimento del diritto di voto a terzi senza il corrispondente rischio economico, pur rilevandosi un recente orientamento della giurisprudenza del *Delaware* che ha optato per l'introduzione di alcune limitazioni al principio di inscindibilità⁽¹⁹⁶⁾⁽¹⁹⁷⁾.

Nel descritto quadro normativo, i derivati di *equity* sono stati utilizzati per realizzare la *decoupling* in quanto, come si è già avuto modo di vedere nel corso del capitolo precedente, questi strumenti finanziari riproducono sinteticamente l'andamento di una partecipazione azionaria, senza ovviamente attribuire alcun diritto di voto ai relativi possessori. Di conseguenza gli investitori istituzionali sottoscrivendo tali contratti riescono a dissociare partecipazioni azionarie senza violare il principio inderogabile di indivisibilità ed inscindibilità dell'azione, così da ricoprire, a seconda dei casi, la posizione di *empty voter* o *hidden owner*.

Per meglio comprendere quanto appena detto è necessario, a questo punto, analizzare separatamente le due situazioni.

In particolare, la locuzione *empty voting*, secondo la dottrina nordamericana¹⁹⁸, si riferisce alla situazione in cui il diritto di voto viene *svuotato* del correlativo

¹⁹⁵ Ci si riferisce, in particolare al principio del c.d. *Abspaltungsverbot*, ossia alla “non trasferibilità dei diritti degli azionisti” – stabilito dall’art. 717 del *BGB*. (RINGE, W. G. (2016), *The deconstruction of equity: activist shareholders, decoupled risk, and corporate governance*, pp. 82 – 83)

¹⁹⁶ Ibid.

¹⁹⁷ *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1982); *Weinberger v. Bankston*, 1987 WL 20182 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1987); *Crawford v. Cincinnati Bell, Inc. (In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation)*, 1999 WL 1009174 (Court of Chancery of Delaware 1999); *Hewlett v. Hewlett Packard Co.*, 2002 WL 549137 (Court of Chancery of Delaware 2002); *Crown EMAK Partners, LLC v. Kurz*, 992 A.2d 377 (Supreme Court of Delaware 2010)

¹⁹⁸ In particolare, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*

interesse economico, in quanto la proprietà economica spetta ad un soggetto diverso da quello che esercita il voto¹⁹⁹.

Onde evitare di incorrere in vizi di natura meramente terminologica è bene chiarire subito una questione. La proprietà economica (*economic ownership*) non può esser fatta coincidere con i diritti patrimoniali – tra cui il più importante, ai fini che qui rilevano, è il diritto agli utili – contenuti nella partecipazione azionaria, in quanto, se così fosse, il contratto attraverso il quale venga trasferita la proprietà economica risulterebbe automaticamente nullo ai sensi dell'art. 1418 c.c. perché contrario a norme imperative, quali gli artt. 2347 e 2348 c.c.²⁰⁰. Al contrario, gli autori statunitensi riconoscono espressamente la possibilità di acquistare la proprietà economica sia direttamente, attraverso la detenzione di una partecipazione azionaria, che indirettamente (*rectius*: “in via sintetica”), tramite la sottoscrizione di derivati di *equity*. Ora, se è pur vero che l'ordinamento del Delaware non presenta un divieto di scindibilità delle azioni, al pari di quello italiano e tedesco, non ci si può spingere sino a riconoscere la liceità di contratti che prevedono concretamente il trasferimento dei diritti patrimoniali – tra tutti il diritto a ricevere i dividendi – a soggetti *terzi*.

Con il termine proprietà economica la dottrina si riferisce meramente ai “*rendimenti economici associati alle azioni*”²⁰¹, includendo di conseguenza anche il *capital gain*. Si può dire quindi che questa corrisponde alla titolarità dei diritti

¹⁹⁹ Così, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 630

²⁰⁰ Sulla concezione degli artt. 2347 e 2348 come norme imperative si veda per tutti: REBECCA, G. e BAGGIO, F. (2005), *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e quote*, pag. 219. E' bene precisare che per diritto agli utili mi riferisco alla mera *aspettativa* del socio alla distribuzione degli utili, e cioè alla titolarità “*di una situazione soggettiva prodromica all'acquisto, nella propria sfera patrimoniale, del diritto alla distribuzione degli utili*” (BRUNO, N. A. (2001), *La giurisprudenza sul diritto agli utili del socio di società per azioni*, pp. 5 – 6). Per cui sarebbe perfettamente lecito il contratto con il quale venisse trasferito il diritto agli utili dopo che l'assemblea ne abbia deliberato la distribuzione, in quanto tale diritto spetta al socio, come sottolineato da M. Cian e L. Provasi, “*non all'interno, ma nei confronti della società rispetto ai quali egli si pone alla stregua di un terzo, pur trovando titolo, i medesimi, pur sempre nel rapporto sociale*” (CIAN, M. e PROVASI, L. (2015), *Art. 2347 – Indivisibilità delle azioni*, pag. 901).

²⁰¹ HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 824

patrimoniali se, e solo se, spetta a chi formalmente detiene la relativa partecipazione azionaria.

In questo contesto il ruolo che svolgono i contratti derivati risulta essenziale. Così, prendendo come esempio il *total return equity swap*, al contraente in *posizione lunga* – nel caso specifico all'*equity swap receiver* – il contratto attribuisce un diritto a ricevere gli eventuali apprezzamenti del sottostante (*equity amount*) e una somma eguale ai dividendi eventualmente distribuiti nel corso della durata del contratto. (*dividend amount*).

La particolarità di una situazione di questo genere è che, da un punto vista meramente economico-finanziario, il *receiver* e l'azionista risultano essere sostanzialmente identici in quanto ricevono entrambi la stessa quantità di denaro (e subiscono le stesse perdite), a condizione ovviamente che il sottostante del derivato sia composto da un numero di azioni pari a quelle detenute dal socio.

Al contrario, si differenziano nettamente da un punto di vista giuridico perché anche se entrambi sono proprietari economici, solo l'azionista gode dello *status* di socio, con tutto ciò che questo comporta – ad esempio, la titolarità dei *diritti di voce*.

Il derivato azionario, così delineato, non fa altro che replicare sinteticamente i flussi di cassa generati dalle azioni. In questo modo risulterà perfettamente lecito²⁰² attribuire la titolarità della proprietà economica relativa ad una partecipazione azionaria a soggetti estranei al rapporto sociale poiché i diritti patrimoniali rimangono sempre in capo al socio.

A questo punto la definizione di *empty voter* risulta più chiara: questo non è altro che il socio che, sottoscrivendo un derivato di *equity*, trasferisce la proprietà economica relativa alla partecipazione azionaria alla sua controparte trovandosi così nella singolare posizione di esercitare i propri diritti amministrativi, concorrendo alla gestione della società, senza tuttavia sopportare in alcun modo il

²⁰² La liceità del contratto va letta in relazione alle problematiche precedentemente evidenziato riguardanti la violazione del principio di inscindibilità della partecipazione azionaria, mutuato come si è visto dalla dottrina classica dall'art. 2347 c.c. (avete natura di norma imperativa)

rischio economico correlato all'investimento effettuato²⁰³. Di qui, il pericolo di determinazioni di voto assolutamente arbitrarie e irragionevoli, ovvero consapevolmente prese in danno alla società o degli altri azionisti per il perseguimento di interessi propri (o altrui, come può avvenire nel caso di "occultamento" della proprietà) che nulla hanno a che fare con l'attuazione del rapporto sociale²⁰⁴.

Occorre, a questo punto, chiarire l'ultimo tassello di questo complesso *puzzle*. Come si è precedentemente sottolineato, *condicio sine qua non* per svuotare l'azione dal diritto di voto è che un socio rivesta anche la qualifica di *equity amount payer* in un *TRES*, avente come sottostante la stessa quantità di azioni da questo detenuta. Si ipotizzi ora che l'assemblea della società X deliberi la distribuzione degli utili ai soci; in tale occasione l'*empty voter* sarà, contemporaneamente, parte di due diversi rapporti giuridici, in quanto è: a) titolare nei confronti della società di un diritto di credito alla distribuzione degli utili²⁰⁵; e b) debitore verso l'*equity amount receiver* per una somma uguale all'ammontare del credito che vanta nei confronti della società.

Nel momento in cui entrambe le prestazioni sono state eseguite il risultato che, in un'ottica meramente economica, ne segue, è l'incasso da parte del *receiver* del debito che la società ha nei confronti del socio. Questo, però, non avviene

²⁰³ I flussi di casa generati dalla partecipazione azionaria (comprese le eventuali perdite da deprezzamento) sono integralmente coperti da quelli generati, per la parte in posizione corta, dal *TRES*.

²⁰⁴ In questi termini, GUERRERA, F. (2017), *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, pag. 191

²⁰⁵ Secondo l'orientamento prevalente, avallato dalla giurisprudenza di legittimità con la sentenza n. 2959 del 1993, tale diritto, infatti, sebbene insito nello *status* di socio per quanto attiene al suo profilo astratto, acquista in realtà la caratteristica di un vero e proprio diritto di credito solo attraverso la deliberazione assembleare che dispone l'erogazione ai soci degli utili realizzati. "Un orientamento giurisprudenziale minoritario ha, invece, riconosciuto l'esistenza del diritto alla ripartizione periodica degli utili che si acquista nel momento stesso in cui si diventa soci. Di conseguenza, ha attribuito alla deliberazione assembleare il "carattere complesso di dichiarazione di scienza" in seguito alla quale sorge il credito al dividendo. Secondo tale impostazione il diritto al dividendo preesiste alla deliberazione assembleare: con questa diviene solo perfetto" (BRUNO, N. A. (2001), *La giurisprudenza sul diritto agli utili del socio di società per azioni*, pp. 5 e 7). Si ricordi che il diritto agli utili, di cui sia stata deliberata la distribuzione, si sottrae invece al principio di inscindibilità (CIAN, M. e PROVASI, L. (2015), *Art. 2347 – Indivisibilità delle azioni*, pp. 901 – 902)

direttamente come accadrebbe in caso di una cessione del credito²⁰⁶ ai sensi degli artt.1260 – 1267 c.c., dove il terzo – che con un azzardo può esser assimilato al *receiver* – subentra al creditore originario. Nel nostro caso sarà infatti il socio/*payer* a corrispondere al *receiver* l'importo da lui ricevuto come utile sulla base di un rapporto con quest'ultimo, traente origine dal contratto derivato, che è completamente autonomo e distinto dal rapporto sociale.

L'unicità della dissociazione della partecipazione azionaria realizzata attraverso i derivati, che la differenzia da quella ottenuta tramite le altre tecniche risiede proprio nella creazione di una partecipazione sintetica che pur affiancandosi a quella azionaria, ne rimane tuttavia separata²⁰⁷.

Nell'ordinamento italiano infatti sia le dissociazioni della partecipazione azionaria realizzate attraverso operazioni “a cavallo” della *record date* che quelle dovute alla stipulazione di contratti di prestito titoli, di riporto e vendita a termine di azioni, esplicano – sebbene siano tutte situazioni differenti tra loro – i loro effetti direttamente sulle azioni, avendo di conseguenza incidenza sul piano societario. In tutte, anche se in modo diverso, la dissociazione è la conseguenza del trasferimento del bene azione, con conseguente modifica della compagine sociale. Al contrario, la dissociazione realizzata attraverso i derivati di *equity*, non comporta alcun trasferimento delle azioni, non intaccando minimamente l'assetto proprietario della società²⁰⁸.

²⁰⁶ Caratteristica principale dell'istituto della cessione del credito è che il rapporto obbligatorio tra debitore e creditore rimane identico, ciò che cambia è solamente il creditore.

²⁰⁷ Come ha sottolineato A. Sorace, “*il rapporto che si viene a creare fra le parti non dispiega i suoi effetti sul piano societario e del resto la società, se non per profili attinenti alla trasparenza degli assetti proprietari o alla disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, rimane indifferente all'esecuzione del contratto* (SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pag. 88)

²⁰⁸ Quando la *decoupling* è realizzata attraverso i derivati azionari il proprietario economico è un soggetto esterno alla società, e il suo diritto a ricevere i frutti generati dalle azioni trova la sua fonte in uno strumento finanziario che replica solamente la partecipazione azionaria, rimanendone tuttavia distinto. I diritti amministrativi e patrimoniali rimangono saldamente in capo al socio (*payer*). Nel riporto, invece, ai sensi dell'art. 1550, c. 1 c.c. il riportato, anche se si è spogliato della proprietà delle azioni per tutta la durata del contratto, mantiene il diritto alla riscossione dei dividendi *medio tempore* distribuiti. Situazione ancora più patologica è quella che caratterizza le operazioni realizzate a cavallo della *record date*, in quanto queste generano una situazione in cui il diritto di voto spetta all'ormai ex socio, mentre al nuovo socio appartengono solo i diritti patrimoniali. Al contrario, nel contratto di prestito titolo questa differenza risulta essere netta. Il prestatario, sottoscrivendo il contratto, acquisterà la proprietà delle azioni – con i relativi

Appare dunque utile differenziare terminologicamente le due categorie di *decoupling* in base al piano su cui si pongono: dissociazione “sintetica” – in quanto extrasociale – con riferimento alla *decoupling* realizzata attraverso i derivati azionari e dissociazione “pura” con riferimento a quella realizzata con le altre tecniche.

2.2 (segue): *Hidden (morphable) ownership*.

Per completare il quadro è ora necessario soffermarsi sull’altra fattispecie di cui, sempre secondo la dottrina statunitense²⁰⁹, si compone la *decoupling*.

Accanto al fenomeno dello “*svuotamento*” del voto si colloca infatti la situazione in cui si trova la parte in *posizione lunga* di un derivato azionario, titolare della proprietà economica di una partecipazione azionaria, la quale può definirsi di *hidden owner*. Ciò poiché tale soggetto dovrà sostenere i rischi dovuti all’investimento in una data società – con conseguente esposizione a perdite o a realizzazione di profitti – senza esserne tuttavia azionista, e quindi senza godere dei relativi diritti amministrativi.

Il termine “*hidden ownership*” deriva dal fatto che nel momento in cui la miglior dottrina sul punto²¹⁰ iniziava ad analizzare il fenomeno, la “*proprietà economica*” di per sé sfuggiva alle leggi sulla trasparenza dei vari ordinamenti giuridici (Italia e Stati Uniti compresi), rimanendo quindi “*nascosta*”²¹¹.

diritti amministrativi e patrimoniali –, ma egli dovrà restituire quanto riscosso *medio tempore* al prestatore – su cui continuano comunque a gravare le oscillazioni del prezzo delle azioni – alla scadenza del contratto di prestito. Nel prestito la restituzione di quanto ricevuto al prestatore potrebbe essere assimilata al pagamento del *dividend amount* al *receiver*, eppure vi è una rilevante differenza: la fonte del diritto alla restituzione del prestatore può esser sempre ricondotta alle azioni, infatti egli al termine dell’operazione ne ridiventerà il proprietario (come sottolineato in CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pag. 96); certezza che, salvo il caso di *physical-settlement*, non c’è nei derivati.

²⁰⁹ Si rimanda alla nt. 198

²¹⁰ Si rimanda alla nt. 198

²¹¹ Così FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 630.

Senza anticipare analisi che verranno svolte nel corso del capitolo III, si può comunque precisare che, a seguito di importanti riforme normative, la proprietà economica è stata sotto alcuni aspetti

Tuttavia, se ci si fermasse a considerare la proprietà occulta come mero interesse economico di un “*non socio*”, si rischierebbe di tralasciare problematiche di notevole importanza.

Difatti, l’investitore interessato ad ottenere un’esposizione positivamente correlata ad alcune azioni, sottoscriverà un derivato azionario con una controparte – banca d’investimento o intermediario – che, al contrario, non ha alcun interesse a sopportare il rischio finanziario insito nella stipulazione di tali contratti²¹², e di conseguenza tenderà a coprirsi comprando lo stesso numero di azioni che rappresentano il sottostante dello strumento finanziario derivato²¹³ (cc.dd. *hedge shares*). Infatti, il guadagno dell’intermediario deriva dall’attività professionale prestata, anziché dalla “scommessa” sul futuro andamento della società (la *posizione corta* guadagna se le azioni perdono di valore, e subisce nel caso opposto)²¹⁴. L’intermediario sarà quindi un *empty voter* non interessato alla gestione societaria. Tuttavia, secondo una prassi di mercato, che non ha alcun vincolo legale dovuto alla stipulazione del contratto²¹⁵, è frequente che la parte in *posizione lunga* si aspetti che la controparte, gli venda le azioni al termine del

“*catturata*” dai vari legislatori, che hanno previsto un’apposita disciplina. Ciononostante, per ragioni di praticità, si farà riferimento al fenomeno come “*proprietà occulta*”.

²¹² Così ad esempio, in un *total return equity swap*, come si è avuto modo di vedere nel capitolo I, in caso di aumento del valore delle azioni e/o di distribuzione di utili, la parte in posizione corta dovrà pagare alla controparte: la differenza rispetto al prezzo di inizio contratto e un ammontare uguale alla somma di quanto distribuito dalla società in relazione al numero di azioni sottostanti

²¹³ La stessa *United States Court of Appeals, Second Circuit* nel caso che si discuterà a breve, *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, nell’*opinion* del Giudice Jon O. Newman, sottolinea come “*Although the swap contracts did not require the short parties – the banks – actually to own any CSX shares, the Funds understood that the banks most likely would hedge their short swap position by purchasing CSX shares in amounts matching the number of shares referred in the swaps, and the banks generally did so*”; allo stesso modo anche: LO PO’, L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*, pag. 205; LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, pag. 1432; DE NARDIS, E. e TONELLO, M. (2010), *Know your shareholders: the use of cash-settled equity derivatives to hide corporate ownership interests*, pag. 2; FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pag. 127. Per un’analisi più approfondita sulla copertura delle posizioni corte in derivati azionari si veda, inoltre, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pp. 33 - 39

²¹⁴ In questi termini, LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, pag. 1432

²¹⁵ Così, LO PO’, L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*, pag. 208, nt. 32

contratto²¹⁶ e/o che egli eserciti il diritto di voto in accordo con le sue preferenze. Questo avviene perché gli intermediari finanziari solitamente non vogliono vedersi gravare rischi economici sui contratti stipulati, mentre tendono a voler mantenere i rapporti personali e professionali con i propri clienti²¹⁷.

Questa particolare situazione è stata definita “*hidden (morphable) ownership*”, proprio a causa della possibilità di tramutare – da cui il verbo “*to morph*” – la posizione di un soggetto che ha esclusivamente una esposizione economica ad un determinato titolo in una posizione che comprenda tanto l’esposizione economica quanto i relativi diritti di voto²¹⁸ (anche se tale diritto è esercitato informalmente).

Così interpretata, la proprietà occulta risulta essere l’altro lato della medaglia rispetto al voto vuoto²¹⁹, dal quale si differenzia per i “motivi” che spingono un investitore a voler dissociare una partecipazione azionaria separando la proprietà economica delle azioni dal diritto di voto: se nel voto vuoto si vuole “accumulare” potere di voto, senza tuttavia dover sopportare il rischio economico dovuto

²¹⁶ Ovviamente se il *TRES* è *physical-settled* la consegna delle azioni è, invece, parte del contratto ed è quindi dovuta.

²¹⁷ Sempre con riferimento al caso CSX/TCI, la *United States District Court, S.D. New York*, nell’*opinion* del Giudice Kaplan, evidenzia come “*patterns of behavior made it possible for TCI to predict the likelihood of that vote and place its swap transactions accordingly*” in ragione delle *business relations* con le banche con cui ha sottoscritto gli *equity swaps*.

Secondo De Nardis e Tonello il rifiuto del *dealer* di vendere le azioni allo scadere dello *swap* può voler dire compromettere una profittabile relazione d’affari. Gli autori riprendono un *report* sulle transazioni esame del *Code Committee of the United Kingdom’s Panel on Takeovers and Mergers* dove è detto che “*frequently the expectation of a long swap equity holder that the derivatives dealer would “ensure” that the shares are available to be voted by its customer and/or sold to the customer upon termination or expiration of the contractual relationship*”, (DE NARDIS, E. e TONELLO, M. (2010), *Know your shareholders: the use of cash-settled equity derivatives to hide corporate ownership interests*, pag. 2). Ancora, secondo L. Lo Po’ gli intermediari “*may be willing to exercise their voting rights according to the desiderata of their counterparty, which could de facto exercise such voting rights*” e “[...] *may find it more efficient and economically profitable to transfer such shares to the long party at the maturity date of the swap or even earlier, rather than selling them in the market. This is because large equity positions may be difficult to dispose of at favorable economic terms in public trading.*” (LO PO’, L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*, pp. 208 – 209). Allo stesso modo anche in SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto* pp. 139 – 141

²¹⁸SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pag. 118

²¹⁹ “*If one investor acquires more voting rights than economic ownership, someone else must hold more economic ownership than voting rights*”. (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 826)

all'investimento, in vista di un'assemblea, nella proprietà occulta si vuole “nascondere” il proprio possesso azionario al pubblico²²⁰.

Ora, i suddetti “motivi” che spingono gli investitori a realizzare queste tecniche risultano essere funzionali al perseguimento di obiettivi ben determinati. Da qui la necessità di affiancare alla discussione, che altrimenti rimarrebbe per lo più astratta e priva di riscontri pratici, lo studio dei principali casi giurisprudenziali dei due ordinamenti posti in comparazione. Come si vedrà nel corso dei paragrafi successivi, la *decoupling*, ottenuta tramite derivati azionari, è stata realizzata per diverse finalità, tra cui:

a) il mantenimento informale di una partecipazione di controllo, al fine di inibire l'operatività dell'obbligo di o.p.a e comprare così azioni al di sotto del reale prezzo di mercato (caso Fiat)

b) il perseguimento di strategie attiviste pur in assenza della qualifica di socio (caso CSX/TCI);

c) la conclusione di un arbitraggio su fusione diventando azionista di entrambe le società partecipanti nell'operazione, ma “coprendo” totalmente l'esposizione economica in una di queste (caso Perry/Mylan);

Senza anticipare considerazioni future, è bene qui sottolineare come gli obiettivi perseguiti si caratterizzino per un fine squisitamente individualistico.

Ne discende la necessità di vagliare tali pratiche anche alla luce dei possibili risvolti in tema di “conflitto di interessi” e più in generale di abusi in sede di deliberazioni assembleari, specialmente quando esse abbiano ad oggetto operazioni straordinarie della rilevanza di fusioni o acquisizioni.

Sebbene autorevole dottrina²²¹ tenda a circoscrivere le criticità della proprietà occulta alla sola normativa sulla trasparenza e sulle offerte pubbliche, una limitazione del genere potrebbe essere fuorviante.

²²⁰ FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 648

²²¹ “La problematica giuridica della “hidden ownership” ruota intorno ai due temi della trasparenza azionaria e delle condizioni da soddisfare perché sorga il dovere di lascio di un'opa”. (FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 650)

L'analisi empirica dei principali casi dimostra infatti come le strategie perseguite non si sarebbero potute perfezionare senza l'ausilio delle rispettive controparti finanziarie (che per i motivi visti in precedenza, non volendo sopportare il rischio insito nei derivati azionari acquistano realmente le azioni). Di conseguenza, anche la proprietà occulta, seppure in via indiretta, appare idonea a causare situazioni di conflitto di interesse²²².

Allo stesso tempo, è altrettanto incompleta un'analisi che limita i problemi giuridici dello "svuotamento" del voto alla *governance* delle società. Infatti, *condicio sine qua non* per dimostrare un conflitto di interessi o un abuso ai danni della minoranza (o della maggioranza), è l'esistenza di un interesse personale che si ponga in contrasto con quello della società e/o di una parte della compagine sociale, interesse che non può che esser individuato "[...] dalla trasparenza sul contratto derivato e sull'identità del soggetto parte short"²²³. Così, la disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari acquista rilevanza anche in tema di voto vuoto.

Nel proseguo della trattazione mediante l'analisi della casistica giurisprudenziale, si intende:

- i) spiegare concretamente come viene realizzata la dissociazione "sintetica" della partecipazione azionaria;
- ii) capire se i fini concretamente perseguiti dagli investitori professionali – sia attraverso la *hidden (morphable) ownership* che l'*empty voting* – si pongano in conflitto con le norme che regolano lo svolgimento e la deliberazione assembleare;
- iii) supportare la tesi per cui, indipendentemente dall'aspetto su cui ci si voglia soffermare, la disciplina della trasparenza degli assetti proprietari occupi un ruolo

²²² Le quali potrebbero rivelarsi ancor più patologiche dal momento che l'interesse, in ipotetico conflitto, è quello di un soggetto completamente esterno al rapporto sociale. Queste considerazioni risulteranno maggiormente chiarite dopo l'analisi dei casi giurisprudenziali in cui sarà evidente la cooperazione tra il proprietario occulto e l'*empty voter*

²²³ In questi termini, BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, pag. 272

assolutamente fondamentale e – dirimente nel dibattito sulla *decoupling*²²⁴ – per questo meritevole di una trattazione a sé, per la quale si rinvia al capitolo III.

²²⁴ Al riguardo, la miglior dottrina in materia afferma che “[e]ven hedge funds may sometimes hesitate to do publicly what they might do in the dark. Insiders might hesitate, as well. Derivatives dealers might take “reputational risk” into account in deciding whether to facilitate a client’s empty voting”. (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 886)

SEZIONE II – ANALISI DEI *LEADING CASES* NELLA GIURISPRUDENZA
ITALIANA E STATUNITENSE

2.3 “Occultamento” della partecipazione di controllo e l’o.p.a. obbligatoria. Il caso Fiat.

Come precedentemente anticipato, la dissociazione “sintetica” della partecipazione sociale è stata funzionale al perseguimento di svariate strategie “aziendali”.

Un ottimo esempio di utilizzo dei derivati di *equity* a fini “dissociativi” apprezzabile nel contesto giuridico italiano, si può rinvenire quando un soggetto intende eludere l’esercizio della c.d. o.p.a. obbligatoria.

Così, all’epoca dei fatti che ci si appresta ad analizzare²²⁵, il socio che avesse voluto aumentare (o mantenere) il suo controllo su una società senza incorrere nell’o.p.a. obbligatoria totalitaria (art. 106, c. 1 TUF) ovvero obbligatoria da consolidamento (art. 106, c. 3, lett. b TUF) “occultando” la sua ulteriore partecipazione al mercato, avrebbe potuto sottoscrivere dal *lato lungo* un derivato azionario *cash-settled* con sottostante le azioni della società *target*, ed esercitare il controllo “informale” attraverso la collaborazione della controparte finanziaria che contemporaneamente avesse acquistato (per le ragioni già dette nel par. 2.2) le *hedge shares*, in modo da creare una sorta di *riserva* di azioni non dichiarata al mercato²²⁶.

²²⁵ E cioè prima delle delibere Consob n. 17731/2011 e 17919/2011 rispettivamente introduttiva dell’art. 44-ter RE e modificativa dell’art. 119 RE

²²⁶ Infatti, la disciplina previgente prevedeva, “*ai fini del superamento della soglia [...] che determina il sorgere dell’obbligo di offerta pubblica, l’irrelevanza della titolarità in quanto tale di strumenti derivati (regolati sia in contanti che con consegna fisica del sottostante)*”, che al contrario era significativa nella comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Infatti, “*nel caso di contratti o strumenti che prevedono un regolamento in contanti, ma siano comunque utilizzati per acquistare o vendere in termini reali un titolo quotato, la comunicazione al mercato della posizione in acquisto o in vendita di fatto viene procrastinata sino al momento di conclusione dell’operazione, perdendosi in tal modo quell’effetto “anticipatorio” dell’informativa sugli assetti proprietari sotteso agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni potenziali*”. (CONSOB (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 8, 11)

Come evidenziato dalla dottrina²²⁷, una possibile evoluzione della situazione così prospettata potrebbe essere che il socio/*hidden owner*²²⁸ risolva il derivato – a seguito tuttavia di una previa modifica pattizia delle condizioni contrattuali passando dalla clausola *cash-settled* a quella *physical-settled*²²⁹ – nel momento in cui l’obbligo di o.p.a. viene meno (ad es. a seguito di un’operazione diluitiva) procurandosi così l’immediata disponibilità delle azioni a prezzo contenuto.

Pare rispecchiare proprio questa strategia l’operazione, che si appresta ad essere analizzata, realizzata dai vertici di Fiat.

2.3.1 (segue): La vicenda.

I vertici di Ifil S.p.A. e Giovanni Agnelli & C. S.a.p.A. (capogruppo del Gruppo Agnelli) si trovavano nei primi mesi del 2005 a dover far fronte ad una quasi certa ed imminente diluizione della propria partecipazione in Fiat S.p.A., con conseguente perdita del controllo azionario²³⁰.

In particolare, tale criticità era da ravvisarsi nel fatto che nel settembre 2005 sarebbe scaduto un prestito contratto da Fiat (nel 2002) con un consorzio di banche, in forza del quale, in caso di mancato rimborso, il credito così maturato dalle medesime “*si sarebbe trasformato automaticamente in [...] azioni di nuova*

²²⁷ Così, SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 146

²²⁸ Egli sarà al contempo socio delle azioni detenute e “proprietario occulto” circa la *posizione lunga* ricoperta attraverso la sottoscrizione del derivato di *equity*.

²²⁹ È bene precisare che, come sottolineato nel par. 2.2, anche se il derivato fosse risolto mantenendo la originale clausola *cash-settled* la prassi finanziaria ha mostrato che sarebbe comunque aspettabile una sorta di “conversione” *de facto* con il trasferimento delle azioni dalla controparte al cliente.

²³⁰ Sulla ricostruzione della vicenda giurisdizionale si vedano: Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010; Corte di Cassazione penale n. 40393 del 2012; Corte d’Appello di Torino, sez. I pen., 28/02/2013; Corte di Cassazione penale n. 19915 del 2014. Tali ricostruzioni sono state riassunte, tra i tanti, da: TRINCHERA, T., SASSAROLI, G. e MODUGNO, F. (2013), *Manipolazione del mercato e giudizio di accertamento del pericolo concreto: il caso FIAT*; SPORTA CAPUTI, F. (2008), *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, commento a App. Torino 23/01/2008, pp. 1103 ss.; RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 247 – 250

*emissione di Fiat*²³¹, che sarebbero poi state offerte in opzione agli azionisti. La partecipazione di Ifil in Fiat sarebbe così passata dal 30,6% al 22,7%, in quanto il prezzo di emissioni di tali nuove azioni “*sarebbe stato un prezzo significativamente più alto del prezzo di mercato*”²³² e come tale “*non conveniente per gli azionisti*”²³³.

Inoltre, le opzioni disponibili per Ifil per mantenere il controllo azionario su Fiat²³⁴ (e quindi la partecipazione superiore al 30%²³⁵) – qualora non fossero stati esercitati i suddetti diritti di opzione – erano considerate, come rivenuto in dottrina²³⁶, finanziariamente onerose.

Di conseguenza, per ovviare a tale problematica, Exor Group S.A. (controllata lussemburghese di Ifil) stipulava con (e su proposta di) Merrill Lynch International (MLI), banca d'affari “*da sempre vicina al gruppo Agnelli*”²³⁷, un contratto di *equity swap* su 90 milioni di azioni Fiat (e cioè il numero di azioni

²³¹ Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pag. 6.

²³² Ibid., pp. 6 – 7.

Infatti, nell'accordo con le banche le parti avevano stabilito che il prezzo di nuova emissione sarebbe stato pari alla media aritmetica tra 15,50 euro e la media ponderata, per le qualità scambiate giornalmente, dei prezzi ufficiali dei sei mesi precedenti il 23 settembre 2005.

²³³ Ibid., pag. 7.

Lo stesso Avv. Grande Stevens (consigliere di Ifil, Ifi ed Exor) aveva sostanzialmente escluso di utilizzare il diritto di opzione (App. Torino, sez. I pen., 21/02/2013, pp. 43 – 44)

²³⁴ In particolare, era principalmente due: a) aspettare la conversione del prestito per acquistare un ulteriore 7% di Fiat, essendo così non solo esposta ad un futuro aumento di prezzo, ma anche obbligata al *lancio* dell'o.p.a. totalitaria (ex art. 106, c.1 TUF); ovvero b) acquistare il 7% immediatamente, sfruttando, inoltre, il deprezzamento delle azioni Fiat. Tuttavia, anche quest'ultima strategia avrebbe comportato l'obbligo di lanciare un'o.p.a. (stavolta di consolidamento ex art. 106, c. 3, lett. b TUF) sul restante capitale della società. (RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 248)

²³⁵ Infatti, come affermato dal teste Portioli – nelle trascrizioni citate nella sentenza – il mantenimento di una partecipazione superiore al 30% “*in una società quotata di grandi dimensioni è importantissimo, perché [...] consente di ritenere ragionevolmente non contendibile la società...per due motivi: in primo luogo perché nel nostro ordinamento c'è una norma che stabilisce che chi acquista a titolo oneroso più del 30% delle azioni con diritto di voto in una società quotata deve lanciare un'OPA obbligatoria sulla totalità del capitale, sicché, per superare la partecipazione di un azionista che ha già più del 30% delle azioni con diritto di voto, [...] si è obbligati a comprare tutto...con un onere finanziario pesante. Inoltre, in assemblea straordinaria, per deliberare, servono i 2/3 delle azioni presenti, sicché un socio che ha il 30% è praticamente in grado di bloccare tutte le deliberazioni dell'assemblea straordinaria...tra cui aumento di capitale, fusioni, scissioni*”. (Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pag. 7)

²³⁶ SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 146, nt. 46; RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 248

²³⁷ Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pag. 8

esattamente corrispondente a quello necessario ad Ifil per mantenere la quota di partecipazione azionaria del 30,6% a seguito della conversione del prestito).

Tale contratto, secondo quanto ricostruito in sede giurisdizionale²³⁸, aveva le seguenti caratteristiche:

i) il contratto prevedeva che MLI acquistasse 90 milioni di azioni Fiat a copertura del rischio acquisito (cc.dd. *hedge shares*), fino a che avessero raggiunto il prezzo di euro 6,00 ad azione;

ii) qualora il prezzo di vendita medio del titolo alla scadenza del contratto fosse stato superiore al suddetto importo, Exor avrebbe incassato la differenza (in caso contrario l'avrebbe incassata MLI);

iii) la scadenza del contratto veniva individuata alla data del 23 dicembre 2006, ma era prevista la possibilità per Exor di chiedere la chiusura anticipata del contratto, anche solo parziale;

iv) veniva esclusa la possibilità di uno scambio periodico di flussi di cassa tra Exor e MLI a meno che il prezzo di mercato di Fiat non fosse sceso di oltre il 20% rispetto al prezzo medio pagato da MLI, caso in cui Exor avrebbe dovuto pagare a MLI la differenza formatasi.

Il contratto, dunque, veniva strutturato come un contratto derivato dal contenuto meramente finanziario non prevedendo la consegna fisica dei titoli. Tuttavia, veniva inserita una clausola “atipica” in forza della quale le parti, quanto al *settlement*, avrebbero potuto accordarsi di regolarlo diversamente, ossia con consegna fisica dei titoli²³⁹.

La ragione di tali pattuizioni andrebbe ricercata nella volontà delle parti (ed in particolare dei vertici del gruppo) – come ampiamente ribadito in sede giurisdizionale²⁴⁰ – di tenere l'operazione “*assolutamente riservata*”.

²³⁸ Ibid., pag. 10

²³⁹ Ibid., pp. 10 – 11

²⁴⁰ Ibid.

Risultano emblematici, in ordine a questo aspetto, i messaggi di posta elettronica del 26 aprile 2005. Nel messaggio del 26 aprile 2005 da Hammond a Brookhouse, ad esempio, si scrive

In altre, parole il mercato non sarebbe dovuto venire a conoscenza né della crescente partecipazione che MLI stava ottenendo in Fiat a causa dell'acquisto delle *hedge shares*, né della *posizione lunga* ricoperta da Exor nello *swap*. Da cui la duplice scelta (i) di optare per il regolamento in contanti²⁴¹, così da evitare che la Consob avesse potuto interpretare lo *swap* come “*partecipazione potenziale*” rilevante ai sensi dell'art. 120 TUF, e (ii) di “*entrare in altri swap di segno opposto a quello che [MLI stava] per concludere con il Gruppo Agnelli*”, in modo da non detenere mai una partecipazione azionaria che superasse il 5% del capitale”²⁴², che avrebbe comportato, sempre ex art. 120 TUF, la pubblicazione della notizia²⁴³.

Successivamente alla conclusione di tale contratto derivato (ed in particolare il 21 luglio 2005), su richiesta della Consob, che aveva rilevato un andamento anomalo del prezzo e dei volumi negoziati sul titolo Fiat²⁴⁴, quest'ultima pubblicava un comunicato in cui veniva precisato come “*la società non dispone di alcun elemento utile a spiegare, detto andamento, né di informazioni relative a nuovi fatti rilevanti che possano influire sull'andamento stesso*”.

Contestualmente, l'avv. Grande Stevens (consigliere di Ifil, Ifi ed Exor) sottoponeva alla Consob un quesito teso a verificare la necessità o meno di lanciare un'o.p.a. qualora, in sede di conversione del prestito, da un lato, Ifil avesse ceduto i diritti di opzione, così rinunciando a sottoscrivere la propria quota

testualmente “*Abbiamo istruzioni molto specifiche di non andare mai sopra al 4,99%...L'obbligo di comunicazione scatta al 2%, 5%, 7,5%*” (Ibid., pag. 11)

²⁴¹ Va comunque segnalato che le prime due bozze del contratto, datate 21 e 25 aprile 2005, prevedevano invece una clausola “atipica” in forza della quale le parti avrebbero potuto accordarsi di regolarlo diversamente, ossia con “consegna fisica dei titoli” (*physical settled*)

²⁴² Così secondo il teste Portioli nelle trascrizioni citate in Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pag. 10

²⁴³ Infatti, “*MLI aveva avuto precisa indicazione di non superare mai il 5% del capitale*” (così il teste Portioli trascrizioni citate nella sentenza). Così tra il 6 maggio ed il 3 giugno 2005, MLI stipulò quattro contratti di equity swap con due controparti qualificate: ING BANK N.V. London (il 6 ed il 13 maggio 2005) e CATER ALLEN (il 20 maggio ed il 3 giugno 2005). In tali contratti, MLI assunse una posizione di segno opposto a quella che aveva nel contratto di equity swap con Exor. Il quantitativo di azioni Fiat sottostanti a tali contratti ammontava a 58.500.000 di unità. Attraverso tali contratti, MLI, come da istruzioni ricevute, evitò dunque di dover dare comunicazione al mercato del superamento delle soglie del 5% e del 7,5%; mentre comunicò alla CONSOB la comunicazione, ex art. 120 TUF, della detenzione del 2,106% del capitale. (Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pp. 10 – 11)

²⁴⁴ Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pag. 15

Vi era stato in particolare un incremento del 20% tra il 7 e il 20 luglio 2005

di aumento di capitale e, dall'altro, avesse contestualmente acquistato azioni tramite un intermediario per un quantitativo tale da lasciare invariata la propria partecipazione azionaria.

La Commissione, al riguardo, non ravvisò l'obbligo di o.p.a. *“qualora l'operazione di acquisto avesse avuto ad oggetto un quantitativo di azioni pari a quelle acquisibili mediante l'esercizio del diritto di opzione e laddove l'acquisto delle azioni fosse stato realizzato con efficacia simultanea a quella dell'aumento di capitale”*⁽²⁴⁵⁾⁽²⁴⁶⁾.

Sono da segnalare, inoltre, un'ulteriore serie di scambi di comunicazioni, sempre tra Ifil, Giovanni Agnelli & C. e la Consob, verificatesi nell'agosto 2005 dove in particolare la Commissione richiedeva (ai sensi dell'art. 114, comma 5, TUF) alle suddette società informazioni circa eventuali iniziative intraprese e/o allo studio in relazione alla scadenza del prestito convertendo²⁴⁷. Le medesime società rispondevano sostenendo di *“non aver intrapreso né studiato alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo”*, ribadendo inoltre di non disporre *“di alcun elemento utile a spiegare tale andamento, né di informazioni relative a nuovi fatti rilevanti che possano aver influito sull'andamento stesso”*²⁴⁸.

Ciononostante²⁴⁹, il 15 settembre 2005, MLI ed Exor modificavano ufficialmente il contratto di *equity swap* prevedendo:

- a) la chiusura anticipata del contratto indicando come momento dell'esecuzione la scadenza del prestito;
- b) la consegna delle azioni (*physical-settled*) da MLI a Exor in cambio del pagamento di 5,6 euro per azione²⁵⁰.

²⁴⁵ Ibid., pag. 17

²⁴⁶ La normativa italiana, come si è già accennato e meglio si vedrà nel successivo capitolo III, riconosce la possibilità, per chi ha già più del 30%, di incrementare la propria posizione entro un determinato limite annuo.

²⁴⁷ App. Torino, sez. I pen., 21/02/2013, pp. 12, 28

²⁴⁸ Ibid.

²⁴⁹ Negli atti del procedimento penale risulta come l'eventualità di modificare le modalità di regolazione del derivato era stata già studiata dalle parti; il riferimento è, in particolare, al documento, intitolato *“presentation to Distacom: total return swap- Unwind Mechanics”*. Si veda al riguardo Trib. Torino, sez. I pen., 21/12/2010, pp. 13 ss.

²⁵⁰ Ibid., pag. 17

Con due ulteriori contratti le parti stabilivano in particolare che: *i)* Exor vendesse a Ifil le azioni ricevute da MLI al prezzo di 6,5 euro per azione, e *ii)* Ifil vendesse a MLI i propri diritti di opzione che competevano all'aumento di capitale di Fiat²⁵¹.

In questo modo Exor riusciva a mantenere, a seguito della conversione del prestito, la sua partecipazione di controllo in Fiat perfettamente invariata proprio in ragione della contestuale conclusione del contratto derivato con la conversione del prestito.

La Consob, tuttavia, a seguito della richiesta di comunicazione e della vendita delle azioni Fiat, apriva un'indagine sull'operazione realizzate dal Gruppo con MLI.

2.3.2 (segue): La decisione della Consob.

Ai fini che qui rilevano, si ritiene importante soffermarsi sul fatto che la Commissione – al termine dell'istruttoria sulla vicenda, come affermato nel Notiziario settimanale 13 febbraio 2006 – abbia negato di aver riscontrato l'esistenza di “[...] *elementi tali da determinare obbligo di o.p.a*”²⁵², confermando quindi la risposta del 17 settembre al già menzionato quesito posto dall'avv. Grande Stevens.

Tale orientamento, conforme a quello espresso dalla stessa nella Comunicazione n. DEM/2010342 del 14 febbraio 2002²⁵³, prescindeva in realtà dalla sottoscrizione dell'*equity swap*. Infatti, Ifil non sarebbe in ogni caso insorta nell'obbligo di cui all'art. 106, c. 3, lett. b TUF anche se avesse acquistato quel

²⁵¹ Ibid.

²⁵² CONSOB (2006), *Notiziario settimanale - anno XII - N° 7 - 13 febbraio 2006*, consultabile al sito http://www.consob.it/web/area-pubblica/newsletter/documenti/news/2006/anno_xii_n-7_13_febbraio_2006.htm?hkeywords=&docid=1&page=0&hits=3&nav=true, in la Consob affermò inoltre di aver trasmesso all'autorità giudiziaria le risultanze delle proprie indagini (art. 187-*decies* TUF).

²⁵³ CONSOB (2002), *Comunicazione n. DEM/2010342 del 14-2-2002*, consultabile al sito <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2002/c2010342.htm>

7% di azioni Fiat nel mercato qualora l'incremento di partecipazione fosse stato contemporaneo ad un'operazione diluitiva²⁵⁴ della partecipazione e al di sotto del limite del 3% (*rectius*: 5% a seguito della Delibera n. 16893/2009). In questi termini, Ifil avrebbe potuto acquistare fino a circa l'11% delle azioni Fiat.

La decisione della Commissione ha avuto, inoltre, anche importanti risvolti in materia di abusi di mercato.

Infatti, la stessa con delibera n. 15760 del 9 febbraio 2007 comminò invece alle società coinvolte e taluni dei vertici sanzioni amministrative ai sensi dell'art. 187-ter TUF (*manipolazione del mercato*) in riferimento alla falsità dei comunicati pubblicati il 24 agosto, confermata successivamente dalla App. Torino 23/01/2008²⁵⁵ (che ridusse tuttavia l'ammontare delle sanzioni). Tuttavia, la manipolazione accertata dalla Consob, e successivamente anche dalla giudice penale²⁵⁶, aveva ad oggetto la falsità della comunicazione e non la strategia di creare una *riserva* per mantenere il controllo su Fiat senza incorrere nell'obbligo di o.p.a., che anzi è stata giudicata "lecita".

2.3.3 (segue): Considerazioni conclusive.

Il caso Fiat ha avuto una rilevanza internazionale. Infatti, la migliore dottrina²⁵⁷ sulla *decoupling* ha spesso fatto riferimento all'operazione realizzata da Ifil e MLI

²⁵⁴ Nella già richiamata Comunicazione del 2002 l'operazione in questione era una fusione

²⁵⁵ Per un'analisi della pronuncia e delle questioni circa la manipolazione del mercato si veda per tutti: SPORTA CAPUTI, F. (2008), *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, commento a App. Torino 23/01/2008, pp. 1103 ss.

²⁵⁶ Si rimanda alle sentenze citate alla nt. 230

²⁵⁷ Per tutti: HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pp. 839 ss.; SCHOUTEN, M. C. (2009), *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, pp. 169 ss.; FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pp. 663 ss.; SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, pp. 146 – 147 (nt. 46); CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, pp. 511 – 513; CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pp. 116 ss.; RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 247 – 250

come esempio principale di tecnica di “occultamento” della proprietà attraverso l'utilizzo dei derivati di *equity*.

Infatti, attraverso la stipulazione del contratto di *equity swap* Ifil creò proprio quella *riserva* (nascosta al mercato) da cui attingere nel momento in cui l'obbligo di o.p.a. fosse venuto meno, che gli permise di comprare le azioni Fiat ad un prezzo di gran lunga più basso sia di quello fissato per l'aumento di capitale che di quello di mercato.

In altre parole, mantenne il controllo di Fiat senza far *scattare* gli obblighi di cui all'art. 106 TUF, realizzando perfino un profitto in quanto – essendo il prezzo a cui vengono acquistate le azioni alla scadenza del derivato (*physical-settled*) quello del giorno in cui viene sottoscritto il contratto – Exor non subì la variazione positiva del 55% del valore delle azioni Fiat verificatasi tra la stipulazione dell'*equity swap* e la scadenza del prestito convertendo²⁵⁸.

Ciononostante, a differenza del caso “gemello”²⁵⁹ verificatosi negli Stati Uniti, la questione sull'elusione degli obblighi di trasparenza ed in particolare dell'o.p.a. non fu oggetto di scrutinio dinanzi alla magistratura, in quanto come si è detto la Commissione aveva ritenuto l'operazione finanziaria “idonea”. Nello specifico, questa, non avendo ritenuto violate le norme di cui agli artt. 106 e 120 TUF, si era concentrata sulla falsità delle comunicazioni dei vertici del Gruppo.

Il caso Fiat ha comunque avuto il “merito” di aver dato impulso anche nell'ordinamento italiano al dibattito sull'utilizzo dei derivati di *equity* a fini “dissociativi”, ed in particolare all'inadeguatezza della disciplina sulla trasparenza, sia degli obblighi di o.p.a. sia degli assetti proprietari.

A tale vicenda ha fatto seguito la redazione da parte della Consob del *position paper*²⁶⁰ del 2009 a cui rispose autorevole dottrina²⁶¹, nonché un susseguirsi di

²⁵⁸ Sennonché uno dei vertici del Gruppo ha successivamente negato che l'operazione era stata studiata, almeno all'inizio, per il perseguimento di obiettivi diversi dalle finalità di natura meramente finanziaria: “*l'operazione fu originata dalla sorpresa causata dall'improvvisa caduta della quotazione del titolo Fiat su livelli inferiori ai valori nominali avvenuta a metà aprile*”. Così, G. Gabetti in BRAGANTINI, S. (2005), *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*

²⁵⁹ Si rimanda al par. successivo

²⁶⁰ CONSOB (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*

modifiche regolamentari – per cui si rimanda al capitolo III – ad opera della stessa Commissione volte a colmare una lacuna normativa che non poteva più essere accettata.

²⁶¹ In particolare, si segnalano le opinioni espresse in FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*. Per le altre posizioni di ABI, ASSOSIM, ASSONIME e altri si rimanda invece al sito: http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse&hits=185&viewres=1&search=1&firstres=50&resultmethod=consultazioni_concluse&queryid=consultazioni&maxres=1000&stato=chiusa&tipo=esiti (“*Osservazione al position paper*” in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled; “*Punto C: Esiti della consultazione*”)

2.4 “Occultamento” della partecipazione di controllo e la strategia “attivista” di valorizzazione della propria posizione. Il caso CSX/TCI.

Il secondo caso di *decoupling* che ci si appresta ad analizzare attiene all’esperienza statunitense. Ancora una volta, i derivati di *equity* sono stati utilizzati per “occultare” una partecipazione azionaria, non più per eludere l’obbligo di o.p.a. (tra l’altro non vigente nel diritto nordamericano) bensì per realizzare strategie “attiviste”, pur in assenza della qualifica di socio.

Appare utile precisare come, con il termine *shareholder activism*, nella sua forma più elementare, la dottrina²⁶² si riferisca semplicemente all’assunzione da parte degli azionisti di interesse nella gestione societaria. Gli azionisti “attivisti” sono spesso visti quindi come investitori che, insoddisfatti di alcuni aspetti della gestione societaria, cercano di apportare cambiamenti all’interno, attraverso ad esempio il mutamento del *business plan* della società, ostacolando o incoraggiando il compimento di operazioni straordinarie, ovvero ancora promuovendo nuovi assetti di *governance* e una sostituzione del *management*²⁶³.

In questo contesto, i derivati di *equity* possono rappresentare una vera e propria *alternativa* (soprattutto più economica²⁶⁴) alla partecipazione azionaria. In altre parole, l’investitore che volesse indirizzare, soprattutto attraverso attività di “pressione”, l’operato del *management* ben potrebbe sottoscrivere un derivato di *equity cash-settled* dal *lato lungo* avente come sottostante le azioni della società *target* con un intermediario finanziario “amico”, in modo da rimanere nascosto al mercato (ma soprattutto alla *target*), ovviamente assunto sempre che i derivati azionari *sfuggano* dalla disciplina sulla *disclosure*.

²⁶² Per tutti BERTACCINI, D. (2009), *To disclose or not to disclose? CSX corp., total return and their implications for Schedule 13D filing purposes*, pag. 267

²⁶³ Queste tipologie di azioni rappresentano il nucleo centrale delle strategie attiviste realizzate dagli *hedge funds*. KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2007), *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, pp. 1029 ss.

Nel 2018 è stato raggiunto un nuovo record, prendendo di mira (*targeting*) il più ampio numero di società (300) e vincendo il più alto numero di *board seats* di sempre (161). Gli *hedge funds* hanno oggi in gestione più di 100 miliardi di dollari. (LIPTON, M. (2019), *Dealing with activist hedge funds and other activist investors*)

²⁶⁴ Sul punto EASTERBROOK, F. (2002), *Derivative securities and corporate governance*, pag. 739

Un primo vantaggio che ne deriverebbe per il *raider* è che qualora (o finché) volesse rimanere “esterno” alla società, potrebbe esercitare la propria influenza su questa come se fosse un azionista, senza tuttavia esserlo, attraverso la cooperazione dell’intermediario che, per le ragioni già dette²⁶⁵, eserciterà comunque il diritto di voto – relativo alle *hedge shares* – conformemente alle richieste del *raider*.

Al contrario, qualora volesse successivamente *convertire*²⁶⁶ la propria posizione in quella di azionista, come evidenziato in dottrina, “*l’accumulazione della partecipazione sintetica [“occulta”] impedisce l’azione dei meccanismi di price e trade decoding che garantirebbero la reazione immediata dei prezzi delle azioni della target alla notizia degli acquisti effettuati dall’offerente*”²⁶⁷. In questo modo, anche se il derivato fosse del tipo *cash-settled* il “proprietario occulto” potrebbe ottenere, alla scadenza del contratto, le azioni, sempre dalla controparte finanziaria, a prezzo certamente più contenuto.

Inoltre – e questo è sicuramente il vantaggio più rilevante – l’iniziativa e la presenza del *raider* / “proprietario occulto” sarebbe una vera e propria *sorpresa* per il *management* che si troverebbe, ad esempio in procinto di una *proxy fight* magari incoraggiata proprio dalla controparte “amica”, impreparato e con poco tempo a disposizione per reagire. Secondo la dottrina infatti “*l’“effetto sorpresa” è fondamentale per consentire l’esercizio efficace di pressioni sugli amministratori in carica da parte dell’investitore che pone in atto la strategia, e può rivelarsi determinante nel privare questi ultimi del vantaggio temporale di cui beneficiano, specie nei sistemi anglo-americani, in vista di un confronto assembleare*”²⁶⁸. Così, una volta raggiunto un livello di esposizione ritenuto “efficace” il *raider* “esce allo scoperto” indirizzando le rispettive richieste al *management*.

²⁶⁵ Si rimanda al par. 2.2

²⁶⁶ Indipendentemente dal fatto che tale “conversione” avvenga tramite modifica pattizia del contratto o *de facto* (v. par. 2.3)

²⁶⁷ Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 67

²⁶⁸ *Ibid.*, pag. 56.

Per un approfondimento sull’attivismo degli azionisti attraverso il *proxy process* si rimanda a RENNEBOOG, L e SZILAGYI, P. G. (2010), *Shareholder Activism Through The Proxy Process*.

È da notare inoltre, come affermato dalla dottrina²⁶⁹, che tutte le iniziative riconducibili al tipo di strategia in esame siano state promosse nei sistemi ad azionariato diffuso, dove vi è quindi una più o meno alta frammentazione della proprietà societaria²⁷⁰. Infatti, lo scenario di contrapposizione tra un *raider* e il *management* di una società sembra “*poco probabile in presenza di soci che controllano, almeno di fatto, l’emittente destinatario dell’attività degli investitori istituzionali*”²⁷¹.

Così delineata, tale strategia corrisponde sostanzialmente a quella perseguita dal fondo *hedge* TCI.

2.4.1 (segue): La vicenda.

Verso la fine del 2006, il fondo *hedge* TCI iniziava ad investire in CSX, società *leader* nel mercato delle infrastrutture ferroviarie nordamericane, con l’obiettivo di cambiarne le politiche aziendali e la gestione societaria *tout court*, in quanto ritenuta una società *underperforming*. In altre parole, il fondo riteneva che con gli opportuni cambiamenti si sarebbe potuto ottenere non solo un miglioramento generale della performance, ma anche un aumento del valore delle azioni²⁷².

²⁶⁹ In particolare, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 54.

²⁷⁰ In particolare, negli Stati Uniti, in cui le maggiori società sono a proprietà diffusa, l’attivismo, seppur non va considerato come un fenomeno del tutto nuovo, ha avuto una importante crescita quando si è superato il modello di Berle e Means con l’ingresso degli investitori istituzionali (tra i quali gli *hedge funds*) nel ruolo di azionisti (RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pp. 21-22).

Se prima l’eccessiva frammentazione degli assetti proprietari favoriva l’uscita dalla società in caso di dissenso con la gestione (c.d. *Wall Street Rule*), oggi una maggiore concentrazione della proprietà in “mani esperte”, superando importanti *agency cost*, ha agevolato una partecipazione più attiva nella questione societaria. Il punto verrà ripreso più avanti con riferimento alla democrazia degli azionisti. Ecco quindi che lo studio dell’attivismo degli azionisti deve essere ben legato alla struttura degli assetti proprietari societari (WEI, S. (2013), *Review article: “The foundations and anatomy of shareholder activism”*, pag. 405)

²⁷¹ In questi termini, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 54.

²⁷² Sulla ricostruzione della vicenda giurisdizionale si veda in particolare l’*opinion* della Corte, ed in sua vede il giudice Lewis. A Kaplan, *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp.2d 511 (United States District Court, United States District Court, S.D. New York 2008)

È necessario precisare come, l'investimento di TCI non veniva realizzato, almeno nella prima fase, attraverso l'acquisto diretto di azioni, bensì attraverso la sottoscrizione, dal *lato lungo*, di una serie di *total return equity swaps* del tipo *cash-settled* su circa 1.4 milioni azioni di CSX (per un valore pari a 1.7% del capitale della società) con varie banche, che a loro volta si *coprivano* acquistando le *hedge shares*²⁷³.

Successivamente all'acquisto di tale partecipazione azionaria "sintetica", esponenti di TCI contattavano il *board* di CSX comunicando in particolare di voler continuare ad investire nella società, da un lato, e della possibilità di una *takeover*, dall'altro.

Infatti, mentre continuava a consolidare la sua posizione nella società, si pensi che verso la fine di dicembre 2006 raggiungeva l'8.8% attraverso ben 17 *swaps* con varie controparti finanziarie, TCI pianificava, con la consulenza di Goldman Sachs, la possibilità di un *LBO*, tantoché il 14 febbraio 2007 compilava il *Form 8-K*²⁷⁴ nel quale annunciava un piano per comprare azioni proprie per un valore di 2 miliardi di dollari²⁷⁵. Ancora, sia alla *BB & Transportation Conference* che successivamente a questa, il fondo prendeva contatti – al fine di formare un c.d. *wolf-pack*²⁷⁶ – con altri fondi speculativi, tra i quali Deccan Value Advisors, Lone Pine Capital, Icahn e 3G²⁷⁷. Ed è proprio con quest'ultimo fondo, che TCI portava avanti il suo percorso all'interno della società.

Inoltre, nei primi mesi dell'anno successivo, con il fine di aumentare ulteriormente la sua pressione sul CdA e di consolidare maggiormente il controllo su CSX, TCI comprava le azioni della medesima società direttamente sul

²⁷³ Anche se secondo la Corte ci sono evidenze che almeno una banca (nel caso, Morgan Stanley Holdings) comprò meno azioni del numero di azioni su cui è stato sottoscritto lo *swap*

²⁷⁴ Il *Form 8-K* è noto anche come "*current report*" ed è il *report* che le società devono compilare, ai sensi dell'art. 13 o 15(d) del *Security Exchange Act* del 1934, con la SEC per annunciare i maggiori eventi di cui gli azionisti devono essere a conoscenza (<https://www.investor.gov/additional-resources/general-resources/glossary/form-8-k>)

²⁷⁵ Si noti che la pratica del *buyback*, come sottolineato dalla stessa Corte, è molto comune quando una società pianifica una scalata o altro *control contest*.

²⁷⁶ Si veda in particolare BRATTON, W. W. e McCAHERY, J. A. (2015), *Institutional investor activism: hedge fund and private equity, economics and regulation*, pp.2-3

²⁷⁷ In particolare, gli suggerì "*take a look at CSX*", e che "*CSX is the best to us. Keep this confidential*". (*CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp.2d 511 (United States District Court, United States District Court, S.D. New York 2008, pp. 17 – 18)

mercato²⁷⁸ e concludeva alcuni degli *swaps* precedentemente sottoscritti, acquistando poi le *hedge shares* delle sue controparti. TCI concentrava inoltre gli *swaps* ancora vigenti in sole due controparti (Deutsche Bank e Citigroup), ritenute più inclini a votare secondo le sue disposizioni.

A questo punto, consapevole della posizione che TCI stava acquisendo all'interno, CSX compilava il *Form 10-Q* e rendeva noto che, attraverso una serie *swaps* e azioni, TCI aveva acquisito una “*significant economic position*”. Ciononostante, TCI, seppur interrotta l'attività di *trading* sulle azioni di CSX, non fermava, anzi forse incrementava, le basi per il *proxy contest*, continuando infatti ad esercitare pressione sul CdA della medesima società²⁷⁹. Questa volta tuttavia, proponendosi come azionista di lungo periodo titolare del 4.1 % del capitale sociale.

In questa complessa fase dell'operazioni TCI era affiancato dal fondo *hedge 3G* – che, al pari del primo, strutturava il proprio investimento azionario in CSX attraverso sia l'acquisto diretto di azioni che l'acquisto, dal *lato lungo*, di *equity swaps*.

Dopo vari incontri alla ricerca di candidati nominabili in vista dell'assemblea per la sostituzione degli amministratori, questi divulgavano la “formazione di un gruppo formale”. In particolare, annunciavano la loro intenzione di procedere alla sollecitazione congiuntamente al deposito di una comunicazione di superamento della soglia (del 5%) di partecipazione rilevante ai sensi della *Section 13(d)* del *Securities Exchange Act* del 1934. I fondi TCI e 3G dichiaravano così di essere titolari dell'8,3% del capitale sociale di CSX, nonché di un'ulteriore esposizione economica ottenuta attraverso vari *equity swaps* con diverse banche di investimento per l'11,8% del capitale.

²⁷⁸ Il giorno in cui TCI diventò “finalmente” azionista della società aveva già un'esposizione economica su questa pari al 14% del capitale.

²⁷⁹ In particolare, TCI chiese agli amministratori di: “i) *separate the chairman and CEO roles*; ii) *refresh the board with new independent directors*; iii) *allow shareholders to call special shareholder meetings*; iv) *align management compensation with shareholder interest*; v) *provide a plan to improve operations*; vi) *justify the capital spending plan*; vii) *promote open and constructive relations with labor, shippers and shareholders*”. (*CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp.2d 511 (United States District Court, United States District Court, S.D. New York 2008, pp. 19 – 20)

Il *management* di CSX reagiva nel marzo 2008 citando dinnanzi la *South District Court* di New York i due fondi *hedge* per aver violato, in particolare, la *Sec. 13(d)* in relazione al presunto obbligo di comunicare al pubblico la rilevante esposizione in derivati acquisita dalla fine del 2006, nonché, di riflesso, la violazione della *Sec. 14(a)* SEA in materia di *disclosure* da effettuarsi in caso di sollecitazione delle deleghe, chiedendo, inoltre, l'inibizione all'esercizio del diritto di voto in assemblea.

La questione posta all'attenzione della *South District Court* di New York atteneva, quindi, alla verifica circa la sussumibilità o meno della definizione di *beneficial owner* del titolare di una *posizione lunga* in un derivato di *equity* con sottostante le azioni di una società *target*. Intendendosi per *beneficial owner*, ai sensi della *Rule 13d-3(a)* del CFR, ogni soggetto che ha, anche indirettamente e per il tramite di accordi con terzi: (1) il “potere di voto” (*voting power*), che include il “potere”²⁸⁰ di votare, o di condizionarne (*to direct*) l'esercizio da parte di terzi; e/o (2) il “potere di investimento” (*investment power*) inteso come il “potere”²⁸¹ di disporre o di condizionare la cessione delle azioni²⁸².

2.4.2 (segue): La decisione della *South District Court* di New York

La Corte era del parere che TCI avesse una capacità economica tale da indurre le proprie controparti ad acquistare le azioni di CSX, per coprire le rispettive posizioni corte, e successivamente a vendergli le stesse alla scadenza, in quanto, come si è ampiamente evidenziato si tratta di una pratica molto comune nella

²⁸⁰ Come è stato interpretato in dottrina, il termine “*power*” deve essere inteso come mera situazione *di fatto*, senza cioè richiedere che sussista in capo al *beneficial owner* un diritto a ottenere “*la situazione giuridica che costituisce l'effetto dell'esercizio di quel potere, e senza le implicazioni che sono riconnesse al termine «potere» nella nostra civilistica (segnatamente, l'esercizio di una prerogativa finalizzata alla tutela dell'interesse di un terzo).*” (SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pp. 93 – 94, nt. 3)

²⁸¹ Si veda la nt. precedente.

²⁸² Testualmente: “*beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares: (1) Voting power which includes the power to vote, or to direct the voting of, such security; and/or, (2) Investment power which includes the power to dispose, or to direct the disposition of, such security.*”.

prassi finanziaria acquistare le *hedge shares*. Sempre, secondo la Corte, evidenze di questa consapevolezza da parte di TCI, possono riscontrarsi nell'aver sottoscritto vari *swaps* con molteplici intermediari, così da evitare che qualcuno superasse la soglia del 5%, infatti, tale preoccupazione poteva essere rilevante solo perché TCI era perfettamente a conoscenza che le controparti si erano coperte comprando azioni.

Del pari, sempre la Corte riteneva che TCI fosse in grado di influenzare le controparti, ed in particolare Deutsche Bank, in merito all'esercizio dei diritti di voto, ma non vi erano sufficienti prove a riguardo.

Tuttavia, nonostante quanto appena detto, la Corte non ha deciso in merito alla questione se TCI fosse un *beneficial owner* ai sensi della *Rule 13d-3(a)* del CFR.

In un secondo passaggio della sentenza, i giudici hanno sostenuto – facendo leva su un'interpretazione molto ampia del concetto di *beneficial owner*²⁸³ – come il comportamento di TCI sarebbe comunque rientrato nel campo di applicazione della *rule 13d-3(b)*, ai sensi della quale, pur se un soggetto non risulta *beneficial owner* ai sensi della *rule 13d-3(a)*, deve comunque essere considerato come tale se²⁸⁴, anche indirettamente, predispone o utilizza un qualsiasi tipo di contratto (o accordo) al fine di non rientrare nella già menzionata definizione di *beneficial owner*.

Al riguardo, sono state ritenute “schiaccianti” le prove che TCI avesse sottoscritto dei *TRESs* per eludere la norma sulla divulgazione del 5% e per evitare di diventare azionista di CSX. Al riguardo, seppur in una situazione diversa da quella in esame, lo stesso Joe O'Flynn, il *chief financial officer* di TCI, aveva dichiarato al CdA che una delle ragioni per usare lo *swap* è “*the ability to purchase without disclosure to the market or the company*”. In varie e-mail

²⁸³ Basata su quella che è, sempre ad opinione del giudice Kaplan, la *ratio* del Congresso nell'introduzione della *Section 13(d)* dell'*Exchange Act* ai sensi del *William Act*, e cioè di “*to alert the marketplace to every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of technique employed, which might represent a potential shift in corporate control*” [*GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, (United States Court of Appeals, Second Circuit 1971)]

²⁸⁴ Testualmente: “*directly or indirectly, creates or uses a trust, proxy, power of attorney, pooling arrangement or any other contract, arrangement, or device with the purpose or effect of divesting such person of beneficial ownership of a security or preventing the vesting of such beneficial ownership as part of a plan or scheme to evade the reporting requirements of section 13(d)*”.

rinvenute dalla Corte, inoltre, era stata discussa la necessità di accertarsi che le controparti non acquistassero più del 5% delle azioni CSX così da non dover divulgare la propria posizione.

Per concludere, va ricordato come lo stesso TCI abbia ammesso che una delle sue motivazioni nell'evitare la divulgazione fosse stata quella di evitare di pagare un prezzo più elevato per le azioni di CSX, che, di contro, in caso di divulgazione sarebbe considerevolmente aumentato. In effetti, TCI ha acquisito solo circa il 4,5 per cento in azioni CSX fisiche per rimanere al di sotto del requisito di rendicontazione del 5% fino a quando non era pronto a rivelare la propria posizione.

La Corte – alla luce di tutto ciò²⁸⁵, pur riconoscendo la violazione della *Sec. 13(d)* per mancata divulgazione della partecipazione rilevante ai sensi della *Rule 13d-3(b)* – ha negato tuttavia agli attori le richieste di ingiunzione sulle azioni detenute dai fondi, in quanto non era stato dimostrato il presupposto dell'*irreparable injury* per l'emissione del provvedimento inibitorio.

La decisione è stata, pertanto, appellata da CSX, ma anche il *Second Circuit* ha negato l'ingiunzione. In particolare, nella sua *discussion* il Giudice Newman²⁸⁶, facendo riferimento al caso *Treadway Companies, Inc. v. Care Corp.*²⁸⁷, ha rilevato come un'ingiunzione volta ad inibire l'esercizio del diritto di voto fosse un rimedio inappropriato per la violazione di divulgazione ai sensi del *William Act*, in quanto la posizione tenuta da TCI era stata comunque comunicata in tempo sufficiente (sei mesi) per consentire un voto informato. Di conseguenza, secondo la Corte non sussisteva l' "*irreparable harm*".

²⁸⁵ In realtà, la Corte nel decidere considera anche le violazioni commesse da TCI e 3G nel *proxy contest*.

²⁸⁶ *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*, 654 F.3d 276 (United States Court of Appeals, Second Circuit 2011)

²⁸⁷ *Treadway Companies, Inc. v. Care Corp.*, 638 F.2d 357 (United States Court of Appeals, Second Circuit 1980). Nel caso è stato sostenuto che "*an injunction will issue for a violation of 13(d) only on a showing of irreparable harm to the interests which that section seeks to protect*", in particolare, è stato evidenziato come l'interesse protetto è di assicurare che gli azionisti che devono fronteggiare un'offerta di appalto devono essere sufficientemente informati circa la qualifica e l'intenzione dell'offerente (si veda la nt. 283). Quindi, gli interessi che la *rule 13d* protegge sono pienamente soddisfatti quando gli azionisti ricevono le adeguate informazioni per tempo. In *Treadway/Care*, l'ingiunzione fu negata in quanto gli azionisti ricevettero le informazioni 4 mesi prima del *proxy contest* perciò non fu rilevato alcun danno.

2.4.3 (segue): Considerazioni conclusive

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management è stato il primo caso in cui una corte americana si è pronunciata sull'utilizzo di contratti *swap* (*cash-settled*) stipulati con la finalità di acquisire rilevanti "partecipazioni nascoste" in società con azioni quotate. E', quindi, indubbio che la sentenza abbia avuto un impatto significativo sulle tecniche dissociative realizzate in particolare dai fondi *hedge*, anche in ragione dell'autorevolezza dei soggetti intervenuti nel giudizio in qualità di *amici curies*, tra i quali l'*ISDA*, la *Division of Corporation Finance* della *SEC* e la *Coalition of Private Investment Companies*²⁸⁸.

La Corte newyorkese, come precedentemente anticipato, nonostante non si sia pronunciata sulla questione se TCI rientrasse o meno nella nozione di *beneficial owner* (*Rule 13d-3(a)* del CFR), ha comunque ritenuto che il fondo avesse esercitato almeno uno dei due "poteri" di cui ai n. (1) e (2) esclusivamente sulla base di, seppur generalmente riconosciute, prassi finanziaria. Nel caso in esame non ci sono state prove che TCI abbia potuto realmente esercitare il "potere" di voto o quello di investimento. In particolare, sul diritto di voto la stessa Corte ha detto che "*there is no evidence that TCI and any of its counterparties had explicit agreements that the banks would vote their hedge shares in a certain way*", ma allo stesso modo evidenze rilevanti non ci sono state neanche sul potere di investimento in quanto (riprendendo quanto visto nel capitolo I) solamente un derivato *physical-settled* prevede che al termine del contratto la parte in *posizione corta* consegni le azioni alla controparte *lunga* (mentre i *cash-settled* vengono regolati appunto in contanti).

Da cui le perplessità sul giudizio della Corte da parte del Giudice Winter, secondo il quale l'assenza di un accordo sull'acquisto o sul voto delle azioni acquistate come copertura (*hedge shares*) dalla *parte corta* non può portare ad interpretare lo

²⁸⁸ Così, SANDRELLI, G. (2008), *Equity swap e "proprietà nascosta" al vaglio della giurisprudenza americana*, pag. 864

swap come strumento di controllo indiretto ed informale sulla società, le cui azioni sono il sottostante del derivato²⁸⁹.

Ancora, secondo il Giudice, la SEC, al momento dei fatti in causa, non aveva alcuna autorità di regolamentare “*such understanding free swap*”, tale potere le è stato invece conferito successivamente dal Dodd-Frank Act. Ne segue che, in assenza di qualche direttiva da parte della Commissione statunitense non ci sarebbe né il bisogno né la ragione per la corte di procedere ad una lettura della *Rule 13d-3* tanto ampia da ricomprendere nella definizione di *beneficial owner* la *posizione lunga* in *equity swap*, in quanto senza uno specifico accordo volto ad esercitare il “potere di voto” o il “potere di investimento” della controparte (in *posizione corta*) tale derivato non sarebbe uno strumento volto a facilitare il controllo indiretto su una *corporations*²⁹⁰.

Della stessa idea è stato anche il Prof. B. Black, che in una lettera inviata il 29 maggio 2008 a Brian G. Cartwright, *General Counsel* della SEC, ha scritto: “*it must be permissible for an investor to acquire equity swaps, rather than shares, in part – or indeed entirely — because share ownership is disclosable under § 13(d) while equity swaps are not*”. L’eminente studioso ha sostenuto la sua posizione sulla premessa che “*the underlying activity must involve holding a position which is ‘beneficial ownership’ under the statute (Exchange Act § 13(d) or (g)), but would otherwise fall outside the rule—outside the SEC’s effort to define the*

²⁸⁹ Le parole del Giudice sono riportate in MIRVIS, T. (2011), *CSX case highlights need for SEC action on derivatives*

²⁹⁰ Ibid. Ancora secondo il Giudice: “*Total-return cash-settled swap agreements can be expected to cause some party to purchase the referenced shares as a hedge. No one questions that any understanding between long and short parties regarding the purchase, sale, retention, or voting of shares renders them a group — including the long party — deemed to be the beneficial owner of the referenced shares purchased as a hedge and any other shares held by the group. Whether, absent any such understanding, total-return cash-settled swaps render a long party the beneficial owner of referenced shares bought as a hedge by the immediate short party or some other party down the line is a question of law not fact. At the time of the district court opinion, the SEC had no authority to regulate such “understanding”-free swaps. It has such authority now, but it has simply repromulgated the earlier regulations. These regulations, and the SEC’s repromulgation of them, offer no reasons for treating such swaps as rendering long parties subject to Sections 13 and 16 based on shares purchased by another party as a hedge. Absent some reasoned direction from the SEC, there is neither need nor reason for a court to do so*”. (Ibid.)

concept of beneficial ownership elsewhere in Rule 13d-3”²⁹¹. Di posizione opposta fu la Corte che ha argomentato dicendo che un’interpretazione di questo tipo rendeva superflua la *Rule 13d-3(b)* e di conseguenza non poteva essere accettata.

Detto ciò si ritiene importante, riprendendo quanto anticipato nel par. 2.4, il ruolo e le ragioni per le quali lo *swap* ha avuto una grande importanza nelle strategie attiviste di TCI. Sintetizzando quanto visto nella cronistoria e nella decisione del caso, possono individuarsi due motivi principali: *i*) acquistare una partecipazione rilevante nella società *target* senza incorrere nell’eventuale aumento del prezzo delle azioni dovuto alla divulgazione delle proprie intenzioni al mercato²⁹²; *ii*) “costruire” la propria posizione all’interno della società, così da poter iniziare a mettere pressioni al CdA sulla gestione prima di diventare azionista (e quindi non divulgandola) “giocandosi la carta” dell’effetto sorpresa, che può essere, specialmente nelle società ad azionariato diffuso americane, un’ottima strategia.

Se sul primo ci sono pochi dubbi, infatti come si è visto è stato lo stesso TCI ad ammetterlo, sul secondo TCI ha sostenuto la tesi opposta giustificata dal fatto che questo avesse comunque comunicato al *management* di CSX della sua posizione nella società. Al riguardo la Corte ha replicato che comunicare in via informale a un emittente che un investitore ha un’esposizione ai suoi titoli è una questione abbastanza diversa dalla divulgazione tempestiva al mercato. Tale divulgazione comporta, infatti, la comunicazione dei dettagli della posizione dell’investitore, dei suoi piani ed intenzioni, dei suoi contratti e accordi rispetto ai titoli dell’emittente, dei suoi finanziamenti nonché il dovere di mantenere aggiornate tali informazioni come richiesto dalla *Rule 13d*.

Nonostante le importanti considerazioni fatte dalla Corte di New York il caso, nella parte relativa all’interpretazione della *beneficial ownership* in relazione all’uso di tecniche dissociative attraverso derivati azionari risulta essere, ad oggi,

²⁹¹ L’opinione del Professore e le parole sono rinvenibili nel testo della sentenza: *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp.2d 511 (United States District Court, United States District Court, S.D. New York 2008, pag. 32.

²⁹² Questo effetto, come si vedrà ad esempio nel caso *Perry/Mylan*, ricorrere molto frequentato quando vengono divulgate al mercato prospettive di grandi operazioni nel mercato per il controllo societario.

un *unicum* nel suo genere. Infatti, quanto detto nella *discussion* non è stato ripreso in nessun altro caso discusso successivamente²⁹³. Gli stessi manuali e commenti alla normativa federale, come si vedrà, nel commentare la *Rule 13d* si riferiscono ancora al caso CSX/TCI²⁹⁴.

²⁹³ Affermazione di colui che scrive basata sulle *Citing Reference* consultabili in *Westlaw online*.

²⁹⁴ Tra i tanti si veda, HAZEN, T. L. (2019), *Law of securities regulation scope information*, cap. 11, par. 11:7

2.5 “Svuotamento” del voto e la conclusione di un c.d. arbitraggio su fusione. Il caso Perry/Mylan.

Il terzo e ultimo caso in rassegna, ancora una volta su sponda statunitense, ha ad oggetto questa volta la *decoupling* – nella veste di *empty voting* – come tecnica di *chiusura* di un arbitraggio su fusione (*merger arbitrage*), attraverso la neutralizzazione del rischio economico su una delle due società partecipanti alla fusione.

Nello specifico, il fine perseguito dall’arbitraggio su fusione²⁹⁵ consiste, in sintesi, nel trarre un profitto dallo *spread* (anche detto *risk-arbitrage spread*) che si crea al momento dell’annuncio di una fusione (*stock-for-stock*)²⁹⁶ qualora le azioni della società *acquiring* siano negoziate ad un prezzo – *rettificato* per il numero di azioni della società *acquiring* in cui saranno convertite all’esito della fusione le azioni della società *target* (c.d. *adjusted price*) – maggiore di quello a cui sono negoziate le azioni della società *target*²⁹⁷.

Tale *spread* riflette la probabilità (o rischio) che la fusione si concluda (o meno)²⁹⁸, ed in particolare aumenterà alla diminuzione della probabilità che la fusione si concluda, mentre diminuirà nel caso opposto²⁹⁹.

²⁹⁵ Rientra anch’esso (al pari dello *shareholder activism*) nel novero delle strategie “*event-driven*”. Tali strategie – come affermato in dottrina – “*seek special corporate opportunities*” e, basandosi principalmente su “*on fundamental analysis to make investment decisions*”, tentano di trarre vantaggio dai prezzi temporanei, considerati non veritieri (ad esempio, una società il cui prezzo delle azioni è sottostimato, come si è visto nel caso CSX) che possono verificarsi prima o dopo operazioni aziendali particolarmente rilevanti, come una fusione. (HOLBER, T. E. (2012), *Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court’s Reservations About Shareholders’ Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers*, pag. 5).

²⁹⁶ È sufficiente qui ricordare come nella fusione c.d. *stock for stock* l’acquirente acquista le azioni della *target* pagando gli azionisti di quest’ultima con le proprie azioni, anziché in *cash*. Quest’ultima tipologia di transazione, non permessa ai sensi del diritto societario europeo, è stata riconosciuta nel diritto nordamericano (il riferimento è al *Delaware law*). Per ulteriori precisazioni e ulteriori riferimenti dottrinali a riguardo si rimanda a DE LUCA, N. (2017), *European company law: text, cases and materials*, pp. 437 ss.

La situazione sopradescritta si differenzia a seconda che la fusione sia del tipo *cash mergers* ovvero *stock-for-stock mergers*, tuttavia, essendo quella realizzata da Mylan e King una *stock for stock* sarà la sola presa in esame. Per un’analisi dell’arbitraggio in una *cash merger* si veda KIRCHNER, T. (2016), *Merger arbitrage: how to profit from global event-driven arbitrage*, pp. 18 ss.

²⁹⁷ Questa la ricostruzione in RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 242.

²⁹⁸ HOLBER, T. E. (2012), *Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court’s Reservations About Shareholders’ Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers*, pp. 5 e 7

In particolare, il fondo *hedge* intenzionato a *catturare* e quindi profittare del così definito *spread* dovrebbe acquistare le azioni della società *target* e vendere allo scoperto le azioni³⁰⁰ della *acquiring* per ogni azione acquistata (c.d. *risk-arbitrage spread position*). Attraverso questa tecnica speculativa, quando la fusione sarà completata e le azioni della prima diventeranno azioni dell'ultima, il fondo potrà utilizzarle per coprire la sua precedente vendita allo scoperto³⁰¹.

Risulta, a questo punto, evidente come, nel caso in cui la fusione non si concluda, l'investitore potrebbe non solo non realizzare alcun profitto, ma anche incorrere in sostanziali perdite³⁰².

Come si dirà a breve, l'*hedge fund* in questione, che aveva intrapreso l'operazione di *arbitraggio*, ha sottoscritto gli *swaps* proprio per evitare le suddette perdite. In particolare, tali derivati sono stati funzionali a due obiettivi:

i) evitare che il suddetto *spread* diminuisse a seguito dell'acquisto da parte di un'azionista della società *target* delle azioni della società *acquiring* (oltre a quelle ottenute per realizzare la vendita allo scoperto), così da votare a favore della fusione;

ii) evitare al contempo di subire quelle perdite che gli azionisti della società *acquiring* avrebbero conseguito qualora la fusione fosse stata approvata (il riferimento è al deprezzamento delle azioni della società acquirente).

²⁹⁹ I fattori che possono influenzarne l'andamento sono: i) il modo in cui è stata finanziata la transazione; ii) l'intervento di enti governativi e di altre autorità di regolamentazione (ad es. l'autorità Antitrust); iii) il voto degli azionisti (o il raggiungimento di soglie di approvazione); iv) l'attuazione delle clausole legali contenute nell'accordo di fusione. (MELKA, L. e SHABI, A. (2013), *Merger arbitrage: a fundamental approach to even-driving investing*, pag. XXIV).

³⁰⁰ Una strategia simile può ottenersi anche con le opzioni: anziché vendere allo scoperto le azioni della società acquirente, un investitore può vendere opzioni *call* e comprare opzioni *put* con lo stesso *maturity date* e prezzo di esercizio (HOLBER, T. E. (2012), *Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court's Reservations About Shareholders' Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers*, pag. 7)

³⁰¹ Ancora, RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 243

³⁰² Ibid.

2.5.1 (segue): La vicenda

Il 26 luglio del 2004 Mylan Lab., uno dei maggiori produttori statunitensi di prodotti farmaceutici³⁰³, annunciavano un accordo per l'acquisizione di King Pharmaceutical (un'affermata azienda farmaceutica). In particolare, l'accordo si presentava in modo particolarmente vantaggioso per gli azionisti della società *target*, che – ai sensi dello stesso accordo – avrebbero ricevuto 0.9 azioni di Mylan per ogni azione detenuta, ottenendo quindi un *premio* del 61% rispetto al prezzo di chiusura delle azioni di King il 23 luglio dello stesso anno³⁰⁴. Secondo i termini dell'accordo, il perfezionamento della fusione era subordinato all'approvazione di entrambe le società³⁰⁵.

Inoltre, il giorno dell'annuncio della fusione, il prezzo delle azioni King era aumentato di quasi il 25%³⁰⁶ mentre quello delle azioni Mylan era sceso di circa il 17%³⁰⁷.

La vicenda così delineata, nei suoi termini finanziari, offriva la possibilità al fondo *hedge* Perry – già azionista di King – di rientrare dalla perdita (di 20.4 milioni di dollari) conseguita a seguito di un precedente crollo delle azioni della stessa King.

In particolare, il fondo intraprendeva la strategia di *merger arbitrage* al fine di *catturare* proprio la differenza di prezzo tra le azioni delle due società partecipanti

³⁰³ Mylan Lab. fu fondata nel West Virginia nel 1961 da due compagni di armi dell'esercito americano (tali Milan Puskar e Don Panozbegan), lavorando in un singolo ufficio with una manciata di impiegati. Inizialmente svolgevano mera attività di distribuzione, ma poco dopo hanno ricevuto l'approvazione per la produzione di farmaci. Dagli anni '80, la rapida espansione e il successo dell'azienda, sia come distributore che come produttore, le hanno fatto guadagnare un'ottima reputazione alla Borsa di NY. Nel 1984, l'azienda è diventata il primo produttore per brevettare il proprio farmaco, un nuovo antidepressivo chiamato Maxzide (WHITE, L. 2009 (rev. 2014), *Mylan Lab's proposed merger with King Pharmaceutical (abridged)*, pag. 1)

³⁰⁴ Sulla ricostruzione della vicenda giurisdizionale si vedano: SEC (2009), *SEC order against Perry; High River Limited Partnership v. Mylan Laboratories, Inc.*, 353 F. Supp.2d 487, (*United States District Court, M.D. Pennsylvania 2005*). Riassunte in particolare in WHITE, L. 2009 (rev. 2014), *Mylan Lab's proposed merger with King Pharmaceutical (abridged)*; RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pp. 243-246.

³⁰⁵ Così prevede la *NYSE rules*, oggi nella *section 312.03(a)* (approvata il 20 marzo 2019), che si riferisce all'*equity compensation plan and material revisions* (tra i quali rientra la fusione) ai sensi della *section 303A.08*, borsa dove erano quotate entrambe le società: "*both firms to approve the merger before it could be consummated*".

³⁰⁶ SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 3

³⁰⁷ KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy*, pag. 1502

alla fusione. Così, secondo quanto si è detto, Perry iniziava a vendere allo scoperto un numero di azioni Mylan equivalente a quello delle azioni King dallo stesso detenute, riuscendo così a perfezionare la sua *risk-spread position*³⁰⁸.

Senonché – essendo la profittabilità di tale operazione finanziaria, per definizione, direttamente legata alla conclusione della fusione – alla luce delle importanti pressioni degli azionisti di Mylan³⁰⁹ (tra cui in particolare figura il noto *corporate raider* Carl Icahn) tese ad evitare la fusione, il fondo Perry iniziava a valutare varie strategie per poter ottenere le azioni Mylan, così da votare in favore della fusione e profittare dal *merger arbitrage*. Allo stesso tempo il fondo non voleva neanche incorrere nelle eventuali perdite che avrebbero sopportato gli azionisti di Mylan, a causa del crollo del prezzo delle relative azioni a seguito dell’annuncio della fusione.

Il fondo inoltre voleva assicurarsi che il mercato non venisse a conoscenza della strategia di *empty voting* che stava costruendo³¹⁰, in quanto se così fosse stato il *risk-arbitrage spread* – e quindi il potenziale profitto realizzabile con l’arbitraggio – sarebbe diminuito stante il conseguente aumento delle probabilità di completamento della fusione. Da cui la scelta di utilizzare i derivati di *equity* come tecniche dissociative.

³⁰⁸ Se la fusione fosse stata completata in quel momento Perry avrebbe realizzato un profitto pari a 14.4 milioni.

³⁰⁹ Gli investitori in King e Mylan avevano infatti, a causa del differente andamento del valore delle azioni, visioni inevitabilmente conflittuali sulla fusione, ed in particolare, quelli di quest’ultima avevano molte perplessità (tra i tanti UBS Asset Management). In particolare, un noto *corporate raider* Carl Icahn (che considerava l’operazione “*stupid*” dopo aver ricevuto l’approvazione dall’autorità competente (la *Federal Trade Commission*) per acquistare dai 100 ai 500 milioni di dollari di valore delle azioni (per un ammontare, rispettivamente, a 2.4% e 11.9% del capitale), il 7 settembre 2004 compilò la *Schedule 13d* con la *Commission* divulgando che aveva acquistato, attraverso *High River* (un *hedge fund* da lui gestito) il 6.8% delle azioni Mylan e che si sarebbe opposto alla fusione attraverso una sollecitazione alle deleghe (*solit proxy*). Pochi giorni dopo modificò la sua *Schedule 13d* per divulgare una posizione pari a 8.9%. Le conseguenze nel mercato furono imminenti, cosicché, il *risk-arbitrage spread*, in base a quanto visto prima, aumentò del 59% (passando da 3.26 a 5.19 dollari). (WHITE, L. 2009 (rev. 2014), *Mylan Lab’s proposed merger with King Pharmaceutical (abridged)*, pag. 2; SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 4)

³¹⁰ Questa fu la telefonata di un impiegato di Perry ad un *brokerage house* specializzato in prodotti derivati rinvenuta dalla SEC nel corso delle indagini: “*If we traded like a million shares or two million shares of Mylan ... would it print, or would we have to see it hit the tape? ... [C]ould you print on like a consolidated tape at like 6:30 at night tonight or something, so that way it never really hits our tape. I ... You know what I mean, like, there’s exchanges in the Caymans, there’s exchanges in London. ... Ask your [brokerage trader] what is the most discreet way to print this ... and call me back*” (SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 5).

In particolare, dall' 8 settembre 2004 al 24 settembre 2004 Perry acquistava 26.6 milioni di azioni Mylan (per un ammontare pari al 9.9% del capitale) in due modi diversi:

a) 5.6 milioni in regolari operazioni di mercato aperto, che andarono a pareggiare le vendite allo scoperto che Perry aveva già fatto precedentemente³¹¹;

b) 21 milioni (le restanti) da due banche (Goldman Sachs e Bear Stearns), con le quali sottoscriveva anche una serie di *equity swaps* dal *lato corto*, che garantivano così a Perry un diritto di voto “svuotato” del relativo rischio economico³¹².

Soffermandosi ora su quest'ultima transazione – che ha permesso al fondo di diventare un socio/*empty voter* di Mylan – si possono identificare in particolare tre diverse fasi³¹³:

I) Bear Stearns e Goldman Sachs si facevano prestare le azioni di Mylan (garantendo l'operazione con dei *collateral*). Questa operazione non veniva divulgata così da rimanere per la maggior parte nascosta al mercato.

II) Le due banche vendevano le 21 milioni di azioni a Perry, che, tuttavia, prendeva diverse misure per nascondere la vendita al mercato. In particolare, la cessione veniva eseguita a blocchi di 1 e 2 milioni di azioni che il fondo realizzavano in mercati stranieri e nel NYSE “*after hours*”³¹⁴. Strutturati in questo modo, gli scambi non erano riportati da nessun sistema di divulgazione pubblica (*public dissemination service*) e gli altri partecipanti del mercato non ne vennero a conoscenza.

³¹¹ Anche se solitamente un investitore coprirebbe la *posizione corta* così da chiuderla (in modo da smettere di pagare gli interessi alla banca attraverso la quale è stata eseguita la vendita allo scoperto), Perry rimase “*open*” sia in quella in lunga che in quella corta continuando a pagare gli interessi al *broker* per la sua già esistente posizione corta mentre allo stesso tempo deteneva i voti sulle azioni che aveva acquistato per coprire la vendita (RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 244)

³¹² Ibid.

³¹³ Ibid.

³¹⁴ A quel tempo, gli scambi *OTC* al NYSE realizzati tra le 6.30 p.m. e mezzanotte erano riportati solamente il giorno dopo e contrassegnati come “*as of*”. Gli scambi *as of* non venivano diffusi pubblicamente per intero, contrariamente a quelli realizzati nelle normali ore di negoziazione (*regular business hours*). (SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 5, nt. 1)

III) Perry, contemporaneamente all'acquisto sub II), sottoscriveva una serie di *cash-settled equity swap*³¹⁵ con le due banche aventi come sottostante le azioni Mylan. Attraverso gli *equity swaps*, Perry pattuiva di rimborsare alle banche la differenza tra il prezzo al quale le banche gli avevano venduto le azioni e il prezzo di mercato al momento in cui il derivato era stato concluso. Al contrario, se il prezzo di mercato in quel momento fosse stato più basso le due banche avrebbero pagato la differenza a Mylan³¹⁶.

Successivamente a tali operazioni, attraverso un'intervista rilasciata al New York Times³¹⁷, il *corporate raider* Icahn sosteneva pubblicamente che Perry e altri *hedge funds* avevano assunto una posizione in Mylan per votare in favore della fusione e catturare il *risk-arbitrage spread* senza aver alcun interesse economico in Mylan³¹⁸.

Di conseguenza, il 27 gennaio 2005 Icahn, attraverso High River (un *hedge fund* da lui gestito), citava Mylan e Perry dinnanzi alla *United States District Court, M.D. Pennsylvania*³¹⁹ per violazione della *Section 10b-5* e *13d-1* del *Security Exchange Act* del 1934 (o *SEA*) in quanto queste non avevano divulgato fraudolentemente il "*vote-buying scheme*"³²⁰, chiedendo un miliardo di dollari di risarcimento e un'ingiunzione all'esercizio del diritto di voto sulle azioni Mylan³²¹.

Tuttavia, la fusione non si completava per motivi non collegati con quanto sopradescritto. Mylan e King il 27 febbraio 2005 annunciavano infatti, di comune accordo, di voler terminare l'operazione in quanto "[they were] not able to agree

³¹⁵ Anche se non specificato nei documenti rinvenuti personalmente, è molto probabile che si trattasse anche in questo caso di un *TRES*.

³¹⁶ In questo modo, né Perry né le due banche (in quanto la loro posizione lunga dovuta al derivato era stata compensata dalla posizione corta raggiunta attraverso la vendita allo scoperto delle azioni a Perry) avevano alcuna esposizione economica sulle azioni Mylan.

³¹⁷ ROSS SORKIN, A. (2004), *Icahn accuses a hedge fund of stock manipulation*

³¹⁸ Di conseguenza, il fondo, il 23 novembre 2004, si consultò con uno studio legale che gli suggerì di divulgare la sua posizione, e così fece (dopo però più di 2 mesi da quando aveva superato la soglia del 5% ai sensi della *Sec. 13d*).

³¹⁹ *High River Limited Partnership v. Mylan Laboratories, Inc.*, 353 F. Supp.2d 487, (*United States District Court, M.D. Pennsylvania* 2005).

³²⁰ CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, pag. 298

³²¹ KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy*, pag.1504

*upon terms for a revised transaction*³²². Così, divenuta la causa irrilevante Icahn, a seguito dell'ordinanza di difetto di giurisdizione della Corte, non riassumeva il giudizio³²³.

Da ultimo, nel gennaio 2006 la SEC inviava a Perry una *Wells Notice*³²⁴ indicando che stava considerando la possibilità di avviare un'azione legale per violazione della *security law*.

Il 21 luglio 2009, si noti che fino a quel momento non erano stati rilasciati ulteriori dati pubblici in merito all'indagine³²⁵, la SEC annunciava un *settlement agreement* con Perry, ai sensi del quale, il fondo aveva pagato una multa di 150.000 dollari senza ammissione di alcuna violazione³²⁶.

2.5.2 (segue): Considerazioni conclusive

Il noto caso Perry/Mylan, ripreso e citato da autorevoli autori a differenza di CSX/TCI e di Fiat, non è stato oggetto di decisione né da parte della Corte distrettuale della Pennsylvania né dalla SEC. Alla luce di ciò, non si potrà fare alcuna considerazione su come un'operazione così impostata sarebbe stata giudicata ai sensi della normativa federale sulla trasparenza degli assetti proprietari³²⁷.

³²² SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 9.

³²³ HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 829.

³²⁴ È una notifica emessa da un'autorità di regolamentazione (nel caso la SEC) a individui o società con lo scopo di informarli che è stata completata un'indagine in caso in cui vengano riscontrate possibili infrazioni. Una *Wells Notice* dà al ricevente l'opportunità di rispondere e convincere l'autorità che ulteriori indagini o perseguimenti sarebbero ingiustificati ed arbitrari (KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy*, pag.1505 nt. 144)

³²⁵ CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, pag. 298

³²⁶ HAAS, S. M. (2009), *SEC resolves empty voting action involving King-Mylan merger*.

³²⁷ In spregio alle aspettative della dottrina, secondo cui “[t]he controversy surrounding the Mylan/King transaction, combined with the rumors of its secretive past successes, led to great interest in Icahn's lawsuit, as many hoped for a judicial determination of the legality of this strategy. However, due to the subsequent discovery of alleged accounting irregularities at King, Mylan shelved the transaction and eroded Icahn's incentives for pursuing the lawsuit” KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence*

Così, molti autori si sono interrogati e hanno assunto posizioni contrastanti in merito alla capacità del *corpus* normativo³²⁸ e giurisprudenziale³²⁹ statunitense di coprire queste innovazioni finanziarie impreviste (era, infatti, la prima volta che un fondo speculativo provava a chiudere un arbitraggio su fusione attraverso un derivato azionario, o almeno si tratta del primo caso oggetto di cronaca), ovvero se, in base alla legislazione vigente, tali pratiche fossero “legali”³³⁰.

Circa l’indagine della Commissione federale, seppur conclusasi con il pagamento di una somma di denaro da parte del fondo, è d’uopo rilevare alcuni possibili spunti di riflessione.

In particolare, secondo la SEC, Perry avrebbe violato la *Rule 13d* in quanto non avrebbe divulgato, nei 10 giorni successivi al superamento della soglia del 5%, la sua posizione in Mylan (pari al 9.9%).

Di diversa opinione era il fondo, secondo il quale, l’operazione – ritenuta rientrante nell’ “ordinario corso degli affari” (*ordinary course of business*) – sarebbe stata soggetta al diverso e più flessibile regime di *disclosure* ai sensi della *Section 13(g)* del *Securities Exchange Act* del 1934, che prevede un termine di divulgazione più ampio (e cioè, entro i primi 45 giorni dalla la fine dell’anno solare in cui è stata realizzata l’operazione), purché l’acquisto non abbia come obiettivo o effetto quello di cambiare e/o influenzare il controllo dell’emittente acquistato³³¹.

and its effect on shareholder apathy, pag. 1504 e ancora sulla mancata decisione della Corte, CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, pag. 298.

³²⁸ Con particolare riferimento ai *fiduciary duties* (si rimanda al par. 2.9.1).

³²⁹ Come ad esempio la posizione presa nel caso *Schreiber v Carney* sulla liceità della tradizionale “vendita del voto” (si rimanda al par. 2.7).

³³⁰ MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, pp. 188-189, a cui si rimanda anche per i riferimenti dottrinali sulle posizioni divergenti (nt. 17 a pag. 188). Il punto sarà oggetto di analisi nei paragrafi a seguire.

³³¹ Testualmente: “ [Any persons who] [h]as not acquired the securities with any purpose, or with the effect, of changing or influencing the control of the issuer, or in connection with or as a participant in any transaction having that purpose or effect, including any transaction subject to §240.13d-3(b), other than activities solely in connection with a nomination under §240.14a-11 [...], as of the end of any calendar year, is or becomes directly or indirectly the beneficial owner of more than five percent of any equity security of a class specified in paragraph (i) of this section and who is not required to file a statement under paragraph (a) of this section by virtue of the exemption provided by Section 13(d)(6)(A) or (B) of the Act (15 U.S.C. 78m(d)(6)(A) or

Ed è stato proprio su quest'ultima condizione che la *SEC* ha basato il suo *order*. Infatti, la Commissione statunitense ha precisato che: “[w]hen institutional investors, such as Perry, acquire ownership of securities for the purpose of influencing ... the outcome of a transaction — such as acquiring shares for the primary purpose of voting those shares in a contemplated merger — the acquisition is not made... in the “ordinary course” of business.....”³³².

Autorevole dottrina³³³ ha comunque “criticato” in parte la posizione tenuta della Commissione. Infatti, se da una parte, la Commissione ha affrontato e risolto l'aspetto afferente alla divulgazione della *posizione lunga* (e cioè dell'investimento diretto in azioni), dall'altra, non si è pronunciata sulla questione della neutralizzazione del rischio derivante dalla medesima posizione attraverso la sottoscrizione degli *equity swaps*. Infatti, non è stato contestato a Perry l'“acquisto di voti” non sostenuto da alcuna esposizione in Mylan³³⁴, essendo tuttavia questo l'aspetto che risulta maggiormente rilevante anche ai fini della presente trattazione.

In realtà, il fondo, oltre ad aver una posizione economica netta in Mylan pari a zero (la *posizione lunga* dovuta al possesso delle azioni era infatti stata completamente bilanciata dalla posizione corta acquistata attraverso gli *equity swaps*) aveva un *overall economic interest* negativo, in quanto, deteneva una *posizione lunga* anche in King.

Così, se è vero che da un lato non avrebbe subito l'andamento economico di Mylan (per cui era ne era totalmente indifferente), dall'altro avrebbe invece tratto un profitto qualora quest'ultima avesse soprapagato le azioni King per due

78m(d)(6)(B)), or because the beneficial ownership was acquired prior to December 22, 1970, or because the person otherwise (except for the exemption provided by Section 13(d)(6)(C) of the Act (15 U.S.C. 78m(d)(6)(C))) is not required to file a statement, shall file with the Commission, within 45 days after the end of the calendar year in which the person became obligated to report under this paragraph (d), a statement containing the information required by Schedule 13G (§240.13d-102)”.

³³² Secondo la SEC, quindi, comprare azioni in una data società per influenzarne la decisione in operazioni straordinarie (quali le fusioni) non rientra nell'attività di “ordinaria amministrazione” degli investitori istituzionali. (SEC (2009), *SEC order against Perry*, pag. 2).

³³³ Così, RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1037.

³³⁴ HAAS, S. M. (2009), *SEC resolves empty voting action involving King-Mylan merger*.

motivi (non obbligatoriamente collegati): *i*) in quanto generico azionista di King; *ii*) in quanto *merger arbitrageur*, che, come si è detto, trae un profitto esclusivamente se la fusione viene portata a termine.

La questione è stata ampiamente studiata anche dalla dottrina italiana³³⁵, dove è stato dimostrato con delle formule matematiche come il *payoff* o l'interesse economico di un fondo *hedge* varia a seconda che si azzeri o meno l'esposizione economica in una delle società interessate nell'operazione: in particolare, il fondo che non utilizzi tecniche di *empty voting* (come i derivati) incorrerebbe in *payoffs* negativi.

³³⁵Per dare un esempio, si pensi ad una società T (*target*) e una società A (*acquiring* o *bidder*), dove entrambe hanno un circolante pari a 100 azioni negoziate ad 1 dollaro (il valore delle azioni sarà V). Si supponga che T è acquistata da A per prezzo (P) per azioni (che ovviamente potrà essere maggiore, minore o uguale a V), inoltre, che un HF possieda x% di azioni in T e y% di azioni in A, in assenza di sinergie o altri benefici, il *payoff* (S) dell'HF sarà dato da: $S = x(P-V) + y(V-P)$. Questa formula è stata studiata in relazione a tre diversi scenari, ma qui sarà ripreso solo quello simile alla fusione in esame, e cioè dove l'HF assume una posizione azionaria conflittuale detenendo azioni di A e T e, allo stesso tempo, bilanciando (totalmente o parzialmente) il rischio economico connesso alle azioni A.

Se $P=V$, per l'HF sarà economicamente indifferente rispetto alla sua posizione in A e T, mentre in caso di *overpayment* o *underpayment* la situazione cambia. Assumendo che l'HF abbia coperto (completamente) la sua esposizione in A, avrà interesse in un *overpayment* in quanto la copertura realizzata con il derivato sarà uguale a $y(P-V)$, azzerando quindi la seconda parte dell'equazione vista sopra. In una situazione del genere all'aumentare di P seguirà un aumento di S. La caratteristica di una situazione del genere è che, se di *default* in operazioni di fusione, un HF che investe in T avrà maggiore interesse a detenere più azioni in quest'ultima (per guadagnare maggiormente in caso di *overpayment*), si avrà interesse a detenere altrettante azioni in A (a volte anche di più che in T) per poter influenzare il voto in assemblea senza incorrere in alcuna perdita (dovuta ad un eventuale *overpayment*).

Impostata così, la formula non tiene in conto l'efficienza della fusione; mentre, quando questa viene considerata, il *payoff* se la fusione viene conclusa sarà dato da: $S = x(P-V_1) + y(V-P)$, in caso in cui non si concluda, invece, uguale a $S = xV_1 + yV_2$. Dove V_1 è il valore "pre-fusione" di T e V_2 quello, sempre "pre-fusione" di A, e V è il valore "post-fusione" della società risultante. Una fusione sarà efficiente quando $V > V_1 + V_2$ (sarà non efficiente nel caso opposto).

Di conseguenza, il guadagno (G) che l'HF realizza se la fusione si conclude è dato dalla seguente formula: $G = [x(P-V_1) + y(V-P)] - [xV_1 + yV_2]$. Si supponga ora il seguente caso, l'HF detiene il 20% di A e il 10% di T, il cui valore pre-fusione è 3\$ ($V_1=3$); il valore di A è 10\$ ($V_2=10$); la fusione risulterà inefficiente in quanto il valore della società "post-fusione" è di 11\$ ($V=11$). Il prezzo di acquisto è 15\$ (*overpayment*, $P=15$). Si veda come, se l'HF non sottoscriva dei derivati tali da bilanciare la sua esposizione in A, incorrerà in una perdita pari a: $G = [0.1(15 - 3) + 0.2(11 - 15)] - [0.1 \times 3 + 0.2 \times 10] = -1.9$ \$.

In una situazione simile stipulare un *TRES* o uno *zero-cost collar* risulta fondamentale. Questo dovrà essere uguale a $y(V-P)$ (così che la *net economic ownership* in A è pari a 0). L'HF, dopo aver sottoscritto il derivato, mantiene sempre il 20% di A e, alla luce di quanto appena visto, spinga per un aumento del prezzo, arrivando così a 27\$ (anziché 15\$). Il guadagno realizzato, ora, sarà pari a $G = [0.1(27-3) + 0.2(11-27)] - [0.1 \times 3 + 0.2 \times 10] + [0.2(27-11)] = 0.1$.

Risulta evidente come, un HF attraverso l'*empty voting* può spingersi ad approvare fusioni che di per sé sono inefficienti. ZANONI, A. (2009), *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*, pp. 10 ss. e 17 ss.

Per concludere, si segnala, come suggerito da autorevole dottrina in materia di *corporate finance*³³⁶, una strategia alternativa a quella realizzata da Perry. In particolare, anziché “svuotare il voto” attraverso la sottoscrizione di *swaps* sarebbe stato più semplice effettuare un’operazione di prestito titoli tra le due banche e Perry. Tuttavia, potrebbe obiettarsi che così facendo il fondo sarebbe risultato come un azionista “*unreal*”, in quanto il *borrower* è noto che acquista per definizione solamente la proprietà “temporanea” delle azioni, senza sopportare il rischio economico (gravante sul *lender*). Da cui il rischio di minare la credibilità stessa della sua posizione (come successe nel già citato caso Laxey³³⁷).

Secondo Perry, quindi, l’unico modo per diventare un *empty voter*, senza dover divulgare la propria esposizione complessiva e senza che il mercato potesse captare le sue intenzioni, così da non pregiudicare alcunché, era quello di utilizzare gli *swaps*.

Si può dunque affermare, alla luce del caso analizzato, come, anche nell’*empty voting* la possibilità o meno di poter aggirare la normativa sulla trasparenza giochi un ruolo fondamentale. In altre parole, Perry è diventato un *empty voter* attraverso gli *swaps* per risultare verso l’esterno (mi riferisco *in primis* agli altri azionisti, ma anche al mercato in generale³³⁸) come un “normale” azionista di Mylan.

³³⁶ RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 246

³³⁷ Si veda il capitolo precedente al par. 1.7.

³³⁸ La stessa SEC ha sottolineato che se il mercato fosse stato a conoscenza che Perry stesse acquistando azioni in Mylan (senza alcun interesse economico) tali da bilanciare la posizione di Icahn, lo *spread* tra il prezzo delle azioni Mylan e quello delle azioni King si sarebbe ridotto, in quanto la probabilità di realizzazione della fusione sarebbe aumentata.

SEZIONE III – PROFILI CRITICI DELLA *DECOUPLING* NEI RAPPORTI
TRA SOCI

2.6 Democrazia degli *shareholders* e principio dello *one share – one vote*.

Si è iniziato questo capitolo con la premessa che la *decoupling* si pone in netto contrasto con il principio cardine delle *corporations* degli ordinamenti giuridici occidentali, ossia la democrazia plutocratica degli azionisti³³⁹.

Ma questo contrasto risulta tutt’oggi realmente rilevante? In altre parole, può il principio della democrazia plutocratica degli azionisti ostare in modo concreto alla realizzazione di strategie di “voto vuoto” e “proprietà occulta”?

Per rispondere a questi interrogativi è dapprima necessario inquadrare, seppur brevemente, il principio di democrazia degli azionisti.

A partire dal XIX secolo prese avvio all’interno delle *corporations* un fenomeno di progressiva democratizzazione, probabilmente dovuto – o quanto meno influenzato – dall’allargamento del suffragio universale e dalla comparsa nella scena politica della *middle class*³⁴⁰. In altre parole, è iniziata a svilupparsi l’idea di considerare le *corporations* come delle “democrazie rappresentative”³⁴¹.

Così, al pari della classe politica che doveva sottostare al giudizio elettorale, la classe imprenditoriale doveva sottostare a quello delle assemblee degli azionisti³⁴². In quest’ottica il diritto di voto svolgeva un ruolo essenziale, in

³³⁹ Così M. Cian: “*La democrazia proprietaria e il principio della correlazione tra rischio e potere costituiscono i pilastri su cui poggia la struttura di governo delle società di capitali in Italia come in ogni altro paese europeo*” (CIAN, M. (2015), *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l’esperienza italiana in una prospettiva europea*, pag. 1)

³⁴⁰ Così, riprendendo quanto detto da ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D’ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, pag. 23. Allo stesso modo anche S. Bruno rimarca come “[..] l’espressione democrazia azionaria è stata coniata proprio per rappresentare il modello ottocentesco di società anonima, disciplinato seguendo l’analogia tra democrazia politica ed economica e centrato sul principio della sovranità dell’assemblea, essendo quello anche il periodo in cui si andava affermando il suffragio universale” (BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell’assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, pag. 32, nt. 71)

³⁴¹ Così BEBCHUK, L. A. (2005), *The case for Increasing shareholder power*, pag. 837

³⁴² In questi termini, ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D’ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, pag. 23

quanto era lo strumento utilizzato dagli azionisti per scrutinare l'operato e la gestione degli amministratori³⁴³.

In realtà, seppur il fondamento squisitamente politico del principio di democrazia societaria sia, in base a quanto appena detto, evidente, questo doveva tener comunque conto della natura intrinsecamente economica delle società. Così, nonostante alcune “*fantasticherie populiste*”³⁴⁴, l'idea di attribuire il diritto di voto sulla base di un criterio strettamente personalistico – *one person/one vote* – non fu mai presa troppo seriamente³⁴⁵. Difatti, i legislatori dei vari ordinamenti giuridici³⁴⁶, nel delineare la struttura organizzativa delle *modern corporations*,

³⁴³ Secondo Bebchuk infatti: “*The underlying view is that, as long as shareholders have the power to replace the directors, corporate decisions can be expected to serve shareholder interests.*” (Ibid.)

³⁴⁴ Si consideri che all'epoca, negli Statui Uniti come anche negli altri Paesi, gli azionisti erano prevalentemente persone fisiche (ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pag. 36)

³⁴⁵ Al contrario, nelle prime *joint-stock companies* del XIV secolo il voto capitaro era pratica comune: ogni azionista, infatti, aveva un solo voto indipendentemente dal numero di azioni possedute. La *ratio* di questo diverso approccio si può facilmente riscontrare in quella che era l'idea di assemblea degli azionisti in quegli anni: “*The general conception of a shareholder meeting consisted of a meeting among citizens of a small village who would vote on the group's business by a show of hands*” (MARTIN, S. e PARTONY, F. (2005), *Encumbered Shares*, pp. 781 – 782). Per un approfondimento sull'evoluzione storica del principio di democrazia degli azionisti si veda: ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, pp. 19 – 26

³⁴⁶ Nell'ordinamento nordamericano – il primo a dotarsi di questa previsione normativa nel 1897 – il principio “*one share/one vote*” era previsto dall'art. IX § 6 della *Delaware Constitution*. Tuttavia, il legislatore del Delaware tornò molto rapidamente sui suoi passi e trasformò quella che era una regola obbligatoria in una mera *default rule*. Infatti, ai sensi del vigente art. 212(a) del *Delaware Code*: “[u]nless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock, voting stock or shares shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock, voting stock or shares”.

Più rigido è stato invece l'approccio intrapreso dalla *New York Stock Exchange*. La borsa newyorkese infatti – come risposta alla sempre più frequente limitazione dei diritti di voto per alcune categorie di azioni, pratica molto comune nelle *corporations* degli anni '20 – negò, nel 1926, per la prima volta l'ammissione alle negoziazioni di azioni prive del diritto di voto (il caso riguardò la Dodge Brothers). Successivamente, nel 1940, il *NYSE* adottò formalmente una regola generale contro la quotazione delle azioni senza diritto di voto ed estese nel tempo tale posizione restrittiva anche nei confronti delle azioni a voto limitato. Nonostante anche la borsa newyorkese allentò la rigidità del principio dello “*one share/one vote*”, autorevole dottrina americana ritiene che “*remains the dominant practice and rule*”, seppur con “*a few notable exceptions*” (MARTIN, S. e PARTONY, F. (2005), *Encumbered Shares*, pp. 783 – 786). Allo stesso modo anche in HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*, pag. 1059

Nell'ordinamento italiano il principio “*one share/one vote*” – seppur già contenuto in un progetto di legge del 1922 della commissione presieduta da C. Vivante – entrò in vigore solamente con il codice del 1942. In particolare, si può facilmente desumere dalla lettura composta degli artt. 2348,

optarono per un modello economico di democrazia dove il voto spetta al socio in quanto titolare di un'azione. Secondo quest'ultima impostazione, la *corporation* riconoscerà tanti diritti di voto quante sono le azioni che sono state emesse, anziché tanti quanto il numero dei soci sottoscrittori. Da qui l'espressione "*one share/one vote*", nella sua triplice veste di: "*nessun voto senza azioni*", "*nessuna azione senza voto*" e "*una azione, un voto soltanto*"³⁴⁷.

La *ratio* sottesa a questa scelta di politica del diritto deriva da numerosi studi riconducibili al filone della c.d. *law and finance*, che hanno riscontrato nella regola "ogni azione un voto" la soluzione idonea ad incentivare a massimizzare il

2350 e 2441 del codice civile, i quali, rispettivamente, prevedono che "*le azioni devono essere di uguale valore [2463, 2468] e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*", che "*ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione*" e che "*le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute*". In realtà la volontà del legislatore del '42, più che imporne l'adozione, era di vietare le due soluzioni più estreme di deviazione dal principio "*one share/one vote*".

Senza anticipare considerazioni di cui si dirà dopo, si può dire come dell'impostazione delineata nel codice del '42 oggi sia rimasto ben poco. Questo processo di graduale allontanamento dallo "*one share/one vote*" può riassumersi in tre fasi.

I) Nella prima vi è stata l'introduzione delle azioni di risparmio con la L. 276/74.

II) Nella seconda la Riforma del 2003, ai sensi dell'art. 4, c. 6 della Legge Delega della Riforma del diritto societario, ha previsto "*la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*". Così, come riassunto da S. Alvaro, il c.c. consente alle società di emettere, oltre alle azioni ordinarie: a) *azioni assegnate ai soci in modo non proporzionale alle quote del capitale sociale sottoscritto (art. 2346, comma 4)*; b) *categorie di azioni ulteriori rispetto a quelle tipizzate dalla legge e fornite di diritti amministrativi e/o patrimoniali diversi anche per quanto riguarda l'incidenza delle perdite; in tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie (art. 2348, comma 2)*; c) *per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, azioni con diritto di voto limitato a una misura massima o scaglionato (art. 2351, comma 3)*; d) *azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2)*; e) *azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore*⁷⁸ (art. 2350); f) *azioni prive del diritto di voto, eventualmente anche senza privilegi di natura patrimoniale (art. 2351), in precedenza questa facoltà era consentita solo alle società quotate*; g) *strumenti finanziari diversi dalle azioni e forniti di diritti patrimoniali o partecipativi, con la possibile nomina di un amministratore indipendente, di un sindaco o di un membro del consiglio di sorveglianza (artt. 2346, 2349 e 2351)*".

III) Nella terza il D.l. 91/2014 (c.d. decreto competitività), convertito in legge dalla L. 114/2014 ha introdotto le azioni a voto maggiorato e a voto plurimo, rispettivamente ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF e dell'art. 2351, c. 3 e 4 c.c. (ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pp. 63 – 64; ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp. 25 – 30)

³⁴⁷ Così, ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pag. 19; BUSANI, A. e SAGLIOCCA, M. (2014), *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, pag. 1049;

valore dell'impresa³⁴⁸, e a mitigare i c.d. *agency problems* (che, come si dirà più avanti, si differenziano in base ai sistemi societari considerati, di cui Italia e Stati Uniti offrono un ottimo esempio)³⁴⁹.

È stato infatti affermato da autorevole dottrina³⁵⁰ che l'investitore avrà un maggior incentivo ad investire – e quindi a rischiare – in una data società se dal maggior investimento deriva un maggior potere nella gestione³⁵¹. Conseguenza di quanto appena detto è che chi investe (rischia) di più avrà un maggiore interesse a prendere decisioni in modo da massimizzare il c.d. “*firm value*”³⁵², in quanto, allo stesso modo dei diritti di voto, anche i diritti patrimoniali spettano all'azionista proporzionalmente alle azioni detenute³⁵³. E dal momento che il controllo e la conduzione dell'impresa spettano agli amministratori, gli investitori, divenuti azionisti, avranno, non solo maggior interesse a svolgere la c.d. funzione di *monitoring* del management, ma anche maggior possibilità di indirizzarne l'operato attraverso il potere di revoca³⁵⁴.

³⁴⁸ Così, ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, pag. 19

³⁴⁹ Così MARTIN, S. e PARTONY, F. (2005), *Encumbered Shares*, pag. 776; EASTERBROOK, F. H. e FISCHel, D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, pp. 395, 403 – 406

³⁵⁰ Ibid.

³⁵¹ Il “potere” in questione è inteso come diritto di voto, che risulterà essere particolarmente importante nelle questioni principali riguardanti la vita di una società (come ad esempio, approvazione di fusioni, acquisizioni, nomina degli amministratori). E' facilmente ipotizzabile come in caso di vigenza di un voto capitaro nessuno vorrebbe investire di più nelle società se in sede assembleare il voto spettasse a tutti in soci in egual modo.

³⁵² Così, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 814; allo stesso anche secondo R. B. Thompson, lo *one share/one vote* risulta essere un *economic motivation* per gli azionisti nell'esercitare il proprio diritto di voto nelle *corporations*, (THOMPSON, R. B. e EDELMAN, P. H. (2009), *Corporate Voting*, pag. 137)

³⁵³ Questa tesi trova il suo fondamento nella concezione di F. H. Easterbrook e D. R. Fischel che gli azionisti siano i *residual claimants* dei ricavi delle *corporations*. Ed è proprio questo che giustificerebbe l'attribuzione del diritto di voto ai soli *shareholders* anziché anche agli altri *stakeholders*. Conferma di questo si evince in caso la società versi in uno stato di insolvenza, in quanto il potere decisionale si trasferisce dagli azionisti ai creditori “[t]he right to vote (that is, the right to exercise discretion) follows the residual claim.” (EASTERBROOK, F. H. e FISCHel, D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, pag. 403)

³⁵⁴ E' stato evidenziato da autorevole dottrina che “[t]he power to remove directors, if shareholders can exercise it effectly, is a very potent mechanism for controlling agency cost [...]. Boards recognize the credibility of this threat, and consequently will often accede to shareholder demands for change in the boardroom without the need for a shareholders' meeting actually to be called” (KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTING, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W. G. e Rock, E. (2017), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, pag. 55). Quasi 20 anni prima R. Kraakman e B. Black si erano già espressi in tal senso: “[t]he case for the one share,

In altri termini, per garantire un miglior funzionamento delle *corporations* queste dovevano sottostare ad una stretta proporzionalità tra “rischio” (azione) e “potere” (voto). Da qui l’espressione, che da un punto visto sociopolitico potrebbe risultare ossimorica³⁵⁵, “democrazia plutocratica” dove, appunto, il potere (dal greco *kratìa*) appartiene ai ricchi (dal greco *plouòtos*) e quindi – parafrasando nel linguaggio del diritto societario – agli azionisti che hanno sottoscritto (o acquistato) un maggior numero di azioni.

Al contrario, come si è visto nei paragrafi precedenti, la caratteristica principale delle strategie di *empty voting* è proprio la totale assenza di rischio legato all’investimento effettuato dall’investitore/azionista, in quanto l’interesse economico viene trasferito alla controparte finanziaria attraverso la stipulazione di un derivato azionario con *delta* 1. Tra tutti i casi passati in rassegna nei precedenti paragrafi, quello che riesce meglio a “catturare” la rottura del principio di proporzionalità tra rischio e potere (cioè della democrazia plutocratica) è sicuramente il caso Perry/Mylan.

Il fondo Perry Corp., infatti, era divenuto azionista della società Mylan esclusivamente per votare a favore della fusione tra questa e la società King così da trarre profitto dall’operazione di *merger arbitrage* intrapresa. Allo stato dei fatti, tuttavia, se la fusione fosse stata conclusa gli azionisti di Mylan avrebbero subito rilevanti perdite. Per evitare tale inconveniente, il fondo aveva coperto integralmente la sua esposizione in Mylan sottoscrivendo una serie di *equity swaps* con vari intermediari. Una volta divenuto un *empty voter*, il fondo aveva ottenuto tanti diritti di voto – e quindi “potere” nell’assemblea di Mylan – quante erano le azioni acquistate (cioè, in proporzione a quanto aveva “rischiato” comprando azioni). Senonché, alla perfetta equazione “tanti voti = tante azioni” si

one vote rule turns primarily on its ability to match economic incentives with voting power and to preserve the market for corporate control as a check on bad management.” (KRAAKMAN, R. e BLACK, B. (1996), *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, pag. 31)

³⁵⁵ Difatti, non accettata univocamente dalla dottrina italiana che preferisce differenziare la democrazia dalla plutocrazia degli azionisti. Tra questi, secondo F. Chiappetta “[...] *la società per azioni è, nel suo archetipo classico, fondamentalmente plutocratica (prevale chi più ha conferito e, con ciò, più rischia) e non, come pure qualcuno usa dire oggi, democratica.*” (CHIAPPETTA, F. (2017), *Diritto del Governo Societario*, pag. 19). Seppur in modo meno netto, anche G. Rossi sembra differenziare la “*democrazia azionaria*” dal “*modello plutocratico*” (ROSSI, G. (2008), *Il mercato d’azzardo*, pag.40)

erano aggiunti i derivati di *equity*, il cui sottostante complessivo era uguale all'ammontare delle azioni detenute in Mylan. L'equazione si trasformava così in una disequazione dove “tanti voti = tante azioni (intese come rischio economico dovuto all'investimento in una società) – tanti *equity swaps*”, e quindi, “tanti voti > del rischio sostenuto”, in quanto con l'assunzione della *posizione corta* in un derivato azionario con *delta* 1 il rischio economico relativo alla partecipazione sociale viene trasferito alla controparte finanziaria. In altre parole, il fondo, con questa operazione, era riuscito a “rompere” il rapporto proporzionale tra rischio e potere insito nella titolarità del pacchetto azionario.

Il profilo critico di una situazione così delineata è che un azionista può esercitare in modo totalmente arbitrario il diritto di voto, in quanto, non sopportando il rischio del suo investimento, non subirà neanche eventuali perdite causate, come nel caso di specie, dalla deliberazione di operazioni straordinarie volte al perseguimento di obiettivi puramente personali e tendenzialmente non in linea con l'interesse sociale³⁵⁶. Di conseguenza, i soci *empty voter* non avranno più alcun incentivo a voler massimizzare il *firm value* – a meno che questo non coincida con l'interesse individualistico perseguito attraverso la realizzazione di tecniche dissociative – comportando un potenziale ampliamento degli *agency problems*.

È bene a questo punto rispondere ai quesiti con cui si è iniziato questo paragrafo.

Nonostante, la rottura del principio di democrazia plutocratica comporti “a cascata” una serie di problematiche sia giuridiche che economiche – di cui, quanto appena visto, risulta essere solo un preludio – tale principio non può rappresentare lo strumento giuridico volto a contrastare l'imponente uso dei derivati, a fini “dissociativi”, all'interno delle *corporations*³⁵⁷. Ciò poiché, per scelte di politica del diritto, il fondamento giuridico del suddetto principio, e cioè le norme sottese

³⁵⁶ L'interesse sociale come limite alla discrezionalità degli azionisti nell'esercizio del diritto di voto sarà oggetto di un più ampio approfondimento nel corso dei paragrafi successivi.

³⁵⁷ In realtà, nell'ordinamento italiano il noto caso Fiat ha dimostrato che anche una rigida applicazione del principio di democrazia plutocratica degli azionisti non è da solo in grado di arginare completamente al fenomeno “dissociativo”. Tuttavia, la pochezza di episodi realizzati nel nostro Paese impedisce di potersi esprimere in modo assoluto sulla questione se mai il principio in esame possa essere un efficiente e idoneo strumento giuridico ostativo alle tecniche dissociative.

allo “*one share/one vote*”, è stato superato, come evidenziato dalla dottrina pressoché unanime³⁵⁸.

Così, uno dei pilastri delle *corporations* italiane e non³⁵⁹, a presidio e difesa dell’efficienza dell’organizzazione societaria³⁶⁰, ha perso quel “*valore ermeneutico suppletivo*” e quel carattere di “*rigorosa proporzionalità*”³⁶¹ che lo avevano da sempre caratterizzato. Ciononostante, per quanto il legislatore italiano sia andato oltre lo *one share/one vote*, la democrazia plutocratica non potrà mai essere superata *in toto* in quanto è intrinseca nella natura economica e capitalista delle *corporations*.

La differenza è che se in passato “un’azione/un voto” aveva un fondamento normativo – più o meno solido a seconda dell’ordinamento di riferimento – *de iure condito* esso risulta essere non più che un mero principio giuridico a carattere

³⁵⁸ In chiave comparatistica è importante segnalare come il suddetto *superamento* del principio “*one share/one vote*” è avvenuto in modo differente negli Stati Uniti e in Italia. Infatti, come è stato già detto in precedenza (si veda la nt. 346), nel sistema nordamericano la vigenza di una *mandatory and strict rule* che imponesse alle *corporations* l’adesione allo *one share/one vote*, oltre che per periodi relativamente brevi, non vi è mai stata. Al contrario, la presenza di azioni a voto limitato e a voto multiplo ha da sempre colorato la realtà societaria oltreoceano, in particolar modo durante la “*takeover mania degli anni 80*”. Di conseguenza, negli Stati Uniti, a differenza di come è accaduto in Italia, non vi è mai stato un *superamento* vero e proprio dello *one share/one vote*, in quanto questo è stato ed è tutt’ora una semplice *default rule* facilmente e lecitamente superabile a mezzo di una mera previsione statutaria. Da cui si evince l’inidoneità, al pari di quanto vale per il sistema italiano, del principio a “difendere” le *corporations* dalla *decoupling* (VENTORUZZO, M. (2015), *Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?*, pp. 513 – 514; ROSSI, G. (2008), *Il mercato d’azzardo*, pag. 56; ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D’ERAMO, D. e LINCiano, N. (2014), *La deviazione del principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, pp. 41 – 45).

L’ordinamento italiano, invece, fino alla Riforma del 2003 era, come sottolineato da A. Busani, “*rigidamente improntato su un rigoroso rispetto del principio di proporzionalità tra “potere” del socio e “rischio da questi assunto con il suo investimento [...]”*”. Eppure, avendo tale riforma lasciato in vita il divieto di azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, secondo la dottrina il definitivo superamento del principio è avvenuto solo con il decreto competitività del 2014 che ha introdotto le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, scardinando, secondo M. Cian, “*uno degli ultimi baluardi che erano rimasti eretti*” a garanzia del “*l’efficienza corporativa*”. (BUSANI, A. e SAGLIOCCA, M. (2014), *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, pag. 1049; CIANA, M. (2015), *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l’esperienza italiana in una prospettiva europea*, pag. 795; VENTORUZZO, M. (2015), *Un’azione, un voto: un principio da abbandonare?*, pag. 525; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 94 – 95, a cui rimando anche per ulteriori riferimenti bibliografici).

³⁵⁹ Si veda al riguardo la nt. 339

³⁶⁰ “*Thus the legal rules tying votes to shares increase the efficiency of corporate organization.*” (EASTERBROOK, F. H. e FISCHER, D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, pag. 411)

³⁶¹ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 94

tendenzialmente residuale, non più in grado quindi di ostare alla realizzazione di tecniche che prevedono la dissociazione del noto binomio “rischio – potere”.

2.6.1 (segue): Ulteriori considerazioni sugli *agency problems* e sull’ “attivismo” dei fondi *hedge*

Facendo seguito a quanto precedentemente esaminato circa i profili di criticità derivanti dal venir meno del principio di proporzionalità tra rischio e potere, altro importante aspetto che merita sicuramente ulteriori considerazioni, è quello relativo al potenziale ampliamento degli *agency problems*, in particolar modo in ottica comparatistica.

La teoria economica, sostenuta da autorevoli studi empirici, ha dimostrato come gli azionisti – il cui potere di voto eccede la relativa esposizione economica – tenderanno ad esercitare il diritto di voto secondo una non giustificabile avversione al rischio³⁶², non essendo più gli stessi incentivati a prendere decisioni nell’interesse complessivo della società in quanto non più oberati dal rischio economico insito nella partecipazione sociale. Ne discende che tali soci potrebbero essere inclini ad usare la società come “veicolo” per estrarre specifici benefici privati, c.d. *tunneling*³⁶³

La situazione così delineata risulta essere ancora più delicata nei sistemi ad azionariato c.d. concentrato, tra i quali quello italiano è un ottimo esempio³⁶⁴.

³⁶² Così, RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 24

³⁶³ In particolare, la dottrina americana riconosce tre diversi tipi di *tunneling*: i) il *cash flow tunneling* ricomprende quelle operazioni che sottraggono una parte dei flussi di cassi annuali, senza compromettere il “*long-term productive assets*”, e quindi senza indebolire direttamente il “*the firm’s value to all investors, including the controller*”; ii) l’*asset tunneling* si riferisce, invece, al trasferimento dei “*major long-term (tangible or intangible) assets from*” (to) *the firm for less (more) than market value*”, differenziandosi dal primo perché il trasferimento ha un effetto permanente sulla capacità della società di generare utili in futuro; iii) l’*equity tunneling*, da ultimo, permette al socio di controllo di incrementare la propria partecipazione a discapito della minoranza, senza modificare direttamente la capacità della società di produrre valore. (ATANASOV, V., BLACK, B. e CICCOTELLO, C. S. (2011), *Law and Tunneling*, pp. 5 – 6)

³⁶⁴ In realtà, la situazione italiana è più particolare. Così, come sottolineato da autorevole dottrina, il sistema italiano presenta anche elementi riconducibili alle *public corporations* americane, ma

Infatti, nei sistemi così definiti, in cui, insito nella struttura delle *corporations*, vi è l'*agency problem* tra i soci di controllo e soci di minoranza³⁶⁵, l'utilizzo dei derivati di *equity* a fini "dissociativi" può risultare determinante.

Infatti, l'*agent* (socio di maggioranza), forte di un'asimmetria informativa rispetto al *principal* (socio di minoranza), ha di norma incentivi ad agire opportunisticamente proprio per la difficoltà del *principal* di assicurarsi che il comportamento dell'*agent* rispetti quanto da questi promesso³⁶⁶.

È facilmente comprensibile, dunque, come un socio di controllo abbia ancora maggior incentivi ed interessi ad operare perseguendo fini strettamente individualistici ove ricopra allo stesso tempo la *posizione corta* in un derivato azionario *delta 1* idoneo ad annullare e trasferire il rischio economico su altri.

Da tale evidenza discende, l'inasprimento dei c.d. *agency costs*, in quanto il socio di minoranza dovrebbe intraprendere ulteriori e sempre più costose attività di monitoraggio del comportamento dell'*agent*³⁶⁷. In realtà, nell'ordinamento italiano anche la minoranza gode di importanti diritti di *voice* – tra i quali, "bloccare" la decisione della maggioranza (ad esempio art. 2393, c.5, c.c.) ovvero impugnarla (art. 2377, c. 3, c.c.), ovvero ancora chiedere la convocazione o il rinvio dell'assemblea (rispettivamente agli artt. 2367 e 2374 c.c.) – per cui l'utilizzo dei derivati di *equity* potrebbe anche inasprire il problema di agenzia opposto, dove l'*agent* sarebbe appunto il socio di minoranza.

ciononostante "tende a definirsi entro la categoria dei sistemi ad azionariato concentrato". (CHIAPPETTA, F. (2017), *Diritto del Governo Societario*, pag. 15)

³⁶⁵ Ibid., pag. 13

³⁶⁶ Così come evidenziato dalla dottrina giuseconomica, si veda in particolare KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTING, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W. G. e ROCK, E. (2017), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, pag. 29

³⁶⁷ Seppur in termini più generali in merito ad ogni situazione in cui si verifichi un "allentamento" del nesso tra potere deliberativo e rischio dell'investimento, F. Guerrera ribadisce come "tutto ciò, comunque, aumenta il pericolo di abusi legati a scelte opportunistiche o appropriative o dispersive, poiché la "divaricazione" tra proprietà azionaria e potere di voto, se pure in presenza di una partecipazione sottostante, enfatizza i problemi di *agency* insiti nel principio maggioritario e nella possibilità — connaturata ai tipi societari capitalistici — di disporre degli interessi delle minoranze azionarie e degli investitori esterni (e, di riflesso, dei creditori sociali) nel contesto dell'organizzazione collettiva" (GUERRERA, F. (2017), *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, pag. 193)

Il nostro ordinamento, come è noto, non lascia tuttavia senza tutela gli azionisti che, a seconda dei casi, potrebbero subire dei danni da operazioni deliberate in contrasto con l'interesse sociale ovvero in pregiudizio esclusivo della minoranza (o della maggioranza). Di conseguenza, risulterà quindi fondamentale, inquadrare la *decoupling* negli istituti del conflitto di interessi e dell'abuso della maggioranza (minoranza), in quanto funzionali, come affermato in dottrina³⁶⁸, ad impedire “[...] che l'agente possa danneggiare scientemente il suo principale”³⁶⁹.

Nel sistema statunitense l'indicato problema potrebbe, *prima facie*, risultare esattamente ribaltato, in quanto, come evidenziato da autorevole dottrina, “[l]e tecniche di svuotamento del voto consentirebbero a un azionista in condizioni di “superiorità informativa” [...] di “mettere a leva” il proprio investimento azionario ed esercitare un ruolo attivo nella gestione degli emittenti, convogliando presso di sé un potere di voto che rimarrebbe altrimenti “disperso” nel portafoglio di azionisti “passivi”³⁷⁰. In altre parole, attraverso la *decoupling* sarebbe possibile ridurre il problema di agenzia – tipico nei sistemi ad azionariato diffuso, tra i quali quello statunitense costituisce l'archetipo – tra il *management* e gli azionisti³⁷¹.

³⁶⁸ Così DENOZZA, F. (2010), *L'interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pag. 30

³⁶⁹ E' bene precisare che, come si dirà più ampiamente a breve, in questi casi, in cui il conflitto è preesistente o comunque potenziale, l'indagine è volta a verificare in quale misura “il ricorso a strategie di empty voting sia in grado di modificare qualitativamente il quadro della fattispecie” (SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 53).

³⁷⁰ SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 62. Allo stesso modo anche RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pp. 27 – 29, secondo cui “[i]n this way, the collective action problem could be overcome – those shareholders who take an active interest in the strategic direction of the company could accumulate a stronger voting position in order to effectively control the management – and thus, could reduce managerial agency costs”. Ancora, un'ulteriore analisi di quanto appena detto è fornita in BRAV, A. e MATHEW, R. D. (2011), *Empty voting and the Efficiency of Corporate Governance*, pp. 289 ss. Nella dottrina italiana tale orientamento è stato ripreso da DENOZZA, F. (2010), *L'interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”* e da LO PO', L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*.

³⁷¹ Una prima analisi di tale problematica – da cui una copiosa e sterminata bibliografia – è stata affrontata da Berle e Means, i quali nella loro autorevole opera, *“The Modern Corporation and Private Property”* (1932), hanno identificato nella c.d. *separation of ownership* – separazione tra “proprietà” degli azionisti e “controllo” del *management* – l'origine del problema di agenzia tra azionisti e amministratori.

Questa particolarità, tuttavia, è una conseguenza del ruolo che i fondi *hedge* rivestono nell'ambito della *decoupling*. Secondo autorevole dottrina³⁷² si tratta di una delle più rilevanti differenze tra tali fondi e gli altri investitori istituzionali, in quanto i primi “*compiono mirate scelte d'investimento sulla base di approfondite e costose attività di analisi con il deliberato scopo di dispiegare poi le proprie iniziative nei confronti degli amministratori della società target*”³⁷³ (perseguendo una strategia *ex ante*), ed è proprio grazie a queste dettagliate analisi che i fondi *hedge* riescono a porsi nella suddetta condizione di “*superiorità informativa*” necessaria per poter “mettere a leva” il relativo investimento, “plasmato” dall'utilizzo dei derivati azionari a fini “dissociativi”.

Un esempio di questo “connubio” perfetto tra derivati ed attivismo dei fondi *hedge* è riscontrabile proprio nel caso CSX/TCI. Nello specifico, il fondo TCI ha utilizzato una serie di *equity swaps* per ottenere un'esposizione economica in CSX – diventandone, con le modalità sopra esaminate, “proprietario occulto” – in modo da poter esercitare pressioni sul *management* senza essere azionista, senza dover sopportare i costi iniziali dell'investimento e sfruttando l' “effetto sorpresa”³⁷⁴.

Così, la *decoupling* – nella sua versione di *hidden “morphable” ownership* – è stata utilizzata per realizzare una strategia c.d. *attivista*, vale a dire per acquistare partecipazioni in società ritenute “sane” nella sostanza, ma malamente gestite³⁷⁵. Dal che derivano i maggior incentivi e strumenti³⁷⁶, nel monitorare ed indirizzare

³⁷² EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, pp. 941 ss.

³⁷³ Ibid., pag. 941

³⁷⁴ Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pp. 54 – 56

³⁷⁵ Così come rinvenuto da M. Erede e G. Sandrelli, in questo tipo di attività vi è l'essenza delle operazioni realizzate dai fondi *hedge* (EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, pag. 941)

³⁷⁶ Si pensi, ad esempio, ad un rafforzamento del potere di revoca – derivante da una maggiore concentrazione dell'azionariato nelle mani di investitori “informati” – che, come si è già avuto modo di precisare (si veda la nt. 354), è un ottimo strumento per influenzare l'operato del *management*.

il *management*, superando così quella “*rational apathy*” dei piccoli azionisti, che aveva tanto favorito comportamenti opportunistici degli amministratori³⁷⁷.

Tuttavia, se da un lato la maggiore concentrazione e presenza dei fondi *hedge* nelle *corporations* ha attenuato il problema di agenzia tra il *management* e gli azionisti, dall’altro ha aumentato la criticità del rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza³⁷⁸, in quanto i fondi *hedge*, costituiti per realizzare profitti per i propri clienti (e quindi per sé), saranno sì incentivati a monitorare ed influenzare l’operato degli amministratori, ma il tutto sarà funzionale al perseguimento di interessi prettamente individualistici, senza interessarsi del benessere degli altri azionisti. Si creerà così “[...] un evidente conflitto di interessi nel corpo stesso degli azionisti” perché tali fondi, muovendo denaro altrui,

³⁷⁷ Sulla scorta del modello proposto da Berle e Means, la dottrina ha avuto modo di notare come gli azionisti contrari al modo di gestione della società preferivano vendere le proprie azioni anziché esercitare i relativi diritti di *voice*, seguendo la c.d. “*Wall Street Rule*” (e cioè *exit over voice*). Ciò accadeva soprattutto per gli alti costi di coordinazione tra gli azionisti e di informazione nell’acquisire una reale conoscenza dell’operato degli amministratori, ma soprattutto per la debolezza dei poteri degli azionisti nelle società. Infatti, nei sistemi ad azionariato diffuso, tipo quello nordamericano, i *decision* e *appointment rights* hanno pochissima leva sull’operato del *management*, per cui per ridurre i problemi di agenzia si fa ricorso in particolar modo ai c.d. *agent incentives*. (RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pp. 20 – 22; KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTING, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W. G. e ROCK, E. (2017), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, pp. 49, 51 – 53; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pp. 27 – 28). Questo ha spinto autori del calibro di L. A. Bebchuk a proporre una riforma volta appunto ad aumentare il potere degli azionisti (BEBCHUK, L. A. (2005), *The case for Increasing shareholder power*). Per una ricostruzione del voto, sempre riconoscendo una separazione tra potere e proprietà, ma secondo un approccio prettamente sociologico, sulla base di una comparazione tra la teoria di Unger e quella di Berle, si veda FORD, C. e LIAO, C. (2010), *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*

³⁷⁸ Come è stato evidenziato dalla dottrina, “mettere a leva” il potere di voto di un *blockholder* comporta un bilanciamento: “[i]t makes her a more effective monitor of management, but it also enables her to extract more private benefits”. In altre parole, “empowering the blockholder mitigates the agency conflict between managers and shareholders while aggravating the conflict between large and small shareholders”. (BURKART, M. e LEE, S. (2007), *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, pag. 25, a cui rimando per ulteriore bibliografia e precisazioni sul punto). Allo stesso modo anche EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, pp. 937 ss., secondo i quali “è senz’altro vero che la titolarità di pacchetti azionari mediamente più grandi contribuisce a ridurre i costi di coordinamento fra investitori e, contemporaneamente, a rendere meno convenienti le opzioni alternative all’attivismo, quali il disinvestimento (c.d. *exit* [...]) o il disinteresse (c.d. *free riding*)”; ciononostante, gli stessi autori riconoscono comunque che una maggiore concentrazione nelle mani di investitori istituzionali genera e/o incrementa diversi e nuovi problemi di agenzia. Per una più approfondita analisi della questione si rimanda all’autorevole *paper* di BEBCHUK, L. A., COHEN, A. e HIRST, S. (2017), *The Agency Problems of Institutional Investors*.

saranno conseguentemente portatori all'interno della società di interessi extrasociali³⁷⁹. Risulta ora evidente quello che è stato definitivo dalla dottrina nordamericana come il “*dark side of the hedge funds*”³⁸⁰.

Esempi di quanto appena detto sono riscontrabili nei casi passati in rassegna nei paragrafi precedenti. In particolare, nel caso Perry/Mylan il fondo Perry ha usato la propria partecipazione – coperta attraverso una serie di *equity swaps* – in Mylan per concludere e profittare dall'arbitraggio su fusione, con conseguente potenziale danno per i relativi azionisti (dal momento che successivamente all'annuncio della fusione il valore delle azioni di Mylan era sceso drasticamente).

Nel caso CSX/TCI le banche – controparti finanziarie del fondo *hedge* TCI che avevano proceduto all'acquisto delle *hedge shares*, diventando così azionisti di CSX – con molta probabilità avrebbero votato secondo le preferenze del medesimo fondo³⁸¹, qualora il *proxy contest* fosse giunto sino alla deliberazione assembleare. Infatti, come si è detto, tali controparti finanziarie – interessate principalmente al mantenimento di rapporti d'affari – tendono ad esercitare il proprio diritto di voto relativo alle *hedge shares* in conformità agli interessi (e quindi in base alle richieste) dei clienti (e quindi di TCI), indipendentemente dalla effettiva massimizzazione del *firm value* della società partecipata.

Stesse considerazioni possono essere fatte valere per la banca d'affari Merry Lynch nel caso Fiat (seppur in questo caso il fine perseguito attraverso le tecniche di “occultamento” della proprietà fosse differente).

Appare possibile affermare dunque che, a causa del centralissimo ruolo giocato dai fondi *hedge* nella *decoupling*, anche nelle *corporations* nordamericane – al pari di quelle italiane – l'utilizzo dei derivati di *equity* a fini “dissociativi” va

³⁷⁹ In questi termini, ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pag. 45

Di conseguenza, la presenza di investitori istituzionali nelle *corporations* ha “trasformato” il vecchio modello della “*separation of ownership*” di Berle e Means nel nuovo “*separation of ownership from ownership*” (STRINE Jr., L. E. (2006), *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, pp. 1765 ss.). Nella dottrina italiana la questione è stata affrontata da ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pp. 45 – 54

³⁸⁰ KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2007), *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, pp. 1027, 1072 ss.

³⁸¹ Si vedano al riguardo il par. 2.2 del presente capitolo dove si discute la pratica degli intermediari di trasferiscono le azioni o di votare in modo conforme agli interessi del cliente.

inquadrato nel potenziale conflitto di interessi dei soci, regolato nel nostro ordinamento dall'art. 2373 c.c. e dall'abuso di maggioranza (minoranza), e disciplinati nell'ordinamento d'oltreoceano dall'istituto del *fiduciary duty*, con particolare riferimento al *duty of loyalty*.

2.7 Configurabilità di un conflitto all'interno della compagine sociale. Prime osservazioni a partire dalla tradizionale c.d. “vendita del voto” .

Va innanzitutto osservato come la *decoupling* non crea di per sé il problema del potenziale conflitto dei soci, potendo piuttosto, a seconda dei casi, acuirlo e/o agevolarlo qualora il socio/*empty voter* sia già portatore di un interesse strettamente individualistico. La dottrina ha, infatti, osservato che “*la circostanza che un azionista abbia un potere di voto non proporzionato all’interesse economico sottostante descrive semplicemente un fatto*”³⁸², generato da strategie di investimento, che nel caso in particolare ricomprendono la sottoscrizione di derivati azionari. Questo rende necessario rivolgere l’attenzione ai rapporti tra il *empty voter* e la compagine generale dei soci.

Bisogna dunque stabilire – come ha segnalato la dottrina internazionale³⁸³ – se e in che modo le strategie di “svuotamento” del voto e di “occultamento” della proprietà si risolvano in situazione patologiche.

In particolare, ci si riferisce: *i*) al perseguimento di un interesse “extrasociale” pregiudizievole – o anche solo potenzialmente pregiudizievole – all’interesse sociale, con la conseguente azionabilità dell’art. 2373 c.c., e *ii*) al danneggiamento

³⁸² Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 145. L’autore riprende a sua volta il pensiero di A. D. Scano, secondo cui appunto un “*bad empty voting*” non esisterebbe in quanto non rappresenta un problema di per sé, ma solo se viene utilizzato come strumento per il perseguimento di interessi individualistici (SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, pp. 182 – 184). Allo stesso modo anche in FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 640 e in SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, pag. 182 dove l’*empty voting* è definito come “*neutral device*”.

³⁸³ Tra i tanti: GUERRERA, F. (2017), *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*; SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*; FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*; ZANONI, A. (2009), *Hedge funds’ empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*; SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*; SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*; BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell’assemblea di S.p.A. nella corporate governance*; DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”?*; EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*; KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2007), *Hedge funds in corporate governance and corporate control*; ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*; MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*; THOMPSON, R. B. e EDELMAN, P. H. (2009), *Corporate Voting*

dei soci di minoranza (maggioranza) violando il principio risultante dal combinato disposto degli artt. 1175 e 1375 c.c. ovvero quello di origine angloamericana del *fiduciary duty*.

Una delle maggiori problematiche riscontrate dalla dottrina nello studio della *decoupling* è la mancanza, ad eccezione dei noti casi (alcuni dei quali passati in rassegna in questa trattazione), di consistenti dati empirici³⁸⁴, motivo per il quale le ricostruzioni effettuate volte ad inserire la *decoupling* nell'ambito di applicazione degli istituti sul conflitto tra soci appaiono prive di un riscontro giurisprudenziale sullo specifico fenomeno in questione. Da qui la tendenza di parte della dottrina³⁸⁵ a ricostruire la questione sulla scorta, in particolare, di un fenomeno piuttosto comune alle *corporations* di tutto il mondo, costituito dalla c.d. "vendita del voto".

Non è un caso, infatti, che la migliore dottrina sulla *decoupling*³⁸⁶ abbia definito la dissociazione della partecipazione azionaria quale "nuova vendita del voto" – dall'inglese *new vote buying*, essendovi tra le due figure un' "analogia funzionale"³⁸⁷. Ciò in quanto, sul piano strettamente concreto, quanto differenzia la tradizionale vendita del voto – intesa come quell'accordo "attraverso il quale una parte si impegna, nei confronti di un'altra [dietro corrispettivo], a votare in

³⁸⁴ Il punto è stato sollevato in RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1055, infatti secondo l'autore "it is difficult to assess whether we have exposed only the tip of the iceberg".

³⁸⁵ Per tutti: CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, pp. 263 ss.; FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pp. 636. Per la dottrina statunitense si veda ad esempio CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, pp. 309 ss. Nella dottrina europea, invece, il punto viene colto in VANNESTE, K. (2014), *Decoupling economic rights from voting rights: a threat to the traditional corporate governance paradigm*, pp. 66 ss.

³⁸⁶ HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pp. 815 ss.; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*, pp. 1015 ss.; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, pp. 345 ss.; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, pp. 666 ss.; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*, pp. 632 ss.

³⁸⁷ Così, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 638

un certo modo”⁽³⁸⁸⁾⁽³⁸⁹⁾ – dalla *decoupling*, è solamente la tecnica attraverso la quale il voto viene “trasferito”, mentre il risultato ottenuto è sostanzialmente lo stesso³⁹⁰.

³⁸⁸ Ibid., pag. 636.

E’ importante ricordare che in realtà non vi è alcun trasferimento in senso tecnico del diritto di voto. Infatti, come ripreso da C. A. Busi: la “dottrina ha [...] sottolineato come l’espressione «vendita del voto», mutuata dalla locuzione inglese «vote buying agreement» sia meramente descrittiva ed impropria, in quanto nella vicenda indicata come vendita del voto non si realizza una vera e propria traslazione del diritto di voto, ma piuttosto l’acquisto in capo all’acquirente di un diritto di credito ad un *facere* o a un *non facere*” (BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pag. 1180)

³⁸⁹ Nella dottrina nordamericana si distinguono in particolare quattro fondamentali differenti tipi di “vote buying”. I) Lo “*standard share buying*” si riferisce all’acquisto dei diritti di voto attraverso l’acquisto di azioni in una società che ha non differenti classi di azioni. II) Con il termine “*equity-centered vote buying*” ci si riferisce all’acquisto di “[...] *voting rights that are disproportionate to his share of the equity interest in the corporation, that is, disproportionate to his right to the corporation’s residual earnings, yet his chief interest in acquiring voting rights may be the protection of his equity interest*”, interesse che può essere sia preesistente ovvero acquistato contemporaneamente all’acquisto dei diritti di voto; III) Nello “*special interest vote buying*” l’acquisto dei voti da parte del *terzo* è realizzato per realizzare “[...] *the principal purpose, or with the principal effect, of improving his ability to maintain or develop a non-shareholder business relationship with the company*”; è inoltre molto frequente che questa tipologia di “vendita del voto” involva anche una tra le altre due appena viste. IV) L’ultimo tipo è il “*pure vote buying*”, che si riferisce all’acquisto di “*voting rights for the principal purpose, or with the principal effect, of improving his ability to affect corporate decisions that could help or hinder attainment of goals he considers desirable, even though he has no equity interest in nor a non-shareholder business relationship with the company*”. (CLARK, R. C. (1979), *Vote Buying and Corporate Law*, pp. 790 – 793)

³⁹⁰ Questa uguaglianza sostanziale è stata ampiamente ripresa da A. Monga, secondo cui la dissociazione della proprietà realizzata attraverso i derivati azionari non è altro che un “*de facto vote buying*” (MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, pp. 188 ss.). Ciononostante, la presenza o meno di un “accordo” di vendita del voto risultava essere decisivo in materia di trasparenza di assetti proprietari. Infatti, prima delle recenti modifiche del TUF e Reg. Emit. la comunicazione delle posizioni assunte attraverso i derivati si basava sull’istituto dell’interposizione reale di persona (art. 118 Reg. Emit): di conseguenza, la *decoupling* realizzata attraverso i derivati azionari sarebbe stata “catturata” dalla disciplina sulla trasparenza solamente se la Consob fosse riuscita a dimostrare l’esistenza di “*un patto*” (o accordo)³⁹⁰ caratterizzante appunto l’interposizione reale (FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pag. 126). La vendita del voto può essere facilmente ricompresa nell’interposizione reale di persona in quanto, secondo l’impostazione della dottrina classica, il socio (intermediario) sottoscrivendo le azioni “*assume in proprio i diritti [di voto] che derivano dal contratto [di società]*” e si obbliga “*a ritrasferirli all’interponente (l’acquirente) del voto) con un ulteriore atto (l’accordo di vendita del voto)*” (NANNI, L. (1990), *L’interposizione di persona*, pp. 38 – 39). Tale accordo, invece, è del tutto assente nelle strategie di *decoupling* attuate mediante i derivati azionari, specialmente se *cash-settled*, in quanto, come si è ampiamente ribadito, in queste l’influenza del “proprietario occulto” sull’esercizio del diritto di voto da parte della controparte – che per prassi finanziaria sarà *empty voter* in quanto “coprirà” completamente il rischio acquistando le azioni rappresentanti il sottostante del derivato – è dovuta ad una mera volontà di questa di mantenere rapporti d’affari con i propri clienti. Nella giurisprudenza nordamericana problematiche relative a questo particolare profilo sono state riscontrate dalla *South District Court* di New York nel caso CSX/TCI. Infatti, secondo la Corte newyorkese proprio l’assenza di un contratto, accordo o altra convenzione sul diritto di voto ha impedito di qualificare

Volendo confrontare, seppur sinteticamente, le due figure si può pertanto affermare che l'“acquirente di voto” nella “vendita tradizionale” si trova in una posizione esattamente intermedia tra quella del socio *empty voter* e quella del “proprietario occulto”³⁹¹. Da un lato, l'acquirente esercita il diritto di voto senza sopportare il rischio dell'investimento (*empty voting*), non in virtù dell'utilizzo di un derivato a fini “dissociativi” (o di altre tecniche di dissociazione) bensì rimanendo esterno alla compagine sociale in quanto non titolare di una partecipazione azionaria. Dall'altro, costui esercita il diritto di voto in maniera informale, al pari di un “proprietario occulto” (*hidden “morphable” ownership*), attraverso il socio che voterà secondo le sue preferenze.

Tuttavia, l'acquirente si differenzia dal “proprietario occulto” perché nella *decoupling* manca di norma un accordo esplicito con cui il socio *empty voter* si impegna a votare secondo le richieste del “proprietario occulto”. Questo avviene invece per una mera prassi di mercato con effetti sostanzialmente identici, in quanto in fase di deliberazione assembleare ci sarà un socio che eserciterà il proprio diritto di voto soddisfacendo interessi personali e/o di terzi, in potenziale conflitto con quello sociale. In altre parole, come evidenziato dalla dottrina, “*dal punto di vista sostanziale [...] il voto è separato dalla proprietà economica*”³⁹², con conseguente possibilità, almeno in questa prima fase, di trattare la *decoupling* allo stesso modo della tradizionale “vendita del voto”.

L'orientamento della dottrina e della giurisprudenza sia italiana che statunitense sulla “*commerciabilità del voto*”³⁹³ ha visto un percorso caratterizzato da importanti tratti comuni.

In entrambi gli indicati ordinamenti era assolutamente predominante la tesi dell'illiceità della “vendita del voto”, dapprima, nel nostro ordinamento, per

la posizione ricoperta dal fondo *hedge* TCI in CSX come *beneficial owner* in quanto detentore del c.d. *voting power* ai sensi della *rule 13d-3(a)(1)*.

³⁹¹ In epoca non sospetta E. Scimemi sosteneva già come “[...] in tutti questi casi il diritto di voto è dissociato dalla posizione economica sostanziale, ma non dalla titolarità formale di un diritto reale sulle azioni”. (SCIMEMI, E. (2003), *La Vendita del Voto*, pag.22)

³⁹² Così, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 638

³⁹³ Termine ripreso in BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pag. 1186.

contrarietà all'ordine pubblico³⁹⁴ (nella giurisprudenza nordamericana si fa invece richiamo alla *public policy*³⁹⁵) ovvero, secondo altri, per contrasto con le regole del “buon costume”³⁹⁶, mentre in epoca più recente si è invece andata affermandosi nella dottrina italiana la teoria secondo la quale la “vendita del voto” si pone in contrasto con il perseguimento dell'interesse sociale³⁹⁷, trovando così un limite invalicabile nell'art. 2373 c.c.

È necessario a questo punto precisare che l'ultimo orientamento della dottrina, che ha fra i propri illustri esponenti il Sena, muove dall'accoglimento di un'interpretazione intermedia della teoria contrattualistica dell'interesse sociale³⁹⁸, inteso quale “*interesse comune al conseguimento dello scopo che i soci si sono proposti di raggiungere col contratto di società*”³⁹⁹. In tal modo, facendo leva sulla concezione dei soci quali parti del contratto sociale (art. 2247 c.c.), la

³⁹⁴ Così, VIVANTE, C. (1914) *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, pp. 173-174. Secondo l'autore “[l]’attività degli uomini procede ordinatamente, perché ad ogni loro atto e ad ogni loro parola si accompagna una certa responsabilità. Se [...] coloro che non sono azionisti potessero votare col voto altrui, quelli che deliberano [...] prenderebbero, senza il freno che viene dalla proprietà delle azioni, tutte le iniziative più audaci, senza pesare sufficientemente i rischi che questa speculazione porta a scapito degli azionisti”. E’ bene precisare che l’orientamento espresso dall’autore sulla “vendita del voto” deve essere inquadrato nel vecchio dibattito, non più attuale, sulla liceità dei patti parasociali, in particolare dei sindacati di voto. La differenza tra le due figure è stata dapprima sollevata da G. Rossi che suggerisce una distinzione sotto il “profilo causale” tra “l’affermazione, «Ti darò cento se voterai in un certo modo»” e la “proposizione: «Ti acquisterò le azioni se voterai in quel modo»” (ROSSI, G. (1990), *Le condizioni del closing*, in BONELLI, F. e DE ANDRE’, M., *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, pag. 177), mentre in epoca più recente è stata ripresa in BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pp. 183 – 184

³⁹⁵ Il riferimento è in particolare a: *Woodruff v. Wentworth*, 1882 WL 11067 (Supreme Judicial Court of Massachusetts 1882); *Palmbaum v. Magulsky*, 104 N.E. 746 (Supreme Judicial Court of Massachusetts, Suffolk 1914); *Dieckmann v. Robyn*, 141 S.W. 717 (St. Louis Court of Appeals, Missouri 1911). Nell’analisi di quest’ultimo caso di C. A. Busi, viene detto come la *Court of Appeals* del Missouri decise che “*il contratto con cui un socio aveva consentito a vendere il suo voto in cambio di una controprestazione suscettibile di valutazione economica, a lui dovuta, era nullo per contrasto con l’ordine pubblico, operando come una «constructive fraud» ai danni della società e anche degli altri soci. La Corte osservò che tale contratto garantisce al venditore una «valuable consideration» che può indurlo a violare qualsiasi rapporto fiduciario in cui si trovi, allo scopo di perseguire i propri interessi privati a danno di quelli della società e degli altri soci*” (BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pp. 1181 – 1182)

³⁹⁶ In questo senso COTTINO, G. (1958), *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, pp. 238 ss.

³⁹⁷ In questo senso SENA, G. (1961), *Il voto nella assemblea della società per azioni*, pp. 311 ss. L’autore, al pari della precedente dottrina di Vivante, ha sostenuto l’illiceità della “vendita del voto” nel contesto del dibattito delle convenzioni di voto.

³⁹⁸ *Ibid.*, pp. 155 ss., 365. In particolare, a pag. 158 parla di “tesi intermedia”.

³⁹⁹ *Ibid.*, pag. 159

dottrina in esame nega la liceità della “vendita del voto” in quanto “*sia pure in virtù di una convenzione efficace inter partes, il voto viene sottratto al socio ed affidato [al terzo acquirente del voto]*”⁴⁰⁰, soggetto quest’ultimo che, in quanto estraneo alla società, “*svolge un interesse extra-sociale*” non rilevando in alcun modo che “*tale interesse possa anche essere solidale con l’interesse sociale; rimane pur sempre un interesse extra-sociale*”⁴⁰¹, e perciò in contrasto con l’art. 2373 c.c.

L’orientamento alla base di tale dottrina è stato da ultimo avallato dalla Cassazione con la sentenza n. 7030 del 1994⁴⁰².

Focalizzando sul punto, seppur brevemente, l’attenzione della dottrina americana, si può tracciare ancora un’analogia con l’esaminato orientamento della dottrina italiana. Nella letteratura d’oltreoceano la teoria dell’illiceità della “vendita del voto” per contrarietà alla *public policy* ha lasciato il posto a quella più vicina alla nostra teoria contrattualistica, proposta da F. H. Easterbrook e D. R. Fischel. I noti autori americani hanno così negato fermamente la liceità del *vote buying agreement* in quanto attribuire il voto ad un soggetto estraneo alla società vorrebbe dire “spezzare” quella relazione biunivoca tra soci e *residual claimants* della società, che è il presupposto stesso dell’attribuzione del diritto di voto ai soci⁴⁰³. Da questo principio la celebre frase “[i]t is not possible to separate the voting right from the equity interest”⁴⁰⁴. Secondo questa impostazione, a trazione principalmente economica, solo i soci devono poter votare perché – essendo i *residual claimants* della società – sono gli unici soggetti in grado di prendere

⁴⁰⁰ Ibid., pag. 312

⁴⁰¹ Ibid., pag. 330

⁴⁰² La decisione della Corte è orientata infatti nel senso di dichiarare la nullità dell’atto con il quale “*i soci [...] si impegnano nei confronti di un terzo, socio uscente ed ex amministratore unico della società, a non deliberare l’azione sociale di responsabilità nei confronti dello stesso [...], in quanto il contenuto della pattuizione realizza un conflitto di interessi tra la società ed i soci fattisi portatori dell’interesse del terzo ed integra una condotta contraria alle finalità inderogabilmente imposte dal modello legale della società, non potendo i soci non solo esercitare, ma neanche vincolarsi negozialmente ad esercitare il diritto di voto in contrasto con l’interesse della società*”. Questa la massima della Cass. nella nota a sentenza di CAMILLETTI, F. (1997), *Convenzioni di voto e conflitto di interessi*, pag. 99

⁴⁰³ Così, EASTERBROOK, F. H. e FISCHEL, D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, pag. 403

⁴⁰⁴ Ibid., pag. 410

decisioni volte a massimizzare il *firm value* e quindi lo *shareholder value*⁴⁰⁵ (ossia, “*massimizzare il valore attuale delle azioni che compongono il pacchetto azionario*”⁴⁰⁶), che sembra somigliare non poco all’interesse sociale secondo la teoria contrattualistica italiana⁴⁰⁷. Tale opinione sembra trovare un’ulteriore conferma nella giurisprudenza della Cassazione, la quale con la sentenza n. 15950 del 2007 ha inteso l’interesse sociale quale “*l’insieme di quegli interessi comuni ai soci, in quanto parti del contratto di società, che con che concernono la produzione del lucro, la massimizzazione del profitto sociale (ovverosia del valore globale delle azioni o delle quote [...])*”⁴⁰⁸.

Tornando all’ordinamento italiano, si può dire come la chiave di volta circa l’ammissibilità della “vendita del voto” e quindi del superamento di quel vizio genetico rappresentato dal conflitto con l’interesse sociale è costituito dalla sentenza della Cassazione n. 9191 del 1996, che ha superato la pronuncia del 1994.

Con la richiamata pronuncia, condivisa da autorevole dottrina⁴⁰⁹, la “vendita del voto” dovrà considerarsi lecita purché l’interesse del *terzo acquirente*, ancorché personale, possa considerarsi “*rientrante nella sfera degli interessi collettivi e*

⁴⁰⁵ L’equivalenza tra *firm value* e *shareholder value* è stata evidenziata in FISCH, J. E. (2006), *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, pag. 658

⁴⁰⁶ Questa la lettura della dottrina americana data in JAEGER, P. G. (2000), *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, pag. 804.

⁴⁰⁷ Secondo P. G. Jaeger “[l]a teoria della *shareholder value* rappresenta, apparentemente, la più radicale delle concezioni contrattualistiche. [...] Si tratta perciò di un interesse esclusivo dei soci, intesi come gruppo”. Senonché, sempre ad opinione dell’autore l’interesse dei soci, identificato nel massimizzare il valore delle azioni, si manifesterebbe solo “*con la perdita della qualità di socio*”. Di conseguenza, lo *Shareholder Value* dovrebbe posizionarsi in realtà a metà tra la teoria istituzionalista tedesca dell’*Unternehmen an sich* (intesa come l’”*Unternehmen*”) e la nostra tradizionale teoria contrattualistica (JAEGER, P. G. (2000), *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, pp. 811 – 812). Sul rapporto tra *shareholder value* e interesse sociale si veda anche FERRARINI, G. (2002), *Valore per gli azionisti e governo societario*, pp. 476 ss., secondo cui “*la nozione di shareholder value inevitabilmente si incontra con quella di interesse sociale*”. E ancora, SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pp. 106 – 107

⁴⁰⁸ Così si legge nella nota alla sentenza in TIMPANO, E. (2009), *L’interesse sociale fra contrattualismo ed istituzionalismo in relazione al conflitto d’interessi assembleare ed all’abuso della regola della maggioranza*, pp. 657 ss.

⁴⁰⁹ Per tutti, JAEGER, P. G. (1997), *Ammissibilità e limiti dell’accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. “vendita del voto”)*

sociali”, mentre sarà vietata ove l’interesse sia “*definibile come individuale ed extrasociale*”⁴¹⁰ con conseguente operare del disposto dell’art. 2373 c.c.⁴¹¹.

Con la già richiamata sentenza n. 9191 del 1996 infatti, il giudice di legittimità, abbandonando definitivamente il precedente orientamento, ha affermato che “*la legittimità di un compenso di carattere economico per l’esercizio del diritto di voto [...] non può essere, in linea di principio, esclusa*”⁴¹², aprendo in tal modo ad una nuova interpretazione dell’interesse sociale secondo la visione contrattualistica.

Se è pur vero che l’interesse sociale è quello comune dei soci formato dall’interesse individuale e concreto di ciascuno che diviene “solidale” perché volto al perseguimento di un medesimo obiettivo condiviso⁴¹³, non viene più escluso *a priori* che un *terzo* possa avere un interesse compatibile con quello comune dei soci⁴¹⁴, in quanto l’interesse comune dei soci come parti del contratto sociale rileva solamente nel momento genetico dell’interesse sociale, mentre successivamente nulla esclude che questo possa essere “trasferito” a soggetti *terzi*, purché venga rispettato l’interesse comune dei soci così come formatosi nel momento di stipulazione del contratto sociale.

⁴¹⁰ Ibid., pag. 246

⁴¹¹ Tale tesi è stata ampiamente criticata da E. Scimemi. In particolare, l’autore sostiene che “*non è possibile piegare il rispetto dell’interesse sociale a criterio di ammissibilità, a pena di nullità, dei patti di voto, quale che sia la loro struttura (in particolare: associativa o di scambio), poiché in base all’art. 2373 c.c. il conflitto di interessi da un lato comporta solo l’annullabilità delle delibere assembleari, dall’altro deve accompagnarsi ad ulteriori presupposti «(il danno potenziale e la posizione determinante dei soggetti in conflitto di interessi)».* Secondo la visione dello Scimemi – seppur tale risoluzione della problematica sia stata accolta in dottrina e in giurisprudenza – costituisce “*al contrario soltanto un punto di partenza, un invito a proseguire l’indagine*” e non quindi il carattere conclusivo della questione (SCIMEMI, E. (2003), *La Vendita del Voto*, pp. 84 – 87, 98). Tuttavia, si deve tenere bene a mente il momento storico in cui è stata elaborata tale dottrina, e cioè prima che la novella del 2003 richiedesse, per annullare la delibera assunta in conflitto di interessi anche gli “ulteriori presupposti” della “prova di resistenza” e del “danno potenziale”

⁴¹² Questa la motivazione della Cassazione massimata in JAEGGER, P. G. (1997), *Ammissibilità e limiti dell’accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*, pag. 237

⁴¹³ SENA, G. (1961), *Il voto nella assemblea della società per azioni*, pag. 159

⁴¹⁴ E’ bene precisare come parte della dottrina – attraverso una lettura dell’art. 2373 c.c. – aveva già riconosciuto la compatibilità della “vendita del voto” con la disciplina sul conflitto di interessi in quanto, come autorevolmente sottolineato, “*l’art. 2373 c.c., parlando di interesse in conflitto "per conto proprio o di terzi", sembra ammettere implicitamente anche la possibilità di realizzare un interesse del terzo, purché anche questo non risulti incompatibile con quello societario*” (CAMILLETTI, F. (1997), *Convenzioni di voto e conflitto di interessi*, pag. 101)

In tale nuova impostazione l'illiceità della "vendita del voto" perde quindi quel carattere di vizio genetico per contrasto *ab origine* con l'interesse sociale, per giungere invece ad un'illegittimità per conflitto con l'interesse sociale che, al pari di ogni altra operazione societaria, va provata caso per caso *ex post*.

A conclusioni non così tanto lontane è arrivata anche la giurisprudenza del Delaware, che a dire il vero ha anticipato sul punto gli Ermellini di circa un decennio. Infatti, nel noto caso *Schreiber v. Carney* la *Chancery Court* del Delaware ha superato decisamente l'orientamento precedente sulla illiceità del "vote buying" per contrarietà alla *public policy*, affermando che un accordo che prevede il trasferimento del diritto di voto scisso dal trasferimento delle azioni non è necessariamente illegale, dovendo il profilo di liceità essere esaminato in base all'oggetto o all'obiettivo perseguito⁴¹⁵. In particolare, l'analisi del caso (e di altri simili) ad opera di autorevole dottrina americana ha evidenziato come le Corti americane tendano a non sanzionare la "vendita del voto" ove – e nei limiti in cui – la stessa allinei gli interessi economici degli azionisti a quelli delle *corporations*⁴¹⁶, mentre sarà considerato illegale se volta a truffare ("defraud") o in qualche modo a privare del diritto di voto gli altri azionisti ("disenfranchise the other shareholders")⁴¹⁷, con la conseguenza che – essendo sempre ad opinione della Corte "facilmente suscettibile di abuso" – dovrà rientrare nel novero delle "transazioni annullabili" soggette all' "intrinsic fairness test"⁴¹⁸.

La soluzione raggiunta dalla Corte del Delaware, seppure con riferimento al solo risultato ottenuto, ricalca sostanzialmente l'approccio della Cassazione, essendosi entrambe le Corti pronunciate in modo da non sanzionare di per sé la "vendita del voto", anzi riconoscendone per lo più la liceità ove rientrante nella sfera degli interessi societari.

Nonostante l'evidenziato punto di convergenza, le decisioni delle due Corti differiscono completamente in quelli che sono i limiti (negativi) sottesi alla

⁴¹⁵ *Schreiber v Carney*, 447 A.2d 17 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1982), al par. IV dell'*opinion* del vice Chancellor M. A. HARTNETT

⁴¹⁶ Così, THOMPSON, R. B. e EDELMAN, P. H. (2009), *Corporate Voting*, pag. 165

⁴¹⁷ *Schreiber v Carney*, 447 A.2d 17 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1982), al par. IV dell'*opinion* del vice Chancellor M. A. HARTNETT.

⁴¹⁸ *Ibid.*

comunemente riconosciuta liceità dell'operazione di vendita, ponendo la Corte americana il *focus* della questione sulla *correttezza* dell' "accordo" che dovrà essere vagliata nell'*intrinsic fairness test*, così da valutare se sia stato realizzato per danneggiare o meno gli altri azionisti. Così, per quanto affascinante sia la soluzione prospettata nel caso *Schreiber v. Carney* di vincolare la liceità della dissociazione alla correttezza intrinseca dello strumento che la genera (nel cui caso, l'accordo di vendita del voto), risulterà totalmente inapplicabile alla *decoupling*, soprattutto se realizzata in via "sintetica"⁴¹⁹. Infatti, come si è avuto modo di precisare, i derivati di *equity* trasferiscono la proprietà economica e l'informale diritto di voto, non solo senza intaccare la partecipazione azionaria, ma senza che vi sia mai un vero e proprio "accordo" di trasferimento, da cui l'inapplicabilità dell'*intrinsic fairness test* in quanto mancherebbe proprio l'accordo da sottoporre al test⁴²⁰.

Si potrebbe quindi giungere alla pericolosa conclusione che nel diritto statunitense le norme sul corretto svolgimento assembleare non siano idonee a contenere i rischi che la *decoupling*, se realizzata per fini "impropri" può comportare. A tale questione ha provato a dare risposta ancora la *Chancery Court* del Delaware. Nel caso *Kurz v. Holbrook* i giudici americani – definendo la "vendita del voto" come "[any] *transaction that create a misalignment between the voting interest and the economic interest*"⁴²¹ – hanno voluto ricomprendere al suo interno anche la *decoupling*, ancorché, così facendo ne hanno conseguentemente riconosciuto la liceità⁴²² sulla base del caso *Schreiber v. Carney*, senza tuttavia definirne i limiti e

⁴¹⁹ Si v. al riguardo il paragrafo 2.1

⁴²⁰ Allo stesso modo MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, pp. 202 – 204. Per ulteriori considerazioni e approfondimenti sull'applicazione del giurisprudenza del *vote buying* alla *decoupling* si rimanda a CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, dove tuttavia si giunge alla stessa conclusione, e cioè che: "*Corporate case law governing 'classic' vote buying does not touch [empty voting]*" (Ibid., pag. 342)

⁴²¹ *Kurz v. Holbrook*, C.A. No. 5019-VCL (Chancery Court of Delaware 2010)

⁴²² Questa l'autorevole lettura della sentenza in SCHOUTEN, M. C. (2010), *The Mechanisms of Voting Efficiency* pp. 27 – 28, che trova un riscontro anche nella dottrina italiana in SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, pag. 184, quando affermando che l'*empty voting* non è di per sé né positivo né negativo richiama le stesse considerazioni per descrivere anche il *vote buying* tradizionale

rimandando ogni considerazione sulla liceità alla discrezionalità del giudice⁴²³(ma sulla base di quali parametri di riferimento?).

Al contrario, la Cassazione ha richiesto non già uno scrutinio sull'accordo in quanto tale, bensì l'accertamento che l'interesse del *terzo* acquirente sia compatibile con quello sociale e quindi non in contrasto con l'art. 2373 c.c.

In questi termini, solamente il ragionamento della Cassazione potrà essere utilizzato per tracciare una linea di indagine sulla *decoupling*, in quanto – nel riconoscere che il voto possa essere trasferito ed esercitato anche se “svuotato” del relativo interesse economico – si disinteressa completamente dello strumento attraverso il quale si perfeziona tale trasferimento, concentrandosi, invece, sulla mera *natura* dell' interesse perseguito (e cioè, se questo sia o meno definibile come individuale ed extrasociale).

Così, seppur la oggi dominante teoria contrattualistica riconosce che i soci, nel votare, “*perseguono un interesse proprio [...] e possono, quindi, avere di mira finalità completamente egoistiche [e, finanche, vendere il voto]*”⁴²⁴, tale discrezionalità incontrerà dei limiti costituiti dall'interesse sociale, essendo illegittima la delibera qualora sia accompagnata da un “danno potenziale” per la società, (art. 2373 c.c.) e dal principio di correttezza e buona fede nell'attuazione del contratto (artt. 1175 e 1375 c.c.)⁴²⁵.

Diversamente, nel sistema giuridico statunitense sussiste generalmente un unico limite alla discrezionalità degli azionisti (di maggioranza), costituito dai *fiduciary duties*⁴²⁶. Manca al contrario un riferimento diretto alla tutela dell'interesse sociale

⁴²³ Queste le parole della Corte del Delaware: “*I regard the concept of vote buying as broad enough to encompass these practices. When they prove deleterious to stockholder voting, this Court can and should provide a remedy*”. (*Schreiber v Carney*, 447 A.2d 17 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1982))

⁴²⁴ Questa la ricostruzione elaborata in TIMPANO, E. (2009), *L'interesse sociale fra contrattualismo ed istituzionalismo in relazione al conflitto d'interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, pp. 657 ss.

⁴²⁵ In questi termini CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 335 – 337.

⁴²⁶ Infatti, come è stato autorevolmente sottolineato, gli azionisti di minoranza – in quanto non soggetti ad alcun *fiduciary duty* – sarebbero liberi di utilizzare la loro influenza in assemblea anche per avvantaggiare sé stessi a discapito degli altri soci, votando con massima discrezionalità senza poter subire obiezioni sul fine perseguito. (ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties*

(che con qualche semplificazione può essere ricondotto allo *shareholder value*⁴²⁷), così come intesa nell'ordinamento italiano ai sensi dell'art. 2373. Infatti, nella letteratura statunitense⁴²⁸ il *conflict of interest* è riferito esclusivamente al rapporto tra amministratori ed azionisti ovvero tra soci di maggioranza e di minoranza sulla base di un "dovere fiduciario", secondo autorevole dottrina⁴²⁹ equiparabile, seppur con le dovute distinzioni, al nostro principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto (parametro del c.d. abuso di maggioranza/minoranza).

Con l'obiettivo di mettere in evidenza differenze e analogie tra il sistema italiano e statunitense si è scelto di analizzare, sulla scorta di quanto appena detto in ordine alla tradizionale "vendita del voto"⁴³⁰, l'incidenza che ha avuto l'utilizzo di derivati azionari a fini "dissociativi" dapprima con la disciplina Codicistica dell'art. 2373 e successivamente con quella inerente all'abuso di maggioranza

for *Activist Shareholders*, pp. 1269 e 1271). Ulteriore riscontro si ha in LAN, L. L. e HERACLEOUS, L. (2007), *Negotiating the Minefields of Corporate Vote-buying*, pag. 970

⁴²⁷ Si vedano in particolare le nt. 406, 407.

⁴²⁸ Sul punto, RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pp. 39 – 42, 252 – 253; EASTERBROOK, F. H. e FISCHER, D. R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, pp. 102 ss. Mentre in ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* viene sollevata una importante critica *de iure condito* circa l'assenza di un "dovere fiduciario" in capo agli azionisti di minoranza, in particolare su quelli che esercitano il c.d. "swing vote".

⁴²⁹ Così si è espresso F. Denozza, secondo il quale "[l]a nozione di dovere fiduciario evoca a sua volta il tema di obblighi, anche non espressi in precise norme di legge, che vincolano l'agente a rinunciare, in tutto o in parte, al perseguimento del suo esclusivo interesse privato e a tenere conto degli interessi di altri", seppur lo stesso autore riconosce la difficoltà di "verificare quanto i risultati cui si perviene con il riferimento alla correttezza divergano da quelli cui si perviene con lo strumento del dovere fiduciario". (DENOZZA, F. (2010), *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, pag. 13). Sempre lo stesso autore ha tracciato le linee identificatrici dell'"interesse sociale" all'interno della teoria del *nexus of contracts* con particolare riferimento proprio ai sistemi giuridici italiano e statunitense (DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"?*, pp. 77 – 81)

⁴³⁰ La possibilità di utilizzare le riflessioni fatte sulla "vendita del voto" alla *decoupling* è stata confermata anche dalla giurisprudenza – almeno per quanto riguarda il diritto statunitense – da una recente pronuncia della *Chancery Court* del Delaware del 2010 (*Kurz v. Holbrook*). Così alla domanda se il concetto di *vote buying* così come sviluppato dalle corti americane fosse ampio abbastanza da ricomprendere il *new vote buying*, la Corte del Delaware ha dato risposta affermativa: "when these techniques prove deleterious to stockholder voting, the court 'can and should provide remedy". Questa l'autorevole lettura della sentenza in SCHOUTEN, M. C. (2010), *The Mechanisms of Voting Efficiency* pp. 27 – 28, che trova un riscontro anche nella dottrina italiana in SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, pag. 184, quando affermando che l'*empty voting* non è di per sé né positivo né negativo richiama le stesse considerazioni per descrivere anche il *vote buying* tradizionale.

(minoranza) nella sua duplice prospettiva di appartenenza all'ordinamento italiano e statunitense.

2.8 La *decoupling* nella disciplina del conflitto di interesse ai sensi dell'art. 2373 c.c.

Riprendendo quanto appena detto sulla “vendita del voto” successivamente alla sentenza del 1996, affinché una delibera presa con il voto di un socio esercitato sulla base di un accordo di “vendita” possa essere annullata (artt. 2373 e 2377 c.c.), l'interesse del *terzo* “acquirente” deve essere non solo qualificabile come “extra-sociale”⁴³¹, ma a seguito della novella del 2003, deve anche provocare un “danno potenziale” alla società ed essere risultato come “decisivo” (c.d. prova di resistenza).

Il confronto con la tradizionale “vendita del voto”, effettuato nelle pagine precedenti, ha avuto, come si è detto, il merito di portare alla luce il fatto che ancorché il diritto di voto sia esercitato in accordo con le volontà di un *terzo* (e pertanto sia “svuotato” del correlato interesse economico), ciò non lo pone necessariamente su un piano “extrasociale”, dovendo, nel caso concreto, esaminare se lo stesso sia solidale e compatibile con l'interesse della società⁴³².

Appare utile a questo punto, ritracciare le differenze strutturali con la *decoupling*, ed in particolare inquadrare tale fenomeno nell'attuale sistema del conflitto di interessi analizzando separatamente i singoli requisiti dell'interesse “extrasociale” e del “danno potenziale”, partendo da fattispecie tipiche.

A) *L'interesse “extrasociale”*. La prima fattispecie di *decoupling* che si vuole prendere in esame è quella risultante dall'utilizzo dei derivati azionari per

⁴³¹ In argomento, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 137 ss.

⁴³² Al riguardo, si potrebbe sostenere che tale orientamento abbia trovato un riscontro positivo da parte del legislatore, in particolare nella modifica dello stesso art. 2373 c.c. operata dal d.lgs. 27/2010 per adeguarne la disposizione all'istituto della *record date*. Di fatto, *de iure condito* l'art. 2373 si riferisce al conflitto di “*coloro abbiano [...]*”, non facendo più riferimento ai “soci”, ammettendo definitivamente la possibilità che anche dell'interesse di un “non socio” debba essere provata la conflittualità con quello sociale, non essendo più *iuris et de iure* “extrasociale” (come invece sostenuto dall'autorevole dottrina del Sena). In argomento, SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pag. 116

Si potrebbe obiettare, tuttavia, che questa impostazione essendo stata adottata con la specifica *ratio legis* di conformare la disciplina dell'art. 2373 c.c. alla *record date*, difficilmente possa trovare applicazione in via generale sino a ricomprendere la posizione del titolare della “proprietà occulta trasformabile”. L'ex socio nella *record date* ha il diritto di voto, anche se non più titolare delle sottostanti azioni, per una precisa scelta di politica del diritto, presa in un bilanciamento tra interessi; particolarità non riscontrabili al contrario nella “proprietà occulta”.

“occultare la proprietà”, in cui si delineano due diverse posizioni che, sebbene differenti, sono strettamente collegate: il “proprietario occulto” con un interesse economico positivo e un diritto di voto informale (in quanto esercitato attraverso la controparte finanziaria) e un socio/*empty voter* disinteressato alla gestione societaria (in quanto privo della “proprietà economica”) con diritto di voto (formale).

È evidente che il voto sarà esercitato dall'*empty voter*, ma visto che questo vorrà mantenere i rapporti d'affari con il proprio cliente voterà, anche in assenza di un “accordo” di trasferimento del voto, secondo le preferenze di quest'ultimo. Di conseguenza, per semplificare, si considererà il solo caso in cui il socio/*empty voter* porti in sede di delibera assembleare esclusivamente l'interesse del “proprietario occulto”, operando quindi come mero “rappresentante” delle volontà di quest'ultimo. Perciò, se lo “svuotamento” del voto⁴³³ operato dal socio è di per sé una mera conseguenza di una particolare strategia di investimento – non esprimendo un interesse specifico di chi vota⁴³⁴ – il *focus* dell'analisi dovrà porsi sugli interessi perseguiti dal “proprietario occulto” attraverso l'utilizzo dei derivati azionari a fini “dissociativi”.

E tali interessi andranno ricercati proprio in quei fini che spingono gli operatori finanziari (tra cui, come si è avuto modo di precisare più volte, predominano i fondi *hedge*) ad “occultare” la proprietà.

Così, prendendo ad esempio il caso CSX/TCI, il fondo *hedge* TCI ha acquistato la proprietà economica attraverso l'assunzione di una *posizione lunga* in vari *total return equity swaps* per realizzare le c.d. strategie “attiviste” mirate a rivalorizzare CSX. Infatti, secondo il fondo – sulla scorta della ricostruzione operata dalla Corte di New York – se CSX avesse cambiato le proprie *corporate policies*

⁴³³ Questo termine soffre in questo contesto di una leggera imprecisione. Infatti, nella fattispecie in esame non sarà il socio che “svuota” il voto sottoscrivendo derivati azionari, bensì un intermediario finanziario che per non sostenere il rischio economico derivato dall'operazione realizzata dal cliente (“proprietario occulto”) acquisterà le azioni con il solo obiettivo di azzerarlo. Tuttavia, il risultato che si ottiene è esattamente lo stesso: un socio il cui diritto di voto è svuotata dalla relativa proprietà economica.

⁴³⁴ Così come sottolineato in SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 145

avrebbe raggiunto non solo migliori performances nel mercato, ma anche un maggiore *stock price*⁴³⁵.

Appare quindi abbastanza implausibile che, qualora si fosse giunti al termine del *proxy contest* (interrotto dall'azione intrapresa da CSX verso proprio TCI), il diritto di voto – esercitato dagli intermediari con cui il fondo aveva sottoscritto i *TREs* – sarebbe stato esercitato in contrasto con l'interesse sociale di CSX. Al contrario, l'obiettivo posto dal fondo di aumentare il valore delle azioni rientra appieno nella definizione di interesse sociale data dalla Cassazione nella sentenza n. 15950 del 2007⁴³⁶.

A considerazioni sostanzialmente identiche si può giungere anche nel caso Fiat dove anzi l' "occultamento" della proprietà è stato, ad opinione di Montezemolo e Marchionne, essenziale e necessario per salvare il gruppo Fiat⁴³⁷. Seppur si voglia prendere le distanze dalle parole dei due *manager* in quanto direttamente e personalmente interessati nella vicenda, risulta comunque difficile pensare come Exor avrebbe potuto prendere decisioni in contrasto con l'interesse sociale di Fiat visti i forti legami tra le due società. E anche qualora si voglia riconoscere tale possibilità, questa potrebbe scontrarsi con la teoria dei "vantaggi compensativi" (art. 2497, c. 1, c.c.)⁴³⁸.

Passando ora ad un ragionamento in termini più generali, appare opportuno muovere dal rilievo che la caratteristica insita nella posizione di "proprietario occulto" è l'interesse economico positivamente correlato alle azioni sottostanti – situazione che la differenzia nettamente dalla posizione ricoperta dal *terzo*

⁴³⁵ *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (United States District Court, S.D. New York 2008)

⁴³⁶ Ipotesi di questo tipo rientrano nel novero di quelle che la dottrina statunitense definisce come "*happy stories [of hedge funds' activism]*" proprio perché questi operano "*like real owners*": esercitando pressioni sul *management* affinché vengano prese le migliori decisioni nell'interesse della società, in quanto non in conflitto di interessi con la restante compagine sociale (KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2007), *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, pp. 1026, 1027, 1047).

⁴³⁷ Queste le parole di Luca Cordero di Montezemolo e Sergio Marchionne in un'intervista rilasciata al Sole 24 Ore il 13 febbraio 2007, secondo i quali rispettivamente "*non ci sarebbe stata la Fiat di oggi*" e "*quella scelta ha evitato la fine del gruppo*" (https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2007/02/rb130207_ifil.shtml)

⁴³⁸ Si veda al riguardo CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 294 - 300

acquirente del voto (nella tradizionale “vendita del voto”). Da cui la difficoltà di configurare colui che “occulta” la proprietà in conflitto con l’interesse sociale.

Tuttavia, come si è avuto modo di precisare ampiamente nei paragrafi precedenti, la scena della *decoupling* è dominata dai fondi *hedge* che, per definizione, perseguono i c.d. *abnormal positive returns* (e cioè rendimenti superiori a quelli offerti mediamente dal mercato)⁴³⁹. Così, salvo i casi in cui tali fondi abbiano interessi particolari in determinate società, non può assolutamente considerarsi un’ipotesi eccezionale quella in cui i fondi *hedge* “occultino” la proprietà nella società *target* per realizzare strategie di investimento *short-termism*, vale a dire “*promuovere [...] l’assunzione di rischi eccessivi e [ricercare] profitti immediati, [...] con la conseguenza di mettere a repentaglio il comune interesse ad una crescita sostenibile e durevole del valore dell’impresa*”⁴⁴⁰. Se così fosse, il contrasto con l’interesse sociale potrebbe sembrare *prima facie* più facilmente concretizzabile, tuttavia autorevole dottrina⁴⁴¹ – prendendo ad esempio il caso di una delibera assembleare volta ad attuare “*massicci cash-out*”, in modo da favorire un apprezzamento delle azioni nel “breve periodo” a discapito di un possibile deprezzamento futuro – ha evidenziato la difficoltà di poter invocare la tutela offerta dall’art. 2373 c.c. anche in riferimento a “spregiudicate” operazioni *short-termism*.

La seconda fattispecie che si vuole ora passare in rassegna riguarda l’utilizzo dei derivati azionari come strumento volto a “svuotare il voto” nel particolare caso di una fusione in cui un investitore sia allo stesso tempo azionista della società *acquiring* e della società *target*. A differenza della prima fattispecie, in questa la valutazione dell’interesse va effettuata soffermandosi sugli obiettivi perseguiti dal

⁴³⁹ Così, EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, pag. 941

⁴⁴⁰ Ibid., pag. 932

⁴⁴¹ Ibid., pp. 967, 980 – 982. Gli autori, in particolare, rimandano ad una nota ricostruzione del Preite, secondo cui “*l’interesse alla distribuzione degli utili (come tale, anche quella sbilanciata e finanche “eccessiva” è considerata di per sé interesse di carattere sociale (ancorché non necessariamente comune a tutti i soci)*”. Questa la lettura di M. Erede e G. Sandrelli di PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, pp. 3 ss., in base alla quale non sarebbe invece da escludere il conflitto di interessi qualora il socio che ha votato a favore della delibera di *cash-out* fosse portatore *anche* di un interesse “extrasociale” che lo spinga a destinare l’investimento così monetizzato verso *business* più “redditizi”.

socio/*empty voter* in quanto sarà egli stesso a voler “dissociare” la partecipazione azionaria trasferendo la proprietà economica ad un *terzo*, ma non per una mera prassi di mercato seguita dalle banche d’affari, bensì per perseguire di una ben precisa strategia aziendale. In altre parole, nella situazione ora in esame l’*empty voter* gioca un ruolo assolutamente “attivo” in assemblea, in quanto portatore di un proprio interesse e non come mero “rappresentante” (passivo) dell’interesse del “proprietario occulto”.

Ora, come è stato autorevolmente sottolineato⁴⁴², in una fusione le parti dell’operazioni sono, seppur distinte, collegate da interessi negativamente correlati. Di conseguenza, l’investitore che acquisti una partecipazione azionaria in entrambe le società avrà interessi economici opposti e conflittuali⁴⁴³. Esempio al riguardo la fusione tra King e Mylan Lab.: al momento dell’annuncio della fusione le azioni di Mylan *crollarono* drasticamente (persero quasi il 17% del prezzo di mercato)⁴⁴⁴, mentre quelle di King aumentarono di circa il 25%⁴⁴⁵; da cui il motivo del conflitto tra le compagini sociali delle due società in merito all’approvazione o meno della fusione, essendo gli azionisti di Mylan – al contrario di quelli di King – fortemente contrari al perfezionamento della fusione.

In una fattispecie così delineata risulta evidente come la *copertura* dell’esposizione in una sola delle due società – attraverso l’assunzione della

⁴⁴² SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 147 – 148, 158 – 166. Ancora, in FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 640, l’autore negando l’applicazione dell’art. 2373 c.c. alla fusione Mylan – King conferma la conflittualità delle posizioni ricoperte da Perry, tuttavia non idonea di per sé a provocare un danno alla società incorporanda.

⁴⁴³ Così ad esempio, in caso di *overpayment* della società *target* l’investitore sarà incentivato ad avere più azioni in quest’ultima; al contrario, in caso di *underpayment* sarà incentivato ad avere più azioni nella società *acquiring*. (ZANONI, A. (2009), *Hedge funds’ empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*, pp. 10 – 11). In modo simile si sono espresso anche H. Hu e B. Black quando sottolineano come “[a]n economic interest in both sides to a prospective merger can, depending on one’s relative positions in acquirer and target, create a variety of incentives that differ from those of other investors. [...] An investor who holds long positions in both companies but a larger position in the target (acquirer) will favor a merger on terms favorable to the target (acquirer)”. (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 8)

⁴⁴⁴ Così, KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy*, pag. 1502

⁴⁴⁵ Così, RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, pag. 243

posizione corta in un derivato azionario – acuisca e rafforzi un conflitto già esistente, “indirizzandolo” verso una delle due società (ancorché, ancora non lo crei). Così ad esempio, il fondo Perry Corp., divenuto azionista di entrambe le società partecipanti alla fusione, “svuotando il voto” esclusivamente in Mylan ha sviluppato in questa – riprendendo la terminologia usata dai noti autori americani Henry T. C. Hu e Bernard Black – un “*negative overall economic interest*”⁴⁴⁶. Pertanto, se da una parte è vero che lo “svuotamento” del voto di per sé non rappresenta un problema, in quanto mera conseguenza delle scelte di investimento perseguite da un socio⁴⁴⁷; dall’altra, se combinata con la partecipazione in società contraddistinte da interessi tra loro in conflitto, può facilmente risolversi in un interesse “extrasociale” del socio/*empty voter*⁴⁴⁸, in quanto all’assenza di interesse economico in una società (Mylan) corrisponde un interesse economico positivamente correlato in un’altra società (King) che ha, tuttavia, una posizione di contrasto con la prima società.

Nonostante le due fattispecie appena esaminate abbiano portato a conclusione diametralmente opposte, è emerso un importante dato in comune. Per valutare se l’interesse perseguito attraverso la *decoupling* si ponga su un piano “extrasociale” sarà necessario procedere ad un’attenta analisi sul suo “concreto uso”⁴⁴⁹, e solo qualora si possa dimostrare che l’utilizzo sia stato funzionale al perseguimento scopi individualistici ed in contrasto con l’interesse sociale si potrà invocare la tutela offerta dall’art. 2373 c.c. (sempre nel presupposto che sussista anche il “danno potenziale” alla società).

⁴⁴⁶ In quanto formata dalla *zero net economic ownership* in Mylan, ottenuta attraverso la sottoscrizione di vari *equity swaps* che coprono completamente il rischio economico insito nella partecipazione azionaria, e dalla *full ownership* (che altro non è che la partecipazione sociale quando non vi è alcuna “dissociazione”) in King (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pp. 825 – 826).

⁴⁴⁷ Si rimanda a quanto detto in apertura al par. 2.7.

⁴⁴⁸ Allo stesso modo anche F. Denozza, il quale ha affermato, riferendosi a un caso simile, come il voto del socio *empty voter* con un interesse economico complessivamente negativo fosse senza dubbio stato condizionato da “*un forte interesse extrasociale*” (DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell’ “interesse sociale”?*, pag. 82); negli stessi termini anche SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 166

⁴⁴⁹ Allo stesso modo SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, pag. 182, dove l’autore afferma che “[a]ny evaluation of empty voting and its implication should focus on its concrete usage rather than its «intrinsic nature»”.

Quest'ultimo profilo risulta essere, tuttavia, di difficile soluzione. Infatti, procedere alla verifica sull'uso concreto della *decoupling* vuol dire conoscere e poter dimostrare l'interesse di chi esercita il voto. Questo richiede, tuttavia, come è stato autorevolmente evidenziato, “[...] avere contezza dello strumento [...] che abbia determinato la dissociazione tra interesse economico e voto”, ma anche della “misura di tale dissociazione”⁴⁵⁰. Di conseguenza, il ragionamento in merito all'interesse “extrasociale” cadrebbe se la disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari non “colpisce” la sottoscrizione dei derivati di *equity*, che altro non sono che la “fonte” della *decoupling*. Così ad esempio per definire l'interesse di Perry come *overall negative interest* (e quindi “extrasociale”) è necessario avere consapevolezza non solo della *posizione corta* ricoperta dal fondo in Mylan, ma anche di quante azioni siano state così “svuotate” della relativa proprietà economica⁴⁵¹. Ove così non fosse, la realtà che emergerebbe all'esterno sarebbe

⁴⁵⁰ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 264, 232

⁴⁵¹ L'interesse dell'*empty voter* è infatti fortemente collegato all'interesse economico che lo stesso ha in una data società. Infatti, nel caso Perry/Mylan l'interesse extrasociale del fondo deriva, come si è detto, dalla somma della *posizione lunga* in King e dall'assenza di un interesse economico in Mylan (la cui posizione è negativamente correlata a quella di King). Qualora si supponesse che gli *equity swaps* sottoscritti da Perry anziché *coprire* integralmente la sua esposizione in Mylan ne *coprano* solamente una parte non sarebbe più tanto scontata la configurabilità di un conflitto di interessi. Infatti, la questione dipende dal valore dell'investimento effettuato: se, nonostante non ci sia uno “svuotamento” (integrale) del voto, la *posizione lunga* in King sia maggiore di quella detenuta in Mylan allora sarà sempre possibile il ricorso all'interesse “extrasociale”, che sarebbe al contrario difficilmente invocabile qualora le due posizioni si equivalessero o addirittura la posizione in Mylan fosse più grande di quella in King.

Lasciando da parte ora il caso di *empty voting* correlato a posizione già conflittuali, sarà comunque importante per valutare l'interesse del socio/*empty voter* poter verificare se ci si trovi dinanzi all'esercizio di diritto di voto “svuotato” completamente ovvero parzialmente ovvero ancora di un “voto negativo” (cioè quando la *posizione corta* ricoperta in una società è maggiore di quella *lunga* derivante dalla titolarità delle azioni della stessa società).

Esemplificando si pensi al socio A che detiene 50 azioni in X e che allo stesso tempo sottoscrive un *equity swap* che abbia come sottostante proprio le azioni di X. La criticità dell'interesse di A rispetto a quello sociale di X dipenderà inevitabilmente dal rapporto tra azioni detenute e azioni *coperte* attraverso il derivato: se il sottostante è di sole 30 azioni (o comunque di un numero di azioni inferiore a 50), in assenza di altri fattori (quali ad esempio la partecipazione in società che hanno interessi contrapposti), l'interesse di A sarà ancora positivamente correlato ad A (seppur si realizza una dissociazione della partecipazione azionaria), diverso sarà invece il caso in cui il sottostante sia di più di 50 azioni di X. In quest'ultima situazione il socio/*negative voter* avrà interessi economici per definizioni opposti alla società, in quanto il suo profitto sarà direttamente proporzionale alla perdita di valore delle azioni di X.

Risulta ora evidente, la necessità – per poter applicare l'art. 2373 c.c. – di avere una precisa e dettagliata conoscenza del modo il socio ha dissociato la propria partecipazione azionaria “svuotandone” il diritto di voto, che sono una corretta normativa sulla trasparenza degli assetti proprietari può offrire.

quella, come si è detto, di un investitore che ha una “semplice” partecipazione in due società con interessi negativamente correlati.

Il profilo critico che ne segue è la tendenza della giurisprudenza e della dottrina maggioritaria ad inquadrare tale conflitto – quanto meno in merito ai profili riguardanti il rapporto di cambio – nell’istituto dell’abuso di maggioranza, piuttosto che nel conflitto di interessi (ex art. 2373 c.c.), in quanto la questione interesserebbe “unicamente i rapporti fra i soci”, con la conseguenza della maggior difficoltà di assolvere all’onore probatorio dell’abuso”⁴⁵².

In realtà, anche qualora fosse dimostrato l’interesse “extrasociale” dell’*empty voter*, la difficoltà nell’identificare il danno nella società dove è stato esercitato il

Allo stesso modo, sarà essenziale avere conoscenza della “fonte” dello “svuotamento” del voto anche nel caso di “proprietà occulta”, dove per verificare l’esistenza di un interesse in conflitto occorre dapprima avere consapevolezza di quale rapporto leghi il socio/*empty voter* e il proprietario occulto, per poi successivamente verificare l’interesse di quest’ultimo. La questione è resa ancora più complicata dal fatto che, a differenza della vendita del voto dove il legame va ricercato nell’accordo di “vendita” del voto, qui l’influenza del “proprietario occulto” sull’*empty voter* avviene sulla base di mere prassi di mercato nel voler mantenere i rapporti d’affari con la clientela.

Sull’importanza della disciplina sulla trasparenza nell’applicazione dell’art. 2373 c.c. alla *decoupling* si veda inoltre: SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 232, 264 – 265; BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell’assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, pag. 272; SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pp. 115 – 116.

⁴⁵² Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 182 a cui si rimanda anche per gli ulteriori riferimenti bibliografici. Inoltre, tra le tante si veda: Cass. n. 15599 del 2000 dove la corte ha affermato che “in realtà i ricorrenti non denunziano una forma di conflitto riconducibile nell’ambito dell’art. 2373 cod. civ., appunto perché non è ravvisabile danno attuale o potenziale per la società (Banco di Perugia), bensì prospettano una sorta di abuso di potere perpetrato ai danni dei soci (di minoranza) aventi diritto al concambio. Ma questo è profilo (anche in fatto) del tutto diverso e non riconducibile alla norma in questa sede denunziata”. La stessa pronuncia trova una conferma nell’ordinanza del Trib. Milano 9/10/2002 (VITALI, M. L. (2004), «Pregiudizio» degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusioni (nota a ord. Trib. Milano 9 ottobre 2002), pag. 1111) e nell’App. Milano 18/01/2002 e nel Trib. Milano 20/01/1998. Inoltre, per un ulteriore approfondimento sulla questione si rimanda all’autorevole ricostruzione del Preite in PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, pp. 152 – 154.

Soluzione alternativa a quella dell’abuso di maggioranza sarebbe invece, secondo G. Ferrarini, l’impugnazione della “delibera [di fusione] (od esercitare un’azione risarcitoria contro la società ai sensi dell’art. 2504-quater, comma 2, c.c.) facendo valere la violazione della disciplina imperativa della fusione” (FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 640).

diritto di voto ha portato la dottrina⁴⁵³ a tentare la strada dell'abuso di maggioranza anche per la *decoupling*.

B) Il “*danno potenziale*”. Senza perdersi in digressioni irrilevanti nell'analisi qui svolta, è bene, seppur *in nuce*, evidenziare il ruolo che ha assunto il “*danno potenziale*” nell'applicazione dell'art. 2373.

Infatti, come è stato autorevolmente affermato⁴⁵⁴, la novella del 2003 ha spostato il “*baricentro*” della disposizione dall'interesse “*extrasociale*” del socio alla *dannosità* potenziale della delibera per la società in cui è esercitato il voto, trasformando così tale requisito da condizione esterna di rilevanza del conflitto a “*elemento strutturale della fattispecie*”. In altri termini, non si realizzerà nessun vizio della delibera assembleare anche quando un soggetto, “*portatore di un duplice interesse*”, abbia espresso il voto perseguendo un “*proprio egoistico interesse extrasociale*” se questo non comporta un *danno* (anche potenziale) alla società⁴⁵⁵.

Di conseguenza, quanto appena detto circa la configurabilità dell'interesse del socio/*empty voter* come “*extrasociale*” – nella duplice declinazione di “*membro attivo*” in assemblea o di “*rappresentante passivo*” del “*proprietario occulto*” – risulterà privo di qualsiasi utilità pratica se i soci (assenti, dissenzienti od astenuti), gli amministratori, i sindaci o i membri del consiglio di sorveglianza non riescano a provare l'esistenza di un *danno*⁴⁵⁶ alla società (art. 2377 c.c.).

⁴⁵³ Tra tutti in particolare, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pp. 639 – 642; DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell'“interesse sociale”?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, pp. 81 – 87.

Questa teoria trova oggi un rafforzamento in quella dottrina, tra cui in particolare G. Rossi, che a seguito di importanti operazioni societarie – tra cui la quotazione dello studio legale Slater & Gordon alla borsa australiana e quella del fondo di *private equity* Blackstone alla borsa di New York – ha affermato come “*«la creazione di valore per gli azionisti» non è [...] la ragione dominante delle società per azioni*”, mettendo così in discussione l'intero “*castello*” su cui è arroccata la nozione di interesse sociale. (ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, pp. 49 – 51)

⁴⁵⁴ Così, GUERRERA, F. (2004) *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, pp. 180 ss.

⁴⁵⁵ Così, BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pag. 1151.

⁴⁵⁶ La dottrina è divisa sulla delimitazione dell'espressione “*danno*”. In particolare, la questione riguarda se questa debba essere circoscritta al solo “*danno al patrimonio sociale*” (così GAMBINO, A. (1987), *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, pag. 249), ovvero estesa anche il “*danno al valore globale delle azioni*” sociali e più in generale a “*tutti*

In particolare, l'attenzione qui si porrà solamente sulla seconda fattispecie di *decoupling* (e cioè quella riguardante l'*empty voting* nel caso in cui l'*empty voter* sia socio di entrambe le società partecipanti ad una fusione) in quanto, per le ragioni precedentemente dette, risulta essere sicuramente quella più patologica dal momento che la dissociazione della partecipazione azionaria interviene in un contesto dove il conflitto è già esistente.

Ciononostante, la dottrina in materia non è unanime. Da una parte vi è l'orientamento che nega fermamente l'applicazione dell'art. 2373 c.c., dall'altra si pone chi, invece, criticando il primo restituisce allo "*standard contenuto nell'art. 2373 c.c. un ruolo di "selettore" efficace delle condotte incompatibili con i principi di fondo dell'organizzazione societaria*"⁴⁵⁷.

Secondo i sostenitori del primo orientamento mancherebbe in primo luogo "*la possibilità di stabilire l'esistenza di un danno per gli altri soci [...]*" e per "*la società [Mylan]*" in quanto ciò dipenderebbe dai "*risultati che si sarebbero ottenuti dall'eventuale fusione cosa che si sarebbe saputa con certezza solo dopo la fusione e magari solo parecchio tempo dopo*"⁴⁵⁸. In realtà, la difficoltà nell'accertamento del danno è riconosciuta in parte, sebbene con meno fermezza, anche dalla dottrina opposta.

Infatti, con particolare riferimento ad operazioni straordinarie (quale è appunto la fusione) il giudizio sulla "convenienza" e "opportunità" imprenditoriale è basato su complesse valutazioni di carattere economico-giuridico, rimesse alla discrezionalità del *management* la cui sindacabilità in sede giurisdizionale è tendenzialmente esclusa⁴⁵⁹.

i possibili danni" che colpiscono gli interessi dei soci in quanto tali e che possono essere risarciti con un pagamento alla società (PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, pag. 132).

⁴⁵⁷ In particolare, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 162 – 164. A cui si contrappone DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"?*, pp. 82 – 87

⁴⁵⁸ In questi termini, DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"?*, pag. 82

⁴⁵⁹ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 84. In modo conforme anche FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 640.

Un secondo problema sollevato, ragione di maggiore divergenza in dottrina, è stato quello relativo alla mancanza di “*qualsiasi connessione tra le intenzioni di [Perry] e un ipotetico danno per [Mylan]*”⁴⁶⁰. Infatti, il fondo *hedge* non ha votato a favore della fusione per trarre un vantaggio dalla lesione dell’interesse sociale di Mylan, bensì per profittare dalla *chiusura* dell’arbitraggio su fusione (e quindi da una “*occasione di profitto del tutto estranea*” creata dall’ “*esistenza della società [...] nel mondo esterno*”)⁴⁶¹.

Su un piano diametralmente opposto la dottrina contraria, secondo cui – seppur la *decoupling* sia di norma collegata a occasioni di profitto estranee al rapporto sociale – le operazioni rientranti nel novero di quelle sanzionabili ex art. 2373 non devono limitarsi ai casi in cui avviene un *tunneling*, e cioè un trasferimento ingiustificato di ricchezza tra la società e il socio⁴⁶². La *ratio* della disciplina sul conflitto di interessi andrebbe così ricercata nell’ “*assicurare all’assemblea la propria funzionalità di organo decisionale collettivo*” e nel “*garantire l’operatività efficiente dello stesso principio di maggioranza*”, anziché nell’impedire “*indebite appropriazioni di ricchezza*”⁴⁶³.

Infine, viene segnalata, almeno in merito all’applicazione dell’art. 2373, l’*irrilevanza* di verificare un qualsiasi nesso soggettivo tra la volontà di colui che dissocia la partecipazione azionaria e il danno. Infatti, è al contempo condizione necessaria e sufficiente che dall’interesse “*extrasociale*” del socio derivi *oggettivamente* un danno alla società⁴⁶⁴. Ogni tipo di valutazione sull’*animus* sarà quindi rimandata al paragrafo successivo sull’abuso di maggioranza.

Per concludere, indipendentemente da quale orientamento si voglia sposare, la difficoltà del provare un danno in una fusione approvata con voto determinante di un socio che abbia una partecipazione in entrambe le società non è sicuramente

⁴⁶⁰ Ancora, DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell’ “interesse sociale”?*, pp. 82 - 83

⁴⁶¹ Ibid., pag. 83. La contrapposizione fatta dall’autore è con la fattispecie classica di conflitto di interessi in cui il profitto realizzato deriva da “*opportunità connesse allo sfruttamento delle risorse comune*”, e ciò avviene quando il socio/*empty voter* “*o [...] le trasferisce a sé medesimo, o [...] se ne appropria una fetta sproporzionata*”.

⁴⁶² Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 163

⁴⁶³ Ibid.

⁴⁶⁴ Ibid., pag 164

cosa nuova⁴⁶⁵. È, di conseguenza, inevitabile che l'entrata in campo dei derivati di *equity* utilizzati a fini "dissociativi" abbia destabilizzato ancora di più una situazione di per sé già complessa.

⁴⁶⁵ Un esempio può rinvenirsi nella pronuncia 28 maggio 1974 della Corte d'Appello di Torino.

2.9 La *decoupling* come “abuso” di maggioranza: tra il principio di correttezza e buona fede e ...

I rilevanti, e difficilmente superabili, profili critici riscontrati nei paragrafi precedenti circa l'utilizzo dell'istituto del conflitto di interessi come “scudo” per i soci – nel caso in cui taluno utilizzi i derivati di *equity* per dissociare la partecipazione azionaria così da perseguire obiettivi squisitamente egoistici – hanno portato parte della dottrina⁴⁶⁶ a ricercare la soluzione del problema nei principi generali di correttezza e buona fede (artt. 1175 e 1375 c.c.) cui dovrebbero essere improntati i rapporti tra soci, muovendo dai quali è stato elaborato, grazie allo sforzo della dottrina e della giurisprudenza, il concetto di “abuso di maggioranza”⁴⁶⁷.

La scelta di percorrere questa strada “alternativa” deriva dalla *ratio* stessa dell'“abuso” che, secondo la dottrina prevalente, consiste proprio nel costituire “una sorta di prolungamento del conflitto di interessi” in caso di delibere dannose per i soci di minoranza “nella neutralità dell'interesse della società”⁴⁶⁸. Viene così offerto agli azionisti un *safe harbour* per quelle delibere che, seppur “*formalmente regolari*”, arrechino tuttavia alla minoranza un danno non giustificato dal perseguimento di obiettivi interni all'interesse sociale⁴⁶⁹.

In questo modo, i soci danneggiati dal socio/*empty voter* qualora non potessero invocare l'art. 2373 c.c. per difetto dei relativi presupposti – ad esempio perché il fine perseguito da quest'ultimo non è configurabile come “extrasociale” (v. la prima fattispecie di *decoupling*), ovvero perché non è possibile provare un “danno

⁴⁶⁶ Per tutti, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pp. 639 – 642

⁴⁶⁷ Pur riconoscendo la non perfetta coincidenza tra l'istituto dell'abuso di maggioranza – di creazione dottrinale – e quello dell'eccesso di potere (o abuso del diritto di voto) – di creazione giurisprudenziale – per ragioni di semplicità e chiarezza espositiva si farà riferimento esclusivamente all'“abuso di maggioranza” per richiamare entrambi gli istituti. Per un'analisi sulle sottili differenze tra i due si rimanda alle autorevoli ricostruzioni in PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, pp. 93 – 94; BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pp. 1163 – 1164

⁴⁶⁸ In questi termini BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, pp. 1161 – 1162.

⁴⁶⁹ Così, JAEGER, P. G., GAMBINO, A., COSTI, R., CORSI, F. (1996), *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, nota a Cass. n. 11151/1995, pag. 329

(anche) potenziale” alla società (v. la seconda fattispecie di *decoupling*) – ben potranno cercare protezione, ovviamente ove ne ricorrano i presupposti, invocando l’abuso di maggioranza.

Ciononostante, neanche questo percorso sembra portare a risultati tanto incoraggianti. Infatti, se da un lato un’eventuale danno subito dal socio è più facilmente dimostrabile in sede giudiziaria rispetto al danno inferto alla società⁴⁷⁰, dall’altro l’accertamento del giudice – come affermato dalla Cassazione nella nota sentenza n. 11151 del 1995, non potendo risolversi in un sindacato di merito sulla convenienza e opportunità della discrezionalità dei soci di maggioranza⁴⁷¹ – dovrà limitarsi ai soli casi in cui la delibera sia *arbitrariamente e fraudolentemente* preordinata a danneggiare la minoranza⁴⁷². In questi termini, i soci danneggiati per poter chiedere l’annullamento della delibera ai sensi dell’art. 2377 c.c. dovranno provare, oltre al danno – che è “*più facilmente verificabile del danno alla società*”⁴⁷³ – altresì l’elemento volitivo della frodolenza ed arbitrarietà (da valutare secondo i sopra menzionati parametri di correttezza e la buona fede) ed il nesso causale tra il danno realizzato e l’*animus* della maggioranza.

Così, riprendendo quanto detto sul conflitto di interessi, risulterà chiara la difficoltà di inquadrare la *decoupling* anche nella veste dell’abuso di maggioranza, come strutturato dall’orientamento prevalente (seppur non unanime). Ad esempio, nella seconda fattispecie di *decoupling* si è precedentemente detto come il fondo Perry⁴⁷⁴ avrebbe esercitato il relativo diritto di voto in modo da *chiudere* una

⁴⁷⁰ In questi termini DENOZZA, F. (2010), *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pag. 33

⁴⁷¹ Le stesse preoccupazioni circa una eccessiva ingerenza del potere giudiziale all’interno del processo decisionale dei soci era stata sollevata precedentemente anche in dottrina PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, pag. 95, dove l’autore riconosce “*l’indubbio rischio di scarsa trasparenza e altra “arbitrarietà”, che l’utilizzo di tali criteri valutativi [buona fede e correttezza] può conferire all’intervento giurisprudenziale*”.

⁴⁷² Questa la ricostruzione in CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pag. 338; allo stesso anche in RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pag. 86

⁴⁷³ Così, DENOZZA, F. (2010), *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pag. 33

⁴⁷⁴ E’ bene precisare come il riferimento al caso Perry/Mylan nella fattispecie dell’abuso di maggioranza è puramente a titolo esemplificativo, concesso dal fatto che correttezza e buona fede si applichino anche l’abuso di minoranza. Infatti, come si è avuto modo di precisare nella sez. II della trattazione, Perry deteneva una mera partecipazione di minoranza (9,9%) in Mylan,

manovra speculativa, che è tuttavia “esterna” alla società (l’arbitraggio su fusione), e non per danneggiare “fraudolentemente” i soci di minoranza. Infatti, i fondi *hedge* (tra i quali Perry) operano sul mercato perseguendo come obiettivo principale la massimizzazione del proprio profitto, mentre con la compagine sociale generalmente intrattengono rapporti per lo più labili e sicuramente distanti da ipotetiche finalità “oppressive”⁴⁷⁵. Ma anche qualora si riuscisse a definire la condotta del socio/*empty voter* come “abusiva”, la minoranza si troverebbe dinnanzi allo stesso problema di trasparenza sul processo dissociativo, precedentemente sollevato in merito alla qualificazione dell’interesse come “extrasociale”, che può essere qui riproposto nell’indagine sulla “arbitraria” e “fraudolenta” preordinazione della delibera.

Nonostante quanto appena detto, ben potrebbe figurarsi invece il caso in cui un fondo *hedge*, sempre nel perseguimento del proprio scopo fortemente lucrativo, sia ostacolato da una minoranza particolarmente attiva. In questo caso, tornando a quanto accaduto tra King e Mylan, si potrebbe ipotizzare che Perry, trovando una forte opposizione nei soci di Mylan, attui delle strategie volte a diluirne la quota di partecipazione, ad esempio attraverso un aumento del capitale a pagamento, in modo da raggiungere il *quorum* richiesto per deliberare a favore della fusione. Ed è solo in quest’ultimo caso che si potrebbe configurare, con molta probabilità, un abuso di maggioranza.

Senonché, una situazione così delineata esula in parte dal fenomeno della *decoupling*, in quanto la deliberazione riduttiva della partecipazione dei soci “ostili” è solo strumentale a quella che ha spinto il fondo a “svuotare” la propria partecipazione in Mylan. Inoltre, l’evidenza empirica sul fenomeno “dissociativo” ha dimostrato come esistano altri modi (più economici, veloci e funzionali) per poter aumentare il controllo su una società senza dover necessariamente realizzare

⁴⁷⁵ In argomento DENOZZA, F. (2010), *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pag. 37 e EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance “cooperazione”*, pag. 982

operazioni “dilutive”, come ad esempio l’ “occultamento” della proprietà attraverso la sottoscrizione di derivati di *equity*⁴⁷⁶ .

A ciò va aggiunta, così come è stato riscontrato dalla dottrina⁴⁷⁷, la difficoltà per i soci di minoranza di provare che “*la delibera sia stata presa intenzionalmente al solo fine di ledere la loro posizione nella società*”, con conseguente estrema rarità di delibere assembleari annullate per abuso di maggioranza e la conclusione della dottrina⁴⁷⁸ di ritenere anche questa strada, già sufficientemente “tortuosa”, inadeguata a risolvere le criticità del fenomeno della *decoupling*.

Per concludere merita una breve menzione un orientamento della giurisprudenza di legittimità⁴⁷⁹, che, seppur minoritario, sta tuttavia trovando consensi anche nella recentissima giurisprudenza di merito⁴⁸⁰, secondo il quale “*l’intenzionale attività fraudolenta*” ed il fatto che la deliberazione “*non trovi alcuna giustificazione nell’interesse sociale*”, si pongono su un piano di mera alternativa⁴⁸¹.

In questi termini, affinché una delibera possa essere annullata per abuso di maggioranza, sarà sufficiente che questa rappresenti una “*deviazione [...] dallo scopo economico-pratico del contratto di società, per essere il voto ispirato al perseguimento da parte dei soci di maggioranza di un interesse personale*”

⁴⁷⁶ In questi termini, rifacendosi ai casi CSX/TCI e Fiat, non sarebbe inverosimile pensare che Perry, in una situazione così delineata, potrebbe – anziché aumentare il capitale a pagamento – acquistare la sola proprietà economica delle azioni di Mylan attraverso una serie di *equity swaps*, così da aumentare il controllo su quest’ultima (attraverso la cooperazione con la controparte finanziaria) senza rischiare di “scontrarsi” con l’istituto dell’abuso di maggioranza, che si applica per definizione ai soli soci in quanto parti del contratto sociale. Così facendo Perry – che ricoprirebbe allo stesso tempo la figura del socio/*empty voter* e del “proprietario occulto” – ben potrà osteggiare la minoranza “ostile” senza, tuttavia, incorrere in comportamenti qualificabili, secondo l’ordinamento italiano, come “abusivi”.

⁴⁷⁷ In particolare, CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pag. 338; allo stesso anche in RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pag. 86; FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 642

⁴⁷⁸ FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 642

⁴⁷⁹ Il riferimento è in particolare alle Cass. n. 27387 del 2005 e n. 15942 del 2007

⁴⁸⁰ Il riferimento è in particolare al Trib. Roma Sez. spec. Impresa n. 6452 del 2017

⁴⁸¹ Sul punto si veda inoltre DENOZZA, F. (2010), *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pag. 33, nt. 55

*antitetico rispetto a quello sociale*⁴⁸², che sembra richiamare proprio la definizione di interesse “extrasociale” dell’art. 2373 c.c.

Se così fosse, ben potrebbero a questo punto ricevere una efficiente tutela tutte quelle situazioni in cui il socio/*empty voter* abbia esercitato il proprio diritto di voto sulla base di un *negative overall economic interest* (e quindi per un fine “extrasociale”), in quanto in tal caso i soci sarebbero esonerati dall’onere di provare la produzione di un danno alla società, che, per quanto già esposto, rappresenta uno dei profili maggiormente critici dell’incontro tra la *decoupling* e la disciplina del conflitto di interessi.

Così delineato, l’abuso di maggioranza potrebbe veramente rappresentare per gli azionisti di minoranza (e maggioranza) un *safe harbour* dall’uso improprio delle tecniche “dissociative”, ancorché si riproporrebbe lo stesso problema relativo all’identificabilità dell’interesse come *personale ed antitetico a quello sociale*, interesse che, al pari di quello “extrasociale” non può trascendere dalla conoscenza della “fonte” e della “misura” della *decoupling*, rimandando quindi ancora alla disciplina sulla trasparenza.

2.9.1. (segue): ... i *fiduciary duties*.

La questione non sembra di facile soluzione neanche se messa a confronto con i “doveri fiduciari”, ed in particolare con il *duty of loyalty*, che i soci di maggioranza hanno nei confronti della minoranza nelle *corporations* statunitensi.

Le problematiche, in questo caso, sarebbero radicate *in primis* nel generale disinteresse della *corporate law* ai rapporti tra soci, la cui ragione andrebbe individuata, secondo autorevolissima dottrina americana⁴⁸³, nell’assunto che gli

⁴⁸² Cass. n. 27387 del 2005

⁴⁸³ Per tutti, FLETCHER, W. M. (2000), *Fletcher Cyclopedic of the Law of Private Corporations*, vol. 12B, pp. 5708 ss.; ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, pp. 1267 – 1268, a cui si rimanda per ulteriori riferimenti bibliografici (nt. 2, 32)

azionisti, non solo sono tendenzialmente *passivi*, ma sono anche portatori di comuni interessi economici⁽⁴⁸⁴⁾⁽⁴⁸⁵⁾.

Tale assunto giustificerebbe di conseguenza la mancata imposizione di “doveri fiduciari” tra i soci, la cui *ratio* principale è quella di indirizzare i “problemi di agenzia” in caso di “*abuse of power*” dell’*agent*⁴⁸⁶, motivo per il quale questi sono stati generalmente riferiti ai soli *directors*.

Ciononostante, le corti statunitensi⁴⁸⁷ hanno riconosciuto che anche i soci (di maggioranza) possono generare problemi di agenzia meritevoli di attenzione, ancorché abbiano circoscritto la questione a due casi in particolare, vale a dire alle *corporate “freeze-out”* e alle *closely held corporations*⁴⁸⁸.

Di conseguenza, solamente le transazioni rientranti in una delle due suddette categorie sarebbero suscettibili di essere vagliate nel c.d. *entire fairness test*⁴⁸⁹.

⁴⁸⁴ Si rimanda al par. 2.6.1

⁴⁸⁵ Questa l’opinione prevalente nella letteratura statunitense: “A *shareholder occupies a position and owes a duty radically different from a director.... [A] shareholder may vote with the view merely of his or her own self-interest. Ordinarily, unless the shareholder is a majority shareholder or active in the management of the corporation, he has no well-defined duties.*”, in FLETCHER, W. M. (2000), *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, vol. 12B, pag. 5713.

⁴⁸⁶ Il legame tra “abuso” e “dovere fiduciario” è stato evidenziato nella dottrina statunitense in particolare in SMITH, D. G. (2002), *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, pp. 1497, 1424 dove l’autore, riprendendo l’autorevolissimo pensiero di Tamara Frankel, afferma come “[...] *the main problem addressed by fiduciary duties is “abuse of power”*”, che si riferisce all’abilità che ha il fiduciario (che nei rapporti societari sarebbe l’*agent*, e quindi nel caso in esame il socio di maggioranza) di danneggiare il beneficiario (o *principal*, e di conseguenza il socio di minoranza).

⁴⁸⁷ Così ad esempio la giurisprudenza del Delaware ha affermato che anche i “[...] *controlling shareholders owe their corporation and its minority shareholders a fiduciary obligation of honesty, loyalty, good faith and fairness. [...]*”. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969, (Supreme Court of Delaware 1977). Allo stesso modo anche: *Jones v. H.F. Ahmanson & Co.*, 460 P.2d 464, (Supreme Court of California, In Bank 1969); *Kahn v. Lynch Commc’ns Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110 (Supreme Court of Delaware 1994); *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Supreme Court of Delaware 1971).

I *fiduciary duties* degli azionisti di maggioranza trovano la loro fonte nel *case law*, infatti il *Delaware Code* si riferisce esclusivamente ai doveri gravanti sui *directors*.

⁴⁸⁸ Così, ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, pp. 1269. Gli stessi autori definiscono la *corporate “freeze-out”* quelle operazioni volte all’estromissione della minoranza (Ibid., pag 1271)

La *ratio* di questa scelta è che solo limitatamente a queste due ipotesi vi sarebbe il rischio di comportamenti *abusivi* della maggioranza a discapito della minoranza.

⁴⁸⁹ Pur riconoscendo l’esistenza anche dell’*intrinsic fairness* e dell’*inherent fairness* per comodità si farà riferimento esclusivo al più comune *entire fairness test*; in accordo con quella parte della dottrina statunitense secondo cui la differenza tra le tre sarebbe esclusivamente elusiva (DIBADJ, R. (2008), *Networks of Fairness Review in Corporate Law*, pag. 28)

In un sistema giuridico così delineato, la posizione del socio danneggiato dal comportamento abusivo dell'*empty voter* risulterebbe, se possibile, ancora più critica di quella sviluppatasi nell'ordinamento italiano⁴⁹⁰. Così, ad esempio limitare i *fiduciary duties* dei soci alle transazioni realizzate nelle *closed held corporations* equivarrebbe sostanzialmente ad escludere lo scrutinio del giudice sulla *decoupling*. Precisamente, come ha riscontrato la miglior dottrina sul punto⁴⁹¹, i maggiori casi di dissociazione della partecipazione azionaria sono stati realizzati proprio in quelle *public companies* considerate dalle corti statunitensi non a rischio di comportamenti *abusivi* della maggioranza.

Inoltre, riprendendo quanto già detto in merito all'aumento di capitale a pagamento per diluire la quota del socio, si può giungere all'analoga conclusione che, non solo le operazioni *freeze-out* siano tendenzialmente strumentali ed accessorie agli obiettivi perseguiti attraverso la *decoupling* (esulanti perciò dal fenomeno stesso, e quindi dall'indagine), ma che la dissociazione della proprietà attraverso i derivati di *equity* possa risolversi in una "valida" alternativa a tali operazioni, senza tuttavia rientrarci.

Malgrado ciò, anche qualora si riuscissero ad imporre i *fiduciary duties* al socio/*empty voter* non sembrerebbe comunque che questi possano risolversi in una efficiente tutela, in quanto secondo il diritto processuale statunitense affinché il giudice possa verificare che la transazione sia stata eseguita secondo *entire fairness* (e quindi non abusivamente), l'attore (nel caso, il socio di minoranza danneggiato) dovrà provare il possibile *self-interest* della maggioranza – identificato nell'interesse ad estrarre dalla transazione "*material economic benefit*" a discapito della minoranza – e solo in quel caso l'onere di provare la

⁴⁹⁰ La dottrina statunitense ha, con riferimento caso Perry/Mylan, evidenziato le criticità sul ruolo che può svolgere la legge nel risolvere situazioni così delineate. Così si è espresso il *securities law specialist* della Columbia University John C. Coffee sul caso: "*I'm hesitant to say that the law could manage this...A shareholder has no fiduciary duty to other shareholders*". (WHITE, L. 2009 (rev. 2014), *Mylan Lab's proposed merger with King Pharmaceutical (abridged)*, pag. 3)

⁴⁹¹ HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*; pag. 907; HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*, pag. 2

correttezza dell'operazione graverà su quest'ultima⁴⁹², che dovrà a quel punto dimostrare che sia il *process* (e quindi il tempo, l'iniziativa, la struttura e la negoziazione della transazione) sia il *price* siano *fair*⁴⁹³.

Tuttavia, secondo la dottrina statunitense, benché tale “agevolazione processuale” possa indurre a pensare che il *fairness test* sia particolarmente favorevole all'attore, l'evidenza empirica dei giudizi in cui trova applicazione tale *test* mostra il contrario⁴⁹⁴. Infatti, attraverso dei meri “*procedural mechanism*” le operazioni realizzate in *self-interest* non verrebbero quasi mai sanzionate⁴⁹⁵.

Inoltre, qualora il convenuto dimostri che la transazione in questione, anche se realizzata in *self-interest*, sia stata approvata, a seguito di piena divulgazione, dalla *majority of minority shareholder* (MOM) ovvero da una *independent special committee* (ISC), l'onere della prova sarà ribaltato nuovamente sull'attore⁴⁹⁶.

In questi termini, la comparazione della posizione processuale del socio danneggiato nei due diversi ordinamenti appare parimenti critica.

Infatti, se da un lato l'onere della prova gravante sul convenuto – salvo i casi di approvazione da parte del MOM ovvero di una ISC – esoneri il socio dalla (complessa e raramente verificabile) prova dell'abuso, dall'altro lo vedrebbe comunque obbligato a dimostrare il *self-interest* equiparabile al nostro “interesse personale” che – in assenza di una idonea disciplina sulla trasparenza degli assetti

⁴⁹² Questa la ricostruzione del noto caso *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Supreme Court of Delaware 1983) in ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, pag. 1264. Allo stesso anche in *Kahn v. Lynch Commc'ns Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110, 1115 (Del. 1994), dove la Corte precisa che “[a] majority shareholder is naturally motivated by economic self-interest in initiating a transaction. Otherwise, there is no reason to do it. Thus, mere initiation by the acquirer is not reprehensible so long as the controlling shareholder does not gain a financial advantage at the expense of the minority”.

⁴⁹³ RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pp. 41 – 42)

⁴⁹⁴ Questa l'opinione di R. Brown: “Over time, state courts interpreted the [fiduciary] duties in a manner that left little substance. The business judgment rule and universal adoption of waiver of liability provisions all but eliminated causes of action for breach of the duty of care. The duty of loyalty, particularly self-dealing by officers and directors, could be validated through procedural mechanisms. With proper procedures, the fairness of the transaction was not subject to judicial review. This approach allowed self-dealing by officers and directors almost without limits” in DIBADJ, R. (2008), *Networks of Fairness Review in Corporate Law*, in San Diego Law Review, pag. 21

⁴⁹⁵ Ibid.

⁴⁹⁶ Così, ZANONI, A. (2009), *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*, pag. 3

proprietari – risulterebbe, al pari di quanto già evidenziato nel sistema italiano, sostanzialmente impossibile.

2.9.2. (segue): Cenni sulla protezione della maggioranza e il c.d. “swing vote”.

Nei paragrafi precedenti si è partiti dall’assunto che sia il socio/*empty voter* che il “proprietario occulto” abbiano “dissociato” una partecipazione di maggioranza, ignorando la possibilità che anche la minoranza possa deliberare operazioni *abusive*.

L’autorevolissima dottrina italiana⁴⁹⁷ – avallata da ultimo da una recentissima sentenza n. 29792 del 2017 della Cassazione – ha affermato che gli stessi principi sottostanti alle manovre *abusive* della maggioranza “*possono anzi devono*” trovare applicazione anche nei casi in cui sia la minoranza ad abusare della propria influenza nella società. Di conseguenza, quanto precedentemente detto sull’abuso di maggioranza potrà essere applicata anche qualora il socio di minoranza dissoci la propria partecipazione per perseguire finalità egoistiche. Sennonché, qualora questo riesca a dimostrare la violazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. – salvo il caso in cui il voto abbia bloccato la decisione della maggioranza, nel qual caso si procederà all’annullamento del voto – la sanzione si risolverebbe in un mero risarcimento danni⁴⁹⁸, che se rapportato agli ingenti profitti realizzabili con la *decoupling* (si pensi ad esempio all’operazione di arbitraggio su fusione iniziata da Perry) potrebbe risultare “irrisoria”, o comunque non sufficientemente idonea a fronteggiare e prevenire la realizzazione di tali condotte.

Al contrario, il diritto statunitense – e questa è forse la maggiore differenza con il nostro ordinamento – non prevede che i soci di minoranza siano vincolati da

⁴⁹⁷ Per tutti, CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 338 – 339; allo stesso modo anche PORTALE, G. B. (1999), «*Minoranze di blocco*» e *abuso del voto nell’esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «Gouvernement Des Juges»* ?, pp. 153 ss.

⁴⁹⁸ CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, pp. 338 – 339. Per una più ampia analisi sui rimedi per l’abuso di minoranza: PISANI MASSAMORMILE, A. (2004), *Minoranze “Abusi” e Rimedi*, pp. 143 ss.

fiduciary duties nei confronti della maggioranza, conseguentemente saranno liberi di esercitare il diritto di voto e la relativa influenza sulla società anche per finalità individualiste e dannose per la maggioranza⁴⁹⁹.

Senonché questo approccio ignora completamente sia la possibilità che azionisti con una piccola partecipazione – e quindi privi di sufficiente potere per poter eleggere gli amministratori – possano essere in grado ugualmente di indirizzare l’operato del *management* (ad es. minacciando costose *proxy fight*), che quella ancora più critica dove, in ragione della struttura proprietaria societaria, si vadano a creare nell’assemblea due opposte fazioni titolari rispettivamente del 49% delle azioni. In una situazione del genere il socio detentore di un mero 2% controllerà il risultato della deliberazione (c.d. *swing vote*⁵⁰⁰) e potrà esercitare il relativo diritto di voto in modo completamente arbitrario, senza dover rispettare il *duty of loyalty*.

Per concludere, la questione statunitense così inquadrata appare quindi di gran lunga più critica. Infatti, se il diritto societario italiano potrebbe – qualora sostenuto da un’efficiente disciplina sugli obblighi di trasparenza, e seppur tenuto conto delle rilevanti difficoltà riscontrate nell’applicazione degli istituti tradizionali alla *decoupling* – arginare il rischio che la dissociazione “sintetica” si risolva in comportamenti *abusivi*.

Diversamente, le problematiche riscontrate in quello statunitense – oltre alla difficoltà relative all’applicazione del *fairness test* che ricalca sostanzialmente quelle già riscontrate nella disciplina Codicistica – sono legate, inoltre, al generale disinteresse del diritto ai rapporti tra i soci. Da cui la conseguenza che, salvo i casi particolari di applicazione dei *fiduciary duties* (esclusivamente) alla maggioranza, i soci sarebbero da considerare, come affermato in dottrina, dei “*free agents*”⁵⁰¹.

⁴⁹⁹ Secondo la dottrina statunitense “[m]inority stockholders in public companies are often viewed as free agents, at liberty to try to influence corporate policy as they see fit—including trying to influence corporate policy in ways that favor their own interests over those of the corporation and other shareholders”. La *ratio* sottostante è che i soci di minoranza non sarebbero in grado di fare pressione sul *management*: “the degree to which a shareholder controls the board has become the judicial touchstone of shareholder fiduciary duty”. (ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, pp. 1257, 1269, 1271)

⁵⁰⁰ Ibid., pag. 1270

⁵⁰¹ Ibid., pag. 1257; allo stesso modo, MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, pp. 203 – 204; LAN, L. L. e HERACLEOUS, L. (2007), *Negotiating*

the Minefields of Corporate Vote-buying. Risulta così giustificata la “preoccupazione” mostrata dalla dottrina circa l’inidoneità del diritto statunitense nel limitare efficientemente le manovre egoistiche realizzati dai soci, che ha portato all’idea di “modernizzare” i *fiduciary duties* in modo da renderli compatibili con la nuova dimensione che stanno assumendo le *corporations* oltreoceano (v. ad esempio le proposte in ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* pp. 1294 ss.)

CAPITOLO III

LA DECOUPLING E GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA

Sommario: 3.1 Premessa: l'importanza della trasparenza come strumento di "disincentivazione". – SEZIONE I: La disciplina italiana. – 3.2 Premessa. – 3.3 I derivati di equity negli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF. – 3.3.1 L'attuazione della Direttiva Transparency e il riconoscimento delle "partecipazioni potenziali". – 3.3.2 La "prima" trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled a seguito del Position Paper della Consob 2009. – 3.3.3 Il regime regolamentare vigente: le delibere Consob n. 19446/2015 e 19614/2016. – 3.4 Ulteriori obblighi di trasparenza. – 3.4.1 (segue): L'empty voting nella disciplina (europea) relativa alla short selling. – 3.4.2 (segue): L'empty voting nella disciplina relativa al c.d. internal dealing. – 3.5 I derivati di equity nell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria e obbligatoria da consolidamento. – 3.5.1 (segue): La trasparenza delle operazioni di empty voting effettuate durante il periodo di offerta. – 3.6 Una possibile soluzione alla disclosure delle posizioni corte con la nuova disciplina "anti-scorrerie"? Alcuni spunti di riflessione. – SEZIONE II: La disciplina statunitense. – 3.7 Premessa. – 3.8 La hidden (morphable) ownership ed il concetto di beneficial ownership ai sensi della Rule 13d-3(a) e (b) CFR. – 3.8.1 (segue): La lettura "sostanzialista" offerta dalla South District Court di New York nel caso CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP. – 3.8.2 (segue): Il problema del mancato raccordo tra l'interpretazione "sostanzialista" della giurisprudenza federale e la riforma del Dodd-Frank Act: un passo indietro in materia di disclosure delle posizioni lunghe nei derivati di equity?. – 3.9 L'empty voting tra la Sec. 13(d) ... – 3.9.1 (segue): ... la Sec. 13(g) e ... – 3.9.2 (segue): ... la Sec. 16(a).

3.1 Premessa: l'importanza della trasparenza come strumento di "disincentivazione".

L'analisi svolta nel precedente capitolo ha evidenziato una parziale "impreparazione" dei rimedi tradizionali del diritto societario a fronteggiare efficientemente la *decoupling*, in entrambe le sue accezioni di *empty voting* e di *hidden (morphable) ownership*. Allo stesso modo si è visto come né la dottrina, né

la giurisprudenza (salvo quei pochi casi di rilievo mediatico in cui i Giudici di merito si sono pronunciati circa il fenomeno “dissociativo”), sono arrivate a soluzioni più o meno concordi circa l’idoneità dei rimedi tradizionali ad affrontare le problematiche qui in esame.

Ciononostante, il confronto con gli istituti del conflitto di interessi e dell’abuso di maggioranza (o minoranza) ha mostrato che, anche indipendentemente dall’orientamento accolto, per procedere ad una più compiuta e dettagliata analisi è assolutamente necessario che la *decoupling*, e in particolare lo “strumento” e, quindi, la “tecnica” di realizzazione, siano oggetto di preventiva *disclosure*⁵⁰².

L’importanza della disciplina sulla trasparenza, più che con riferimento alla possibilità di provare in sede giudiziale – a titolo esemplificativo – l’interesse “extrasociale” del socio o la “preordinata frodolenzza” nella delibera, stante il rischio di tardività o di relativa inefficacia proprio della verifica giudiziale – per sua natura necessariamente *ex post*⁵⁰³ – afferirebbe alla possibilità di scoraggiare e disincentivare *ex ante* gli operatori finanziari a “svuotare il voto” od “occultare la proprietà” per perseguire finalità idonee a danneggiare i soci e/o gli altri *stakeholders*.

L’evidenza empirica, di cui una piccola parte passata in rassegna nella sez. II del precedente capitolo, ha mostrato che un requisito comune alla maggior parte (se non alla totalità) delle situazioni in cui si realizza la *decoupling* è la volontà – di colui che “dissocia” la partecipazione azionaria – di restare “sconosciuto” al mercato⁵⁰⁴. Infatti, gli stessi giuristi statunitensi Henry T. C. Hu e Bernard Black

⁵⁰² Sul punto si vedano in particolare, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 232, 264 – 265; MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, pp. 216 ss.; BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell’assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, pag. 272; ZANONI, A. (2009), *Hedge funds’ empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*, pag. 32; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pp. 1087 ss.; SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, pp. 115 – 116;

⁵⁰³ Tale problematica deriverebbe, in particolare, dai tempi del processo e dalle incertezze relative all’applicazione di principi generale, quali buona fede, correttezza e doveri fiduciari. Sul punto v. DENOZZA, F. (2010), *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, pp. 14 – 16; FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 642

⁵⁰⁴ Al riguardo si rimanda all’analisi delle vicende dei casi passati in rassegna nel corso della sez. II del capitolo precedente (v. 2.3.2, 2.4.2, 2.5.2).

hanno affermato, ad esempio, come i fondi *hedge* “*may sometimes hesitate to do publicly what they might do in the dark*”⁵⁰⁵.

In tal senso, appurata la difficoltà di “vestire la *decoupling* con gli abiti tradizionali del diritto societario”, non resta quindi che analizzare gli obblighi di trasparenza italiani e statunitensi, in modo da verificare se questi possano realmente essere considerati alla stregua di strumenti di “disincentivazione”.

In questi termini, l’oggetto del presente capitolo tornerà ad essere – al pari del primo – la “fonte” della *decoupling*, e cioè i derivati di *equity*. Tuttavia, questa volta non ne sarà studiato il mero meccanismo giuridico-finanziario in quanto idoneo a costruire partecipazioni azionarie “sintetiche” per fini “dissociativi”, bensì si farà un passaggio ulteriore. In particolare, si verificherà se le *posizioni* – sia *lunghe*, e quindi del “proprietario occulto”, che *corte*, stavolta con riferimento all’*empty voter* – assunte con tali derivati siano soggette agli obblighi di trasparenza nei due ordinamenti in comparazione.

⁵⁰⁵ Così, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 886

SEZIONE I – LA DISCIPLINA ITALIANA

3.2 Premessa.

Con riferimento al nostro ordinamento, e a differenza di quanto si dirà per l'ordinamento statunitense, la *decoupling* “sintetica” si pone in relazione con (i) il dovere di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e (ii) con l'acquisto di partecipazioni rilevanti che fa *scattare* l'obbligo di o.p.a.⁵⁰⁶

È importante evidenziare sin da subito, come – seppur come è stato affermato in dottrina⁵⁰⁷, le due problematiche risultino connesse “*nella misura in cui le vicende del controllo societario interessano sia l'informazione al pubblico che la tutela delle minoranze*” – nel nostro ordinamento non vi è “*coincidenza di ambiti d'applicazione delle discipline rilevanti*”.

Di conseguenza, le due discipline meriteranno un'analisi separata, e si inizierà in particolare da quella relativa agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

⁵⁰⁶ In questi termini, FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 650

⁵⁰⁷ *Ibid.*, pp. 650 – 651

3.3 I derivati di *equity* negli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF.

La disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti delle società quotate costituisce da tempo materia attratta nella competenza del legislatore europeo⁵⁰⁸, con l'obiettivo in particolare di fornire una maggiore armonizzazione delle disposizioni di diritto nazionale nell'ottica di garantire un grado elevato di tutela degli investitori in tutta l'Unione⁵⁰⁹. Infatti, i profili di diritto europeo rivestiranno in questa sede un'importanza assolutamente primaria⁵¹⁰.

In particolare, il regime di *disclosure* degli assetti proprietari – così come oggi contenuto nell'art. 120 del TUF e negli artt. da 116-*terdecies* a 122-*bis* del RE – è stato oggetto di una complessa evoluzione normativa, che ha visto coinvolto *in primis* il legislatore europeo e poi quello nazionale. Non può inoltre essere trascurato il ruolo fondamentale ricoperto – soprattutto nel recepimento della normativa comunitaria – dalla stessa Consob.

Di conseguenza, per dare maggiore contezza della *ratio* sottesa alla normativa vigente, ed in particolare dell'impatto che ha avuto il fenomeno della *decoupling* “sintetica” sulle scelte di politica del diritto nel delineare un efficiente sistema di trasparenza dei derivati, si ritiene necessario dare atto delle varie fasi della tracciata evoluzione.

⁵⁰⁸ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 266

⁵⁰⁹ Considerando 5 della Direttiva 2004/109/CE.

⁵¹⁰ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 266. In argomento sulla disciplina europea si veda SERGAKIS, K. (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, pp. 121 ss.

3.3.1 L'attuazione della Direttiva *Transparency* e il riconoscimento delle “partecipazioni potenziali”.

Il primo intervento normativo⁵¹¹, o meglio il “*punto di partenza*”⁵¹², circa la comunicazione di partecipazioni rilevanti – in materia di *decoupling* “sintetica” – si deve al legislatore europeo con la Direttiva 2004/109/CE (c.d. Direttiva *Transparency*).

Il merito principale di tale intervento normativo, ai fini che qui rilevano, è stato quello di prevedere che anche la detenzione di partecipazioni rilevanti diverse da quelle cc.dd. “effettive”⁵¹³ – con tali intendendosi le azioni conferenti il diritto di voto, anche qualora questo sia attribuito a soggetti diversi (come ad esempio, nel riporto, prestito titoli e vendita del voto)⁵¹⁴ – debba essere comunicata alle società partecipate e alle relative autorità di vigilanza nazionali (e di conseguenza al mercato).

In particolare, il legislatore europeo con la Direttiva *Transparency* ha previsto l'obbligo di comunicazione della detenzione di “*strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquire, su iniziativa esclusiva del possessore, in virtù di un accordo formale, azioni, già emesse, che conferiscono diritti di voto di un emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato*” (art. 13 Direttiva *Transparency*).

Così, la Consob con la delibera n. 16850/2009 – a seguito della delega conferita alla stessa dall'art. 120, c. 4, lett., *d-bis*) TUF introdotta dal D.lgs. 195/2007 attuativo della Direttiva *Transparency* – ha modificato l'art. 119 RE prevedendo

⁵¹¹ In realtà, come è stato rilevato in dottrina, la disciplina della trasparenza degli assetti proprietari, in termini generali, era stata già oggetto di un primo intervento con la Direttiva 88/627/CEE e successivamente con la Direttiva 2001/34/CE. (ANNUNZIATA, F. (2010), *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, pag. 585)

⁵¹² Ibid., pag. 592

⁵¹³ Ibid., pag. 586

⁵¹⁴ Precisamente, ai sensi dell'art. 118 RE “sono considerate partecipazioni le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi ovvero è sospeso. Sono, altresì, considerate partecipazioni le azioni in relazione alle quali spetta o è attribuito ad un soggetto il diritto di voto ove ricorra uno dei seguenti casi o una combinazione degli stessi”: ad esempio, riporto, prestito titoli, pignoramento, usufrutto e delega.

la *disclosure* (anche) delle suddette partecipazioni, definite dalla medesima come “*partecipazioni potenziali*”.

In realtà, la disciplina regolamentare italiana vigente prevedeva una definizione di “partecipazione potenziale” (art. 116-*terdecies*, c.1, lett. *d*) RE) più ampia di quella elaborata a livello comunitario. Infatti, essa risultava dalla sommatoria di due “*sottodefinitioni*”⁵¹⁵, rispettivamente rappresentate dalla definizione di “partecipazioni potenziali in acquisto” (nota in dottrina anche come “partecipazione potenziale *lunga*”⁵¹⁶) e di “partecipazioni potenziali in vendita” (o anche “partecipazione potenziale *corta*”⁵¹⁷). Quest’ultima in particolare non era invece prevista nell’art. 13 della direttiva, che si riferiva esclusivamente alla prima.

Si ritiene necessario precisare, come evidenziato in dottrina, che le due sottodefinitioni non erano però “*simmetriche*”⁵¹⁸, in quanto “*le partecipazioni potenziali in vendita rilevano, infatti, soltanto se ed in quanto siano riferibili a soggetti che detengono partecipazioni in acquisto sottoposte agli obblighi di comunicazione*”⁵¹⁹. In altre parole, tali partecipazioni *corte* assumevano rilievo esclusivamente al fine di determinare la posizione “netta” del soggetto tenuto agli obblighi di *disclosure*⁵²⁰ (art. 119, c.4 RE).

⁵¹⁵ Il previgente art. 116- *terdecies*, c.1, lett. *d*) RE definiva testualmente le “partecipazioni potenziali” come: “le partecipazioni potenziali in acquisto e le partecipazioni potenziali in vendita”.

⁵¹⁶ Così, LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 679

⁵¹⁷ Ibid.

⁵¹⁸ In questi termini, ANNUNZIATA, F. (2010), *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, pag. 587

Le “partecipazioni potenziali in acquisto” erano definite testualmente: “le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti” (art. 116, c.1, lett. *d1*)).

Le “partecipazioni potenziali in vendita” erano invece definite: “le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di vendere, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di vendere, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti” (art. 116, c.1, lett. *d2*)).

⁵¹⁹ Ibid.

⁵²⁰ Ibid.

Fermo restando quanto precede, al fine di verificare la sussistenza di una “partecipazione potenziale” in acquisto o in vendita (rispettivamente artt. 116-terdecies, c.1, lett. d1) e d2)) – le cui “definizioni rappresentano l’una lo specchio dell’altra, salvo [...] che [...] è diverso il “segno” della posizione del dichiarante”⁵²¹ – era necessario verificare la sussistenza dei seguenti elementi⁵²²: i) le azioni, prese come riferimento per il computo delle soglie, dovevano rappresentare il sottostante di uno strumento finanziario; ii) tale strumento finanziario doveva attribuire al titolare, e su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare (o vendere) le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare (o vendere) le medesime azioni; iii) il regolamento doveva essere tramite consegna fisica (*physical-settled*); iv) i diritti di cui sopra dovevano derivare da un “accordo giuridicamente vincolante”.

Con riferimento ai suddetti elementi si rileva in primo luogo come nonostante qualche dubbio interpretativo iniziale, la dottrina⁵²³, anche sulla scorta dei lavori preparatori inerenti alla citata delibera⁵²⁴, ha ritenuto che con l’espressione “accordo giuridicamente vincolante”⁵²⁵ la Consob abbia inteso essenzialmente indicare i contratti derivati⁵²⁶. Ancora, di tali contratti la Commissione ha inteso dare rilievo esclusivamente a quelli del tipo *physical-settled*, in quanto – secondo l’opinione ricorrente all’epoca⁵²⁷ – oltre alle funzioni tipiche di speculazione e di *hedging*, erano gli unici (differentemente da quelli *cash-settled*) che permettevano “al titolare di realizzare un acquisto o una vendita, in termini reali e non

⁵²¹ Ibid.

⁵²² Ibid.

⁵²³ Ibid., pag 588

⁵²⁴ Si veda in particolare il Documento di consultazione in CONSOB (2008), *Recepimento della direttiva 2004/109/CE (Transparency) sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori immobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE* Documento di consultazione circa il recepimento della Direttiva *Transparency*, pp. 128 – 130

⁵²⁵ Sub iv)

⁵²⁶ Di conseguenza, “gli altri contratti che danno diritto, o attribuiscono, la facoltà di acquistare le azioni a termine [...] rientreranno, al ricorrere dei relativi presupposti, nella disciplina delle partecipazioni cc.dd. effettive”. (ANNUNZIATA, F. (2010), *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, pag. 588)

⁵²⁷ Sintetizzata in LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 59 – 60

meramente economici, potendo così incidere sugli assetti proprietari e di governo societario dell'emittente”.

In questi termini si può dire, quindi, che *“la normativa italiana [al pari di quella comunitaria] si concentra[va] esclusivamente sulla titolarità del diritto di voto inerente alle azioni, piuttosto che sulla relativa proprietà economica”*⁵²⁸, acquistabile attraverso derivati *cash-settled*.

In particolare, ai sensi del combinato disposto dell'art. 120 TUF e degli artt. 117 e 119 RE previgenti, coloro che avessero detenuto una partecipazione, rispettivamente, “effettiva” ovvero “potenziale” in una società quotata in misura superiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, ovvero diminuito la medesima partecipazione al di sotto di tale livello, erano obbligati a darne comunicazione alla società partecipata e alla Consob “senza indugio, e comunque entro cinque giorni di negoziazione dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo” (art. 121 RE). Allo stesso modo doveva essere comunicato anche il raggiungimento o il superamento ovvero la riduzione della partecipazione al di sotto delle soglie rilevanti, comprese tra il 5% e il 75%.

Inoltre, tali obblighi sussistevano anche qualora le partecipazioni non fossero detenute personalmente, ma per il tramite di interposte persone, fiduciari o società controllate⁵²⁹.

Da ultimo, si ritiene assolutamente necessario precisare come i due sistemi di trasparenza riguardanti le “partecipazioni effettive” e le “partecipazioni potenziali” erano – per espressa scelta di politica del diritto della Consob⁵³⁰ – tra

⁵²⁸ Ibid., pag. 59

⁵²⁹ Come si dirà le formule usate dai suddetti articoli sono ancora presenti nel testo oggi vigente.

⁵³⁰ È d'uopo precisare come la Direttiva lasciava *“cospicui margini di autonomia agli Stati membri, ponendosi essenzialmente alla stregua di una Direttiva di armonizzazione minima”*. Infatti, il legislatore europeo, con riferimento alle “partecipazioni potenziali”, aveva offerto due opzioni per dare attuazione alla relativa normativa. Così, i legislatori nazionali avrebbe potuto: *i)* aggiungere gli obblighi di trasparenza delle suddette partecipazioni a quelli delle “partecipazioni effettive”, finendo quindi *“per rappresentare una diversa modalità di computo delle soglie di rilevanza per la disclosure delle soglie partecipative”*; ovvero *ii)* porre le due discipline su piani del tutto paralleli, in modo che le regole di trasparenza delle “partecipazioni potenziali” diano *“vita ad un sistema del tutto parallelo, ed aggiuntivo, rispetto a quello delle partecipazioni effettive”*. (ANNUNZIATA, F. (2010), *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, pag. 586)

loro del tutto paralleli⁵³¹ ed autonomi (seppur connessi)⁵³². Di conseguenza, nel calcolare il superamento (o la riduzione ovvero ancora il raggiungimento) delle predette soglie rilevanti non si dovevano sommare partecipazioni “effettive” e “potenziali”, bensì si dovevano considerare singolarmente.

Esemplificando, qualora Tizio avesse detenuto una “partecipazione effettiva” in X pari al 4,99% e una “partecipazione potenziale” nella medesima società di pari percentuale, avrebbe dovuto comunicare esclusivamente i rispettivi superamenti del 2%. Così, nonostante egli detenesse una partecipazione per così dire “complessiva” in X pari al 9,98%, solamente il 4% sarebbe stato soggetto all’obbligo di *disclosure*.

3.3.2 La “prima” trasparenza delle posizioni in derivati *cash-settled* a seguito del *Position Paper* della Consob del 2009.

Un tale quadro regolamentare offriva agli investitori istituzionali (e più in generali agli operatori economici) ampia libertà nel delineare strategie “dissociative” mediante i contratti derivati. In particolare, come successe nell’operazione realizzata da Ifil e Merrill Lynch, per evitare di incorrere negli obblighi di *disclosure* era sufficiente, ad esempio, sottoscrivere un derivato *cash-settled* e/o acquistare azioni contemporaneamente a derivati *physical-settled* fino al raggiungimento del limite massimo delle rispettive soglie rilevanti (che, si è detto, erano uguali).

Di conseguenza, anche (e in particolar modo) a seguito delle evidenze empiriche riscontrate sui maggiori casi di *decoupling* italiani e internazionali⁵³³, la Consob –

⁵³¹ Ibid., pp. 586, 589 pp. 586, 589

⁵³² LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pag. 59

⁵³³ I noti giuristi Henry T. C. Hu e Bernard S. Black nel loro ultimo articolo (HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*, pp. 661 ss.) hanno raccolto evidenze di ben 82 casi di *decoupling*, anche se come si è detto tale numero non è considerato dalla dottrina esaustivo, in quanto vista la natura “segreta” di tali operazioni è facilmente ipotizzabile che ne siano state realizzate tante altre non venute, tuttavia, a

in linea con la commissione federale statunitense (SEC)⁵³⁴, con la Commissione Europea⁵³⁵, con il CESR (oggi divenuto l'ESMA)⁵³⁶ e con le Autorità di Vigilanza di alcuni Paesi europei⁵³⁷ – avviò nel 2009 una consultazione pubblica con gli operatori del mercato⁵³⁸ volta a valutare l'opportunità e/o la necessità di sottoporre anche i contratti derivati *cash-settled* agli obblighi di *disclosure ex art. 120 TUF*⁵³⁹. In particolare, la Consob nel Documento di consultazione diffuso l'8 ottobre 2009 – denominato *Position Paper* – ha riconosciuto ufficialmente (e per la prima volta nell'ordinamento italiano) come “*l'uso di strumenti derivati con regolamento cash rende possibile una separazione (decoupling) dell'interesse economico (proprio della parte lunga) dai diritti di voto (esercitati della parte corta, che non è interessata tuttavia ai relativi effetti economici), alterando il sistema di corporate governance*”⁵⁴⁰. Viene così superato il precedente orientamento, secondo il quale solamente i derivati *physical-settled* erano idonei ad incidere sugli assetti proprietari e sulla *governance* degli emittenti.

Nel *Paper*, tuttavia, la Commissione non ha delineato una specifica proposta regolamentare, ma soltanto ipotesi di lavoro mirate comunque a superare le

conoscenza (in particolare in RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1055, l'autore parla di “*tip of the iceberg*”).

⁵³⁴ SEC (2010), *SEC votes to seek public comment on U.S. proxy system*

⁵³⁵ COMMISSIONE EUROPEA (2010), *Consultation on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*

⁵³⁶ CESR (2010), *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*; ESMA (2011), *Call for evidence: empty voting*

⁵³⁷ Tra cui, ad esempio, quelle di Regno Unito, Olanda e Portogallo. Per una sintetica esposizione dei temi trattati nelle rispettive consultazioni si rimanda a LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 64 – 66. Per quanto riguarda la consultazione promossa dall'Autorité des marchés financiers francese si rimanda a ARDIZZONE, L. (2009), *Il rapporto promosso dalla Autorité des marchés financiers sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, pp. 235 – 237

⁵³⁸ A cui parteciparono in particolare autorevoli giuristi italiani del calibro di Guido Ferrarini, Paolo Giudici e Paolo Saguato (si veda al riguardo FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*), oltre inoltre ad Abi, Assosim, Assonime, Hermes Equity ownership Services, Italian CFA Society e Mediobanca (per le opinioni espresse da questi ultimi si veda l'allegato n.2 al documento di consultazione CONSOB (2011), *Esiti della consultazione sul Position Paper in materia di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*)

⁵³⁹ Per un commento, in termini più generali, alla disciplina si rimanda a GIUDICI, P. (2012), *Art. 120 Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, pp. 1617 – 1630

⁵⁴⁰ CONSOB, (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 4 – 5

problematiche della *decoupling*. Tra gli obiettivi della Consob vi era quello di evitare una *over-regulation*, ossia non sottoporre agli obblighi di *disclosure* anche fattispecie del tutto irrilevanti per la *governance* degli emittenti che avrebbero, al contrario, diminuito i livelli di efficienza del mercato (secondo il noto principio giuseconomico “troppa informazione equivale a nessuna informazione”)⁵⁴¹.

Al riguardo meritano di essere menzionate, seppur *in nuce*, alcune proposte formulate dalla più attenta dottrina in materia di derivati e *decoupling* prima della riforma regolamentare del 2011.

Secondo una prima opzione regolamentare⁵⁴² – finalizzata in particolare “[al]la salvaguardia dell’autonomia negoziale⁵⁴³ e, nel contempo, [al]la garanzia di trasparenza proprietaria” – solamente la parte in *posizione lunga* di un derivato di *equity* avente natura giuridica c.d. “*acquisitiva*”⁵⁴⁴ (e, cioè di un derivato la cui funzione è l’acquisto del sottostante, anziché il “tipico” differenziale⁵⁴⁵, ritenuto pertanto un “non derivato”⁵⁴⁶) avrebbe dovuto esser soggetta agli obblighi di cui all’art. 120 TUF⁵⁴⁷.

Per un’altra parte della dottrina⁵⁴⁸ – meno attenta, a differenza della precedente, alla natura giuridica del contratto derivato – la soluzione che meglio si sarebbe apprestata a risolvere l’elusione degli obblighi di *disclosure* attraverso i derivati *cash-settled* si sarebbe dovuta ricercare invece negli istituti tradizionali

⁵⁴¹ In questi termini LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 66 – 67, 72; LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 688

⁵⁴² Offerta da E. Girino in GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 423 – 429

⁵⁴³ Secondo l’autore infatti assoggettare qualsiasi derivati azionario agli obblighi di trasparenza ex art. 120 TUF “*potrebbe condurre a ripensare la struttura stessa del contratto e ad interrogarsi circa la permanente natura derivativa del medesimo*”, e cioè quella di formare un differenziale. (Ibid., pag. 427)

⁵⁴⁴ E cioè quando “*la posizione derivata in equity*” è detenuta “*con l’intento specifico di non pervenire all’acquisizione del differenziale*”. (Ibid.)

⁵⁴⁵ Nel qual caso la natura sarebbe “*derivativa*” (Ibid.). Si veda al riguardo il capitolo I.

⁵⁴⁶ Ibid.

⁵⁴⁷ Tale proposta ruotava intorno all’introduzione di un onere (con conseguente responsabilità) della parte *lunga* di comunicare *ex ante* gli intenti perseguiti con il contratto derivato, la cui veridicità avrebbe dovuto esser controllata *ex post* dall’autorità. (Ibid.)

⁵⁴⁸ FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pp. 123 – 128

dell'interposizione di persona, interpretata “*in senso sostanziale*”⁵⁴⁹(⁵⁵⁰), e della frode alla legge, “*lascia[ndo] immutato il Regolamento emittenti*”⁵⁵¹. Tale opzione è stata ripresa – con specifico riferimento all'operazione realizzata dai vertici di Fiat – anche da quella dottrina⁵⁵² secondo la quale “*nel caso Fiat [...] bastava applicare il principio della frode alla legge, intesa in senso moderno, come la intendono i civilisti oggi*”.

Alternativamente, la medesima dottrina offriva, inoltre, una seconda possibilità per la Consob⁵⁵³, e cioè quella di emanare – in forza della delega contenuta nell'art. 120, c.4, lett. *d-ter*) TUF – una regola generale sostanzialmente analoga a quella prevista dalla *Rule 13d-3(b)* emanata dalla SEC, operante come “*clausola generale avente funzione anti-elusiva*” secondo l'interpretazione data dal Giudice Kaplan nel caso *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*⁵⁵⁴.

La Commissione, tuttavia, ha optato per una soluzione diversa. Con la delibera n. 17919/2011 la Consob ha infatti esteso gli obblighi di *disclosure* anche alla “*proprietà economica*” delle azioni – oltre che alla “*proprietà reale*”⁵⁵⁵ (comprensiva delle partecipazioni “*effettive*” e “*potenziali*”) – mediante un regime di trasparenza c.d. “*generalizzata*”⁵⁵⁶, includendo pertanto tutti i derivati *cash-*

⁵⁴⁹ Ibid, pag. 127

⁵⁵⁰ Sul concetto di interposizione di persona nelle partecipazioni al capitale di società quotate si rimanda in particolare a LUPOI, A. (2008), *L'interposizione finanziaria*, pp. 72 ss.

Si rimanda, inoltre, alla nt. 390

⁵⁵¹ In questi termini, FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pag. 127. Secondo gli autori infatti “*il concetto di “interposta persona” utilizzato dall'art. 118 Reg. Emit. consentirebbe di colpire l'uso di derivati cash-settled utilizzati con funzioni elusive*”. (Ibid., pag. 125).

⁵⁵² In particolare, E. Portale in DE NOVA, G., FUSCO, E., GIRINO, E., PORTALE, G. B., PORTIOLI, G., ONADO, M., RIMINI, E. (2010), *Quale futuro per i derivati finanziari?*, pag. 12. In realtà, secondo l'autore l'applicazione dell'istituto della frode alla legge era strettamente collegato al problema della “*riqualificazione del derivato, che, in realtà, non era un vero derivato, ma, [...] qualche altra cosa*”. In altre parole, l'autore rimandava alle questioni contrattuali del contratto derivato dette in relazione alla prima opzione, a cui egli stesso rimanda. (Ibid.)

⁵⁵³ FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pag. 127

⁵⁵⁴ Ibid., pag. 125.

Si veda al riguardo il capitolo precedente ai par. 2.5.2, 2.5.3

⁵⁵⁵ In questi termini, LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pag. 66

⁵⁵⁶ Ibid., pp. 67 – 68. Per la questione sulla differenza dei regimi di trasparenza si veda anche l'allegato n.2 al documento di consultazione CONSOB (2011), *Esiti della consultazione sul Position Paper in materia di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*

settled, “*indipendentemente dalla variabilità della clausola di regolamento*”⁵⁵⁷, ed in continuità con il vicino intervento regolamentare in materia di o.p.a.⁵⁵⁸ (avvenuto nel medesimo anno). La riforma, tuttavia, pur segnando un rilevante passo in avanti in tema di *hidden (morphable) ownership*, ha avuto altrettante implicazioni di segno opposto sull’*empty voting*. Di conseguenza, si ritiene opportuno per ragioni di chiarezza espositiva separare le differenti questioni.

A) Iniziando dalla prima, con la citata delibera la Consob ha introdotto un terzo *basket* di *reporting*, la c.d. “posizione lunga complessiva” (art. 116-*terdecies*, c.1, lett. *d3*) RE)⁵⁵⁹, dato dall’aggregazione delle tradizionali “partecipazioni effettive” e delle “partecipazioni potenziali”, ma soprattutto anche delle “altre posizioni lunghe” (art. 116-*terdecies*, c.1, lett. *d1*) RE)⁵⁶⁰. Quest’ultima definizione, in particolare, operava (ed opera tutt’oggi) come “*categoria residuale*”⁵⁶¹, idonea a ricomprendere qualsiasi strumento o rapporto contrattuale che attribuisca al relativo titolare “l’assunzione di un interesse economico positivamente correlato all’andamento del sottostante”⁵⁶², e quindi anche le *posizioni lunghe* in derivati *cash-settled*. È d’uopo precisare tuttavia che, ai fini del computo della nuova “partecipazione lunga complessiva”, le “altre posizioni lunghe” rilevavano solamente “se superiori alla soglia del 2%” (art. 119, c.6-*ter* RE).

Tale nuovo *basket* svolgeva quindi una duplice funzione:

⁵⁵⁷ Al contrario, qualora si fosse optato per il differente regime di “*trasparenza selettiva*” sarebbero stati inclusi solamente quei contratti che, seppur connotati dalla clausola *cash-settled*, potessero essere modificati in qualunque momento prima della scadenza, prevedendo la consegna fisica. (LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 67 – 68)

⁵⁵⁸ CONSOB (2011), *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell’art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF*, pag. 2
Si veda inoltre il par. 3.5.

⁵⁵⁹ *Ibid.*, pag. 2. Sviluppato anche in LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pp. 681 ss.

⁵⁶⁰ Letteralmente: “le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall’articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto diversi da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, in grado di determinare l’assunzione di un interesse economico positivamente correlato all’andamento del sottostante, ivi incluso il caso della controparte del titolare di una posizione corta”.

⁵⁶¹ In questi termini, LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 324

⁵⁶² Art. 116-*terdecies*, c.1, lett. *d1*) RE

i) risolvere il precedente problema del parallelismo ed autonomia tra i regimi di *disclosure* delle partecipazioni “effettive” e “potenziali”, che non permetteva di catturare “partecipazioni occulte” costruite in investimenti, in parte diretti in azioni e in parte in derivati *physical-settled*;

ii) evitare che, nonostante tale aggregazione, la creazione di “partecipazioni azionarie sintetiche” (attraverso quindi derivati *cash-settled*) sfuggisse ancora alla trasparenza degli assetti proprietari.

Nello specifico, ai sensi dell’art. 119, c.2 RE, colui che avesse detenuto una “partecipazione lunga complessiva” – sia direttamente che per il tramite di interposte persone, fiduciari o società controllate – avrebbe dovuto comunicare alla società partecipata e alla Consob il superamento e la riduzione delle soglie del 10%, 20%, 30% e 50%, entro i termini e le modalità di cui all’art. 121 RE⁵⁶³. La scelta di fissare la soglia minima al 10% era in linea con la diffusa convinzione che solo partecipazioni così elevate sarebbero state idonee a segnalare la sussistenza di interessi economici realmente rilevanti ed idonei ad incidere negli assetti proprietari⁵⁶⁴. In questo modo sarebbero state soggette all’obbligo di *disclosure*, qualora pari o superiori alla suddetta soglia rilevante: i) le posizioni aggregate di investimenti diretti in azioni e di investimenti in derivati *physical-settled* (dal lato lungo); ii) le mere *posizioni lunghe* in derivati *cash-settled*; iii) le posizioni aggregate di investimenti diretti in azioni e/o di investimenti in derivati *physical-settled* e di investimenti in derivati *cash-settled* (purché superiori alla soglia minima del 2%).

D’altra parte, colui che avesse detenuto (esclusivamente) una *posizione lunga* in un derivato *physical-settled* sarebbe stato sempre soggetto agli obblighi di cui all’art. 119, c. 1 RE, con l’unica differenza, rispetto al previgente sistema regolamentare, dell’innalzamento della soglia minima dal 2% al 5%⁽⁵⁶⁵⁾⁽⁵⁶⁶⁾.

⁵⁶³ Rimasti peraltro invariati rispetto alla precedente disciplina.

⁵⁶⁴ In questi termini, LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 682

⁵⁶⁵ La *ratio* di tale scelta risiede nel fatto che fino al 2011 erano state dichiarate partecipazioni potenziali con regolamento fisico tra le soglie del 2% e 5% soltanto in 5 società. Di conseguenza, la Commissione ha ritenuto che l’eliminazione di tale soglia minima avrebbe comportato dei benefici in ragione della riduzione dei costi di *compliance*. (CONSOB (2011), *Proposte*

Di conseguenza, il previgente regime regolamentare consentiva ancora agli investitori, che avessero voluto acquistare una “partecipazione occulta”, di assumere una comunque importante esposizione nell’emittente. In particolare, le opzioni disponibili si ritiene che potessero essere due:

a) sottoscrivere dal *lato lungo* un derivato *cash-settled* per un ammontare pari al 9,99% del capitale del relativo emittente, in modo da restare al di sotto della soglia minima del 10% (art. 119, c.2 RE);

b) sottoscrivere, ancora dal *lato lungo*, un derivato *physical-settled* per un ammontare pari al 4,99% (in modo da rimanere al di sotto della soglia ex art. 119, c.1, lett. a) RE) del capitale contestualmente ad uno *cash-settled* pari all’1,99% (percentuale inferiore a quella rilevante ex art. 119, c.6-ter RE), in modo da ottenere una “partecipazione occulta” pari al 6,98%.

Per quanto concerne, invece, i criteri di calcolo, sono state due le principali novità introdotte dalla delibera del 2011. In primo luogo, ex art. 119, c.6-bis RE, ai fini del calcolo delle partecipazioni potenziali e della posizione lunga complessiva, nel caso in cui il numero di azioni sottostanti fosse variabile (e cioè quando il *delta* dei derivati è diverso da 1), si sarebbe fatto riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario (c.d. “*approccio nominale*”⁵⁶⁷). In questo modo, tuttavia, l’indicazione dell’interesse economico complessivo sarebbe stata, come affermato dalla stessa Consob, solamente “*di massima*”⁵⁶⁸, in quanto non ne

regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell’art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF pp. 8 – 9)

⁵⁶⁶ La disciplina relativa alle “partecipazioni effettive” (art. 117 RE) era rimasta del tutto immutata rispetto a quella previgente.

⁵⁶⁷ Così definito in LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 325

⁵⁶⁸ CONSOB (2011), *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell’art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF*, pag. 2

Si supponga, ad esempio, che Tizio acquisti una *call option*, con *delta* pari a 0.2, su un sottostante pari a 100 azioni di X. Caio, intermediario finanziario e controparte di Tizio, per coprire la *posizione corta* assunta con la vendita dell’opzione dovrebbe acquistare 20 azioni di X (100*0.2). Tale numero – e non invece il quantitativo massimo previsto dallo strumento (100) – rappresenterebbe realmente il numero di azioni a cui Tizio ha potenzialmente accesso, e quindi quelle che rilevarebbero in materia di assetti proprietari e *governance*. La conseguenza di tale metodo di calcolo è estremamente rilevante, in quanto sottoporrebbe agli obblighi di comunicazione anche partecipazioni che sostanzialmente sono al di sotto delle soglie rilevanti.

Infatti, tornando ora all’esempio precedente, qualora la società X abbia un capitale pari a 1.000, pur se l’opzione *call* con *delta* 0.2 su 100 azioni rappresenti solamente al 2% del capitale di X

sarebbe conseguita un'indicazione esatta delle azioni realmente accessibili dalla parte in *posizione lunga*.

In secondo luogo, invece, la riforma – come sottolineato in dottrina⁵⁶⁹ – ha adeguato ai nuovi obblighi di comunicazione, il divieto – già esistente nella previgente disciplina, seppur in termini diversi – di *netting* tra le “posizioni potenziali” e/o le “posizioni lunghe complessive” con le *posizioni corte* aventi come sottostante le medesime azioni (art. 119, c.4 RE). Di conseguenza, colui che avesse voluto “occultare” la propria partecipazione in un emittente non avrebbe più potuto, ad esempio, sottoscrivere dal lato *lungo* un *equity swap* sul 15% del capitale e, contemporaneamente, vendere un'opzione *call* e comprare una *put* (creando così uno *zero-cost collar* dal lato *corto*⁵⁷⁰) sul 5,01% del capitale della medesima società, così da detenere un'esposizione economica complessiva pari al 9,99%, e quindi al di sotto della soglia minima rilevante ex art. 119, c.2 RE.

B) Con riferimento, invece, all'*empty voting*, si è anticipato come la riforma del 2011 abbia inciso sostanzialmente “in senso negativo”. Infatti, nel previgente regime regolamentare – seppur in una forma per così dire “rudimentale” – era prevista la trasparenza anche della *posizione corta* nei derivati (anche se solo) *physical-settled*, seppur esclusivamente in quanto collegate a “partecipazioni potenziali in acquisto”.

La Consob tuttavia, anziché intervenire positivamente anche su tale questione, ha eliminato dalla definizione di “partecipazioni potenziali” la sottodefinitiva di “partecipazioni potenziali in vendita”. Sicché, il riformato (e tutt'oggi vigente) art. 116-*terdecies*, c.1, lett. d) RE si riferisce esclusivamente alle “partecipazioni potenziali in acquisto”, definite *tout court* “partecipazioni potenziali”. Tale scelta regolamentare è stata giustificata, in particolare, “in un'ottica di bilanciamento dei costi connessi alle modifiche regolamentari proposte”⁵⁷¹. Infatti, come evidenziato

($100 \cdot 20 / 1.000 = 2\%$), sarebbe comunque soggetta agli obblighi ex art. 119, c.2, in ragione dell'approccio nominale ($100 \cdot 100 / 1.000 = 10\%$)

⁵⁶⁹ LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 683

⁵⁷⁰ Si veda il capitolo I al par. 1.3.4

⁵⁷¹ CONSOB (2011), *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF*, pag. 2

in dottrina⁵⁷², da un lato, l’analisi empirica operata dalla Commissione “*non aveva mostrato fallimenti del mercato connessi all’abuso delle posizioni corte in derivati*”⁵⁷³, e, dall’altro, il regime di *disclosure* relativo alle “partecipazioni potenziali in vendita” era “*previsto unicamente in Italia e non anche negli altri paesi europei con il risultato di costruire un costo di compliance aggiuntivo per gli investitori attivi nelle società quotate italiane*”⁵⁷⁴.

3.3.3 Il regime regolamentare vigente: le delibere Consob n. 19446/2015 e 19614/2016

Contemporaneamente alla riforma operata dalla Consob nel 2011, anche altri Stati Membri⁵⁷⁵ hanno introdotto misure domestiche volte ad estendere gli obblighi di trasparenza (altresì) alle *posizioni lunghe* assunte attraverso i derivati azionari.

Così, al fine di delineare un “regime armonizzato per la notifica delle partecipazioni rilevanti”⁵⁷⁶, superando in tal modo il particolarismo dei singoli regimi regolamentari nazionali, il legislatore europeo – a seguito di un lungo processo di revisione iniziato nel 2009⁵⁷⁷ – ha modificato la Direttiva *Transparency* con la Direttiva 2013/50/UE (c.d. Direttiva *Transparency II*). Con tale riforma è stato, in via definitiva, riconosciuto a livello comunitario l’obbligo

⁵⁷² LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 681; CONSOB (2011), *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell’art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF*, pag. 70

⁵⁷³ Ibid., pag. 681, nt. 47.

Infatti, il più importante caso di *decoupling* verificatosi in Italia (o almeno quello che è stato “scoperto”) riguarda l’ “occultamento” della proprietà e non l’opposto “svuotamento” del voto.

⁵⁷⁴ Ibid.

⁵⁷⁵ Si rimanda a nt. 537

⁵⁷⁶ Considerando 12 Direttiva 2013/50/UE

⁵⁷⁷ In argomento circa il processo di revisione, con particolare *focus* sul fenomeno di *decoupling*: ENRIQUES, L. e GATTI, M. (2014), *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, pp. 24 ss.; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pp. 1087 ss.; CONAC, P. H. (2012), *Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive*, pp. 61 ss.; ČULINOVIĆ-HERC, E. e ZUBOVIĆ, A. (2015), *Tackling empty voting in the EU: the shareholders’ rights directive and the revised transparency directive*, pp. 133 ss.

di *disclosure* a “tutti gli strumenti con *effetto economico simile* alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne”⁵⁷⁸.

Il quadro normativo europeo di riferimento è stato completato, inoltre, dal Regolamento Delegato (UE) n. 2015/761, contenente i “*Regulatory Technical Standards*” (“RTS”) elaborati all’ESMA, ai sensi delle deleghe contenute nella citata Direttiva modificata.

L’attuazione del riformato regime comunitario nel nostro ordinamento è stata realizzata dalla Consob in particolare attraverso due delibere.

Nello specifico, le modifiche necessarie per allineare le norme regolamentari alle nuove disposizioni del menzionato Regolamento Delegato sono state apportate con la delibera n. 19446/2015, ai sensi della quale sono stati modificati nettamente i criteri di calcolo normati dall’art. 119 RE⁵⁷⁹. Infatti, è stata prevista l’introduzione obbligatoria del metodo c.d. *delta adjusted* per il calcolo delle *posizioni lunghe* assunte, tuttavia, con i soli derivati *cash-settled* (art. 119, c.4-bis RE). In tal modo, è stato superato il precedente *approccio nominale*⁵⁸⁰ che, si è detto, permetteva una mera “indicazione di massima” dell’effettiva esposizione economica verso la relativa società. Al contrario, secondo tale nuovo metodo di calcolo la partecipazione deve essere calcolata sulla base del coefficiente *delta*⁵⁸¹ – che misura, si è detto, la variazione del prezzo di un derivato in relazione alla variazione del prezzo del sottostante –, in modo da stimare, con maggiore precisione, la quantità di azioni sottostanti “*da comprare (o vendere) per*

⁵⁷⁸ Considerando 9 Direttiva 2013/50/UE; LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pp. 315 ss.

⁵⁷⁹ In argomento, in particolare, LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pp. 321 – 323, 325 – 326

⁵⁸⁰ Si rimanda alle nt. 567 e 568

In particolare, riprendendo il precedente esempio fatto, ai sensi della normativa vigente il soggetto che acquisti una *call option cash-settled*, con *delta* pari a 0.2, su un sottostante pari a 100 azioni dell’emittente X con capitale pari a 1.000, non sarebbe più soggetto agli obblighi di trasparenza in quanto la sua partecipazione *adjusted* è di solo il 2% del capitale (anziché del 10% in ragione dell’*approccio nominale*), e quindi al di sotto anche della riformata soglia minima ai sensi dell’art. 119, c.2 RE.

⁵⁸¹ Per ulteriori considerazioni sul *delta* si rimanda ai paragrafi relativi alle tipologie dei contratti derivati di *equity* ed alla relativa bibliografia.

*realizzare una copertura integrale dell'esposizione assunta tramite il derivato*⁵⁸². In altre parole, attraverso il nuovo metodo è possibile avere maggiore contezza di quante azioni *realmente* ha “disponibilità” la parte in *posizione lunga*, in quanto *hidden “morphable” owner*⁵⁸³ dell'emittente. Diversamente, per il calcolo dei derivati *physical-settled* è stato mantenuto l'*approccio nominale* (art. 119, c. 6-bis RE)⁵⁸⁴.

La citata delibera è inoltre intervenuta riducendo la soglia rilevante minima di comunicazione relativa alle “partecipazioni complessive lunghe” dal 10% al 5% (art. 119, c.2, lett. a) RE).

Con riferimento, ora, al recepimento delle novità introdotte (direttamente) dalla Direttiva *Transparency II*, la Consob ha emanato da ultimo la delibera n. 19614/2016. Ai fini che qui rilevano, è d'uopo evidenziare che la principale conseguenza derivante dal nuovo assetto regolamentare consiste nella *ridefinizione* dei tre “*basket*” di *reporting*⁵⁸⁵. In particolare, *de iure condito* la categoria *residuale* delle “altre posizioni lunghe” non rileva più unicamente come “*componente del dato aggregato*”⁵⁸⁶ rappresentato dalla nuova “partecipazione aggregata” (art. 116, c.1, lett. d3) RE) – che sostituisce la precedente “posizione lunga complessiva” –, bensì deve essere anche sommata alle “partecipazioni

⁵⁸² In questi termini, LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 322

⁵⁸³ Si veda il par. 2.2 per un'analisi della definizione.

⁵⁸⁴ La *ratio* di tale scelta regolamentare sarebbe, secondo quanto ricostruito dalla dottrina, duplice. In primo luogo, i derivati azionari *cash-settled* – solo indirettamente o al sussistere di determinate condizioni (si vedano i par. 2.1 e 2.2) – possono fornire al relativo titolare la possibilità di entrare in possesso del relativo sottostante, diversamente dai derivati *physical-settled* che invece attribuiscono un diritto incondizionato di ricevere fisicamente le azioni.

In secondo luogo, in un'ottica di contenimento dei costi di trasparenza (fattore risultato determinante nella precedente scelta della Consob di prevedere un *approccio nominale* per il calcolo di *tutte* le posizioni assunte tramite contratti derivati), data la presenza di intermediari estremamente qualificati in materia finanziaria, i soggetti interessati nell'acquisto di derivati *cash-settled* non “*sarebbero chiamate a sopportare elevati costi operativi e di compliance*”, proprio in ragione della presenza di tali intermediari che verosimilmente effettueranno essi stessi le relative valutazioni mirate a calcolare il coefficiente *delta*. (LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 322)

⁵⁸⁵ CONSOB (2016), *Relazione Illustrativa delle conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, derivanti dalle modifiche apportate al regolamento emittenti per il recepimento della Direttiva 2013/50/UE (Transparency) e in attuazione delle disposizioni introdotte con il decreto legislativo n. 25/2016*, pag. 2

⁵⁸⁶ In questi termini, LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 325

potenziali”, formando in tal modo il riformato secondo *basket* di *reporting* ridefinito “partecipazioni in strumenti finanziari” (art. 116, c.1, lett. *d4*) RE), che sostituisce quello formato dalle sole “partecipazioni potenziali”.

In sintesi, il vigente regime regolamentare prevede, quindi, sempre tre *basket* rilevanti ai fini degli obblighi di *disclosure*, ma strutturati diversamente rispetto al previgente regime introdotto dalla riforma del 2011: *i*) il primo è sempre rappresentato dalle “partecipazioni effettive” (art. 117 RE)⁵⁸⁷; *ii*) il secondo riformato rappresentato dalle “partecipazioni in strumenti finanziari” formate dall’aggregazione delle “partecipazioni potenziali” e delle “altre partecipazioni lunghe”, la cui soglia minima è rimasta pari al 5%⁵⁸⁸ (art. 119, c.1 RE); *iii*) il terzo, ed ultimo, rappresentato dalla posizione aggregata delle partecipazioni sub *i*) e *ii*), anch’esso soggetto, a seguito della delibera 19446/2015, alla medesima soglia minima del 5%⁵⁸⁹ (art. 119, c.2 RE).

Da ultimo, sono da segnalare due ulteriori rilevanti modifiche apportate dalla delibera Consob del 2016. In *primis* è stata completamente abrogata la precedente disposizione che prevedeva che le “altre posizioni lunghe” rilevavano solamente se superiori alla soglia del 2%, ed in secondo luogo è stata introdotta – relativamente ai soli *basket* sub *ii*) e *iii*) – una nuova forma di comunicazione, per così dire, “separata” (c.d. *breakdown*⁵⁹⁰), in ragione della quale colui che è soggetto agli obblighi di *disclosure*, rispettivamente, ai sensi degli artt. 119, c.1 e c.2 RE dovrà indicare – oltre al *generico* raggiungimento, superamento ovvero

⁵⁸⁷ Si ritiene doveroso precisare come, a seguito dell’attuazione, a livello primario, della Direttiva *Transparency II* dal D.lgs. 25/2006, la soglia minima rilevante è stata aumentata dal 2% al 3% (art. 120, c.2 TUF), mentre è stata abrogata quella del 95%. Di conseguenza, *de iure condito* coloro che partecipano “in azioni” al capitale di un emittente comunicato il superamento della soglia del 3% e il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90% e, ancora, la riduzione della partecipazione al di sotto delle appena indicate soglie (art. 117, c.1).

⁵⁸⁸ Al contrario, sono state modificate le altre soglie rilevanti: 5%, 10%, 15%, 20%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 66,6% (art. 119, c.1, lett. *a*) RE).

⁵⁸⁹ CONSOB (2016), *Esiti della consultazione relativa alle modifiche al regolamento emittenti per il recepimento della Direttiva Transparency in materia di assetti proprietari*, pp. 3 – 4; CONSOB (2016), *Relazione Illustrativa delle conseguenze sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, derivanti dalle modifiche apportate al regolamento emittenti per il recepimento della Direttiva 2013/50/UE (Transparency) e in attuazione delle disposizioni introdotte con il decreto legislativo n. 25/2016*, pp. 2 – 3

⁵⁹⁰ Così, LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 321

riduzione delle rispettive soglie rilevanti – la separata ripartizione di come è *strutturata* la “partecipazione in strumenti finanziari” (art. 119, c.3-*bis*)⁵⁹¹ ovvero la “partecipazione aggregata” (art. 119, c.5-*bis* RE)⁵⁹². In altre parole, si dovrà dare contezza anche di come è composto l’investimento effettuato, e cioè se questo è formato, ad esempio, da soli derivati *cash-settled* (indicandone anche la tipologia) ovvero anche da derivati *physical-settled*, ovvero ancora da derivati congiuntamente ad una partecipazione diretta in azioni.

In conclusione – almeno con riferimento al fenomeno della “proprietà nascosta” – si può facilmente sostenere come il legislatore europeo e, di conseguenza, la Consob abbiano delineato delle soluzioni normative che verosimilmente garantiscono, non solo, una maggiore *ampiezza* degli obblighi di trasparenza – comprensivi definitivamente anche dei derivati *cash-settled* e di qualsiasi altro strumento con effetti economici equivalenti –, ma anche una maggiore *qualità* di tale trasparenza⁵⁹³.

D’altra parte, a conclusione diametralmente opposta si può giungere qualora si ponga il *focus* della questione sull’utilizzo dei derivati di *equity* per “svuotare” il diritto di voto della relativa “proprietà economica”. Infatti, la modificata Direttiva *Transparency* ha sostanzialmente confermato – nonostante durante il lungo processo di revisione il tema dell’*empty voting* sia stato di assoluto rilievo⁵⁹⁴ – la

⁵⁹¹ Testualmente l’articolo prevede che: “la comunicazione prevista dal comma 1 include la ripartizione per tipo di strumento finanziario detenuto, con separata indicazione delle partecipazioni potenziali e delle altre posizioni lunghe, nonché per quest’ultime, con l’indicazione degli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento fisico e degli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento in contanti”.

⁵⁹² Testualmente l’articolo prevede che: “la comunicazione richiesta ai sensi del comma 2 include la ripartizione del numero dei diritti di voto riferiti alle azioni detenute in conformità dell’articolo 117 e dei diritti di voto collegati agli strumenti finanziari ai sensi del comma 1 del presente articolo. Con riguardo a questi ultimi, la comunicazione include altresì la ripartizione per tipo di strumento finanziario detenuto, con separata indicazione delle partecipazioni potenziali e delle altre posizioni, nonché per quest’ultime con l’indicazione degli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento fisico e degli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento in contanti”.

⁵⁹³ Per una consultazione dell’Allegato 4 – modelli di comunicazione ex art. 120 del d.lgs. 58/1998 aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19614 del 26 maggio 2016 si consulti il sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/all4_reg_1999_11971.pdf/1c5ddcb8-e779-4a60-9a55-5c4fef9a366c

⁵⁹⁴ Si veda ad esempio ESMA (2011), *Call for evidence: empty voting*; ESMA (2014), *Draft regulatory standards on majority shareholdings and indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised transparency directive*

posizione sostenuta dalla Consob circa la non necessarietà di estendere gli obblighi di trasparenza anche alle *posizioni corte* assunte attraverso i derivati di *equity*.

In tal modo, quindi, il soggetto cui facciano capo una *posizione lunga* costruita, si supponga, dal 4,99% di azioni e dal 4,99% di *equity swap* sulle medesime e una *posizione corta* rappresentata, ad esempio, dal 9,98% di *equity swap* sempre sulle stesse azioni (ma ovviamente di segno opposto rispetto al precedente derivato) sarà obbligato a comunicare il superamento della soglia rilevante del 5% ex art. 119, c.2, lett. *a*) RE (in quanto “partecipazione aggregata”), non rilevando in alcuno modo che, in realtà, la sua esposizione economica nell'emittente in questione è, per le ragioni dette nel corso della trattazione, nulla.

3.4 Ulteriori obblighi di trasparenza.

Nonostante il sistema regolamentare relativo alla trasparenza degli assetti proprietari si sia dimostrato inadeguato a “catturare” i fenomeni di *empty voting*, una seppur parziale *disclosure* delle *posizioni corte* può essere ricercata nelle norme regolamentari relative alle vendite allo scoperto ed al c.d. *internal dealing*.

Ciononostante, si ritiene necessario precisare sin da subito – senza voler anticipare considerazioni future – che in realtà, seppur per ragioni inevitabilmente diverse, anch’esse non offrono delle soluzioni pienamente convincenti, in quanto – secondo la dottrina⁵⁹⁵ – non funzionali “*in ottica societaria a realizzare un sistema di disclosure delle situazioni di svuotamento del voto*”.

3.4.1 (segue): L’*empty voting* nella disciplina (europea) relativa alla *short selling*.

La disciplina europea della vendita allo scoperto⁵⁹⁶ – seppure si sia detto che tali operazioni, se realizzate in particolare “a cavallo” della *record date*, realizzino una specifica forma di “dissociazione” della partecipazione che, tuttavia, non rientra nei piani di lavoro del presente scritto – contiene delle rilevanti disposizioni in materia di trasparenza delle *posizioni corte* assunte attraverso derivati sia *cash* che *physical-settled*⁵⁹⁷. In particolare, l’art. 5 del Regolamento (UE) n. 236/2012 (c.d. Regolamento *Short Selling*) prevede l’obbligo di comunicare all’autorità competente interessata le “posizioni corte nette” su azioni quotate pari allo 0,2% del capitale azionario emesso.

Al riguardo, tuttavia, sono necessarie, sulla scorta di quanto rilevato in dottrina⁵⁹⁸, due precisazioni. Infatti, da un lato, la *disclosure* imposta dal citato Regolamento è più ampia di quella prevista dal vigente regime regolamentare in materia di

⁵⁹⁵ Così, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 275

⁵⁹⁶ In argomento si veda per tutti SERGAKIS, K. (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, pp. 198 – 220

⁵⁹⁷ In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 275

⁵⁹⁸ *Ibid.*, pag. 276

assetti proprietari, in quanto è estesa non solo alla *short selling*, ma ad ogni operazione che attribuisce “un vantaggio finanziario [...] in caso di diminuzione del prezzo o del valore del titolo azionario” (art. 3, c.1, lett. *b*) Reg. *Short Selling*), e quindi presumibilmente anche ai derivati azionari (sottoscritti dal *lato corto*) indipendentemente dalla modalità di *settlement*⁵⁹⁹.

D’altro canto, le soglie rilevanti, seppure molto più basse di quelle previste dall’art. 119 RE, sono “*parametrize*”⁶⁰⁰ alle sole “partecipazioni corte nette”, e cioè ai soli casi in cui un soggetto abbia un interesse economico (complessivamente) negativo nell’emittente. Esemplificando, riprendendo l’ultimo esempio fatto nel paragrafo precedente, il soggetto in questione non sarà soggetto neanche agli obblighi di *disclosure* ex art. 5 Regolamento *Short Selling*, in quanto la sua esposizione complessiva è nulla (non esistendo, quindi, una “partecipazione corta netta”).

3.4.2 (segue): L’empty voting nella disciplina relativa al c.d. *internal dealing*.

Il regime regolamentare dell’*internal dealing*⁶⁰¹ – così come da ultimo modificato dalla delibera Consob n. 19925/2017, attuativa, a livello secondario del Regolamento (UE) n. 596/2014 (c.d. *Market Abuse Regulation* o più

⁵⁹⁹ L’estensione della disciplina relativa alla trasparenza delle operazioni di vendita allo scoperto anche ai derivati è, peraltro, prevista dal Regolamento Delegato (UE) n. 918/2012 (che integra il Regolamento (UE) n. 236/2012), il quale, all’art. 6, dispone espressamente che: “ai fini dell’articolo 3, paragrafo 1, lettera a), e dell’articolo 3, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 236/2012 se una posizione in uno strumento finanziario, compresi quelli elencati nell’allegato I, parte 1, conferisce un vantaggio finanziario in caso di diminuzione del prezzo o del valore del titolo azionario, questa posizione è presa in considerazione per il calcolo della posizione corta”. Gli strumenti finanziari contenuti nell’allegato I, relativi agli artt. 5 e 6 del citato Regolamento Delegato, sono, in particolare: contratti di opzione, covered warrants, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), strumenti legati a indici, contratti differenziali, quote/azioni di fondi negoziati in borsa [*Exchange Traded Fund (ETF)*], swap, scommesse sul differenziale (*spread bets*), prodotti di investimento preassemblati al dettaglio o professionali, strumenti derivati complessi, certificati collegati a titoli azionari, certificati internazionali rappresentativi di azioni (*Global Depositary Receipts*).

⁶⁰⁰ *Ibid.*, pag. 276

⁶⁰¹ La disciplina sull’*internal dealing* fino alla riforma della Consob del 2011 era l’unica che contemplasse un onere di comunicazione delle posizioni “che prevedono il *cash settlement*”. (CONSOB (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, pp. 7 – 8).

semplicemente *MAR*)⁶⁰² – impone un onere di comunicazione per i “soggetti rilevanti”, e cioè per chiunque detenga una partecipazione pari almeno al 10% del capitale (art. 152-*sexies*, c.1, lett. *c*) RE), relativo alle operazioni da questi compiute sulle azioni dell’emittente partecipato e sugli strumenti finanziari ad esse collegati (art. 152-*octies*, c.1 RE).

In particolare, al pari di quanto si è detto circa la disciplina relativa alla vendita allo scoperto, quella qui in esame ricomprende espressamente anche i derivati che attribuiscono una *posizione corta*⁶⁰³ indipendentemente, questa volta a differenza della prima, dalla sussistenza di un interesse (complessivamente) negativo. Sicché, seppur *prima facie*, potrebbe sembrare idonea quindi a catturare i fenomeni di “svuotamento” del voto, anch’essa presenta, nello specifico, due rilievi critici. In primo luogo, gravando gli obblighi di comunicazione solamente sugli azionisti che hanno partecipazione pari al 10%, rimarrebbero “scoperti” tutti i soci che vogliono *azzerare* il relativo rischio economico su una partecipazione che, seppur minore, è verosimilmente idonea ad incidere in fase di deliberazione assembleare⁶⁰⁴.

Inoltre, a seguito della citata ultima modifica apportata al sistema regolamentare, sono ampiamente aumentati i termini di comunicazione. Infatti, ai sensi del riformato art. 152-*octies*, c.1 RE le operazioni compiute devono essere comunicate entro la fine del 15° giorno del mese successivo a quello in cui è stata realizzata. In sostanza, quindi, dalla data in cui è stato “svuotato” il voto a quella in cui può essere comunicata l’operazione potrebbero passare anche 45 giorni, periodo che, inevitabilmente, non consentirebbe un aggiornamento puntuale ed efficiente sul *reale* assetto proprietario⁶⁰⁵.

⁶⁰² In argomento si veda SERGAKIS, K. (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, pp. 151 – 173. Con specifico riferimento al fenomeno dell’*empty voting* SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 274 – 275

⁶⁰³ Infatti, tra gli “strumenti finanziari collegati alle azioni” (art. 152-*octies*, c.1, lett. *b*) RE) sono ricompresi espressamente sia gli “gli strumenti finanziari che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere le azioni” (lett. *b.1*)), sia “gli strumenti finanziari derivati sulle azioni indicati dall’art. 1, comma 3, del Testo Unico” (lett. *b.3*)). Si veda al riguardo il par. 1.2.1

⁶⁰⁴ Il fondo *hedge* Perry aveva ad esempio, per votare a favore della fusione tra le note società, acquistato e “svuotato” una partecipazione pari al solo 9,9% del capitale di Mylan.

⁶⁰⁵ Allo stesso modo anche SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 275

3.5. I derivati di *equity* nell' offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria e obbligatoria da consolidamento.

In apertura di capitolo si è detto come una particolarità della *decoupling* realizzata nell'ordinamento italiano (ed in generale a livello comunitario), a differenza di quella realizzata oltreoceano, è che questa ruota intorno, non solo alla trasparenza degli assetti proprietari, ma anche alla disciplina relativa alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

Ciò è stato dimostrato nella prassi, nello specifico nel caso Fiat, in cui derivati di *equity* ben si prestavano ad un utilizzo "elusivo" della disciplina qui in esame, in quanto all'epoca dei fatti tali strumenti finanziari non erano in alcun modo contemplati nel computo della soglia prevista dall'art. 106, c.1 TUF⁶⁰⁶.

Al riguardo, l'introduzione di una disciplina dei derivati nelle o.p.a. è avvenuta, come si è previamente anticipato, quasi contestualmente alla riforma del 2011 in relazione alla *disclosure* delle *posizioni lunghe* nei derivati *cash-settled*. È possibile ritenere che i due interventi regolamentari rientrassero in un "unico piano riformatore"⁶⁰⁷ volto a risolvere i "fallimenti del mercato" riscontrati a seguito dello studio dei maggiori casi di *decoupling*⁶⁰⁸.

Con specifico riferimento, ora, alla disciplina relativa all'o.p.a., la Consob con la delibera n. 17731/2011⁶⁰⁹ – dando attuazione alla delega conferita alla stessa

⁶⁰⁶ Per un commento, in termini generali, alla disciplina si rimanda a FAUCEGLIA, F. (2012), *Art. 106 Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, pp. 1389 – 1407; STELLA RICHTER, M. Jr. (2011), *Le offerte pubbliche di acquisto: commento agli artt. 101-bis ss. T.U.F., così come modificati dal d.lgs. n. 229/2007, dalla legge n. 2/2009 e dal d.lgs. n. 146/2009*

⁶⁰⁷ Infatti, nello stesso *Position Paper* del 2009 la Consob invitava ad "esprimere le proprie valutazioni sulle eventuali specificità della rilevanza degli strumenti derivati nell'ottica di una loro regolamentazione ai fini della disciplina dell'OPA obbligatoria rispetto alla disciplina della trasparenza proprietaria", in modo da "redigere uno o più documenti di consultazione contenenti proposte regolamentari sulle modalità di computo degli strumenti derivati a fini non solo della trasparenza proprietaria ma anche con riferimento al mercato per il controllo". (CONSOB (2009), *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled* pp. 30 – 31). Si veda inoltre la nt. 558.

⁶⁰⁸ Si veda al riguardo CONSOB (2010), *Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria*, pp. 3 ss.

⁶⁰⁹ Anch'essa è stata preceduta da una lunga periodo di consultazione, per il quale si rimanda a CONSOB (2010), *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Primo documento di consultazione*; CONSOB (2011), *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del*

dall'art. 105, c. 3-*bis* TUF introdotta dal D.lgs. 146/2009 integrativo e correttivo del D.lgs. 229/2007, attuativo della Direttiva 2004/25/CE⁶¹⁰ (c.d. *Takeover Directive*⁶¹¹ o Direttiva OPA⁶¹²) –, introducendo *ex novo* l'art. 44-*ter* RE, ha definito i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati rileva ai fini dell'insorgere dell'obbligo di cui all'art. 106, c.1 e 3 TUF.

In particolare, il nuovo articolo – che rispecchia il modello adottato dal *Takeover Code* inglese⁶¹³ – ha l'effetto, come evidenziato in dottrina⁶¹⁴, di *equiparare* la titolarità di una *posizione lunga* assunta attraverso uno “strumento finanziario derivato” alla detenzione di una partecipazione ai sensi dell'art. 105, c.1 TUF. Di conseguenza, le medesime “posizioni” sono oggi computate ai fini del calcolo della soglia del 30% prevista per l'o.p.a. totalitaria (art. 106, c.1 TUF) e di quella del 5% relativa all'o.p.a. da consolidamento (106, c.3, lett. *b*) TUF⁶¹⁵.

Circa la nozione di “strumento finanziario derivato”, il riformato art. 35, c.1, lett. *i*) RE fornisce una definizione più ampia di quella elaborata nel Testo Unico⁶¹⁶. Infatti, oltre ai derivati elencati nell'art. 1 TUF, la norma si riferisce anche ad

Parlamento e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Secondo documento di consultazione

⁶¹⁰ Si ritiene necessario precisare, per ragioni di chiarezza espositiva, che – seppure la delibera sia intervenuta in sede di attuazione della *Takeover Directive* – l'impulso di riformare la disciplina in merito ai derivati non è del legislatore europeo (come accadde, al contrario, in merito all'attuazione della Direttiva *Transparency*), ma della Consob, in linea con quanto si è detto nel corso del presente capitolo.

⁶¹¹ In argomento, in termini generali, sul regime europeo di *disclosure* in relazione alle *takeovers* si veda SERGAKIS, K. (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, pp. 131 – 147

⁶¹² Così ad esempio in LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, pag. 676

⁶¹³ CONSOB (2010), *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Primo documento di consultazione*, pag. 5

Si ritiene necessario precisare come fino alla riforma in esame della Consob solamente la legislazione del Regno Unito prevedeva una nozione di partecipazione nella quale vengono inclusi, oltre che le azioni detenute, anche i derivati che attribuiscono una *posizione lunga*. (CONSOB (2010), *Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria*, pag. 6)

⁶¹⁴ In particolare, SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 149. L'autore, inoltre, nelle pagine a seguire si è soffermato anche su altre opzioni regolamentari che la Consob avrebbe potuto seguire, quali ad esempio una “concezione “funzionale” del concetto di interposizione [di persona]”.

⁶¹⁵ In realtà, il testo dell'art. 44-*ter* RE è stato da ultimo modificato dalla delibera Consob n. 19084/2014 che ha aggiunto che le *posizioni lunghe* sono computate anche nel calcolo delle soglie di cui all'art. 106, commi 1-*bis* e 1-*ter*.

⁶¹⁶ Si veda il par. 1.2.1

“ogni altro strumento finanziario o contratto in grado di determinare l’assunzione di una posizione finanziaria lunga o corta sui titoli sottostanti”, prediligendo in questi termini un approccio, definito dalla dottrina, “sostanzialista” che si “fonda su un concetto tratto dal linguaggio della finanza”⁶¹⁷, non preoccupandosi invece della qualifica giuridica del derivato come contratto⁶¹⁸. Va chiarito, inoltre, come non vi sia alcun dubbio che la definizione si riferisca tanto ai derivati *cash-settled* che a quelli *physical-settled*⁶¹⁹.

Per quanto attiene, ora, ai criteri di calcolo di tali *posizioni lunghe* l’art. 44-ter RE – in linea con la scelta regolamentare tenuta dalla Consob nel riformare l’art. 119 RE, ed a differenza, quindi, del regime oggi vigente⁶²⁰ – prevede per i derivati con *delta* diverso da 1 il c.d. *approccio nominale*, facendo perciò “riferimento al quantitativo massimo (di titoli) previsto dallo strumento finanziario” (art. 44-ter, c.1 RE).

Da ultimo, è d’uopo evidenziare come la citata disposizione – ancora una volta al contrario del regime regolamentare discusso nei precedenti paragrafi – non escluda completamente la *compensazione* tra due “posizioni” di segno opposto. In particolare, l’art. 44-ter, c.4 RE prevede che il *netting* operi esclusivamente al ricorrere delle seguenti condizioni: *i*) le *posizioni lunghe* e *corte* devono derivare da strumenti finanziari della “stessa tipologia”, *ii*) a “condizioni equivalenti”, e *iii*) con la “medesima controparte”⁶²¹. Per quanto riguarda la prima condizione, la dottrina⁶²² ha escluso che possano essere compensate “posizioni incrociate” a seguito, ad esempio, dell’acquisto di un’opzione *call* e della vendita di una *put*⁶²³

⁶¹⁷ In questi termini, SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 151

⁶¹⁸ La questione è stata oggetto di discussione nella Sezione I del primo capitolo.

⁶¹⁹ Ibid.

⁶²⁰ La dottrina, infatti, auspicava che, a seguito della recente modifica regolamentare con le note delibere del 2016, la Consob provvedesse “*modificare la disciplina domestica in tema d’OPA, al fine di introdurre un trattamento omogeneo per le posizioni detenute tramite derivati regolati mediante pagamento in contanti*”. (LO PO’, L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, pag. 326).

⁶²¹ Tale scelta si spiega, secondo la dottrina, con “*l’esigenza di assicurare l’effettiva omogeneità delle posizioni da compensare*”. (SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pag. 165)

⁶²² Ibid., pp. 165 – 166

⁶²³ Circa la costruzione di uno *zero-cost collar* e sugli effetti che questo ha sulla partecipazione azionaria si veda il par. 1.3.4

anche qualora presentino le stesse condizioni contrattuali. Di conseguenza, la parte che a seguito della costruzione di uno *zero-cost collar* abbia assunto una *posizione lunga* superiore al 30% (ovvero al 5% qualora già detenesse una partecipazione già superiore alla soglia) sarà comunque soggetto all'obbligo di o.p.a.

Maggiori perplessità ha suscitato, invece, il requisito delle “condizioni equivalenti”. Infatti, come è stato evidenziato in dottrina⁶²⁴, “*la elevata standardizzazione contrattuale che il legislatore secondario sembra qui presupporre sarà difficilmente rinvenibile in relazione a contratti conclusi over the counter*” (considerato che quelli negoziati sui mercati regolamentati sono stati espressamente esclusi dal computo delle soglie ai sensi dell’art. 44-ter, c.2 RE). Sicché, secondo la medesima dottrina, l’equivalenza delle condizioni deve essere verificata “*in relazione agli elementi negoziali che [...] determinano e connotano l’aspettativa delle parti (o «interesse economico», secondo la terminologia dell’art. 35 reg. em.) rispetto al titolo sottostante e alle politiche di hedging*”⁶²⁵. Tali elementi sarebbero, in particolare, il *prezzo* ed i *termini* (e cioè la scadenza prefissata nel contratto) previsti circa il *settlement*, non rilevando, al contrario, le “modalità” dello stesso (*cash* ovvero *physical*) e, ad esempio negli *equity swaps*, l’eventuale diversità dei tassi di interesse che matureranno a favore del *payer*⁶²⁶.

Di conseguenza, dovrà *lanciare* l’offerta pubblica di acquisto anche colui che abbia (i) sottoscritto dal *lato lungo* un *equity swap* per un ammontare pari al 30,01% del capitale di un emittente e, contemporaneamente, (ii) venduto un’opzione *put* (ovvero, ancora, un *equity future*) sul 5% del capitale del medesimo emittente.

In questi termini, si potrebbe concludere dicendo come, anche con riferimento all’“occultamento” della proprietà volto all’inibire l’obbligo di o.p.a., la Consob abbia risposto in modo tendenzialmente efficace alle ormai note criticità e problematiche legate a tale fenomeno. Al riguardo, si ritiene che la ragione

⁶²⁴ Ibid., pag. 166

⁶²⁵ Ibid.

⁶²⁶ Ibid., pp. 166 – 167

principale andrebbe ricercata proprio nell'*ampiezza* della definizione di “strumento finanziario derivato” (art. 35, c.1, lett. *i*) RE), in quanto, disinteressandosi di utilizzare una formulazione “tecnico-giuridica”, si concentra esclusivamente sul meccanismo finanziario sottostante al contratto derivato – e cioè “l’assunzione di una posizione finanziaria lunga o corta” sulle relative azioni – che, concretamente, permette la “dissociazione” della partecipazione azionaria trasferendo l’interesse ed il rischio economico ad un soggetto *terzo*. In tal modo, l’art. 44-*ter* RE potrebbe, verosimilmente, rivelarsi idoneo anche a “catturare” *nuovi* derivati che l’ingegneria finanziaria, in continua evoluzione, potrebbe generare – magari proprio al fine di eludere la disciplina in esame –, ma che hanno sempre il medesimo obiettivo (economico) di realizzare la *decoupling*.

3.5.1 (segue): La trasparenza delle operazioni di *empty voting* effettuate durante il periodo di offerta.

La definizione di strumenti finanziario derivato così come tracciata dall’art. 35, c.1, lett. *i*) RE, delineata nel precedente paragrafo, parrebbe aver avuto un impatto perfino in tema di *empty voting*. Ciò poiché tale definizione ricomprende, come si è detto, anche i derivati che attribuiscono una *posizione finanziaria corta*⁶²⁷.

Ai sensi del riformato⁶²⁸ art. 41, c.2, lett. *c*, n. 2 RE i “soggetti interessati” (tra cui, per definizione, l’offerente e l’emittente, oltre che i relativi soci purché aderenti ad uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell’art. 122 TUF e coloro con cui i medesimi operano di concerto⁶²⁹) devono comunicare alla Consob e al mercato le operazioni da essi compiute – anche se indirettamente o per interposta

⁶²⁷ La norma, in realtà, ha ad oggetto necessariamente anche il fenomeno di *hidden (morphable) ownership*, ma si ritiene che non meritino particolari precisazioni. Infatti, le *posizioni lunghe* assunte attraverso i derivati sono comunque già soggette alla *disclosure* ai sensi dell’art. 120 TUF, combinato con l’art. 119 RE nei modi di cui si è detto. Inoltre, si ritiene improbabile, in quanto privo di particolare utilità, che si possa voler “occultare” la propria esposizione in un emittente dopo che si sia già aperto il periodo di offerta. Exor, ad esempio, si è detto che abbia voluto creare una “riserva” nascosta (in mano a MLI) proprio per evitare di incorrere nell’obbligo di o.p.a. ai sensi dell’art. 106, c.3, lett. *b*) TUF.

⁶²⁸ Anch’esso dalla delibera Consob n. 17731/2011.

⁶²⁹ Art. 35, c.1, lett. *b*) RE.

persona – “*aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta*” durante il periodo intercorrente fra la data della comunicazione ex art. 102, c.1 TUF e la data ultima di pagamento del corrispettivo. È evidente quindi – sulla scorta dell’analisi appena conclusa sulla definizione di “strumenti finanziari derivati” nella disciplina dell’o.p.a. – che dovranno essere comunicate anche le sottoscrizioni di contratti derivati che attribuiscono una *posizione corta* idonea, pertanto, a “svuotare” la relativa partecipazione azionaria.

La disposizione presenta, inoltre, l’importante vantaggio di prevedere un termine di comunicazione molto breve, e cioè “entro la giornata”.

Malgrado ciò, si ritiene che la medesima non si presti efficacemente ad ostacolare un utilizzo “abusivo” dell’*empty voting*, in quanto al soggetto interessato a “svuotare” la propria partecipazione basterebbe sottoscrivere il derivato prima che si apra il periodo di offerta (e cioè prima della comunicazione prevista dall’art. 102, c.1 TUF) per non rientrare nel campo di applicazione della norma in esame.

3.6 Una possibile soluzione alla *disclosure* delle *posizioni corte* con la nuova disciplina “anti-scorrerie”? Alcuni spunti di riflessione.

Si intende concludere l’analisi della nostra disciplina con una breve nota circa il possibile impatto che la recentissima riforma dell’art. 120 TUF potrebbe avere, in particolare, sul fenomeno dell’*empty voting*.

Il legislatore, con il nuovo comma 4-*bis* introdotto all’art. 120 dal D.l. 148/2017 convertito con modificazioni dalla L. 127/2017 (c.d. *Decreto Fiscale*), ha imposto, secondo quanto affermato dalla Consob⁶³⁰, “*un’informativa aggiuntiva rispetto a quella attualmente prevista in materia di assetti proprietari, volta a rendere trasparenti eventuali tentativi di scalata che interessino emittenti quotati italiani*”⁶³¹.

Nello specifico, tale disposizione stabilisce l’obbligo per chiunque acquisti una “partecipazione” pari alle soglie del 10%, 20% e 25% di comunicare, oltre il raggiungimento delle medesime ai sensi dell’art. 120, c.2 TUF e degli artt. 117 ss. RE, anche “gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi” (art. 120, c.4-*bis* TUF). Segue, poi, a tale formulazione un elenco di specifici elementi da “indicare” nella medesima comunicazione, tra i quali quello che potrebbe qui rilevare è previsto alla lett. c), che si riferisce alla “strategia che si intende adottare ed alle operazioni per mettere in opera” l’acquisto del controllo dell’emittente ovvero, comunque, l’esercizio di un’influenza sulla gestione sullo stesso.

Ora, indipendentemente dalla discussione sollevata in dottrina circa l’interpretazione di tale elencazione come “tassativa” ovvero meramente “esemplificativa”⁶³², si ritiene che la formulazione utilizzata dal legislatore – qualora venga supportata da una precisazione ed integrazione della fonte

⁶³⁰ CONSOB (2019), *Documento di consultazione relativo alle proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria*, pag. 1

⁶³¹ Per un commento, in termini generali, sulla disciplina si rimanda a SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pp. 186 ss.

⁶³² Sul punto si veda l’articolo di G. Sandrelli (Ibid., pp. 202 – 203). L’autore conclude sostenendo la tesi della “tassatività” dell’elencazione.

regolamentare⁶³³ – possa essere abbastanza ampia da poter ricomprendere anche le operazioni di “svuotamento” del voto attraverso i derivati di *equity*.

In realtà, nell’attuazione della nuova norma, auspicata dalla dottrina⁶³⁴, la Consob necessiterebbe non di introdurre una “improbabile” disciplina *ad hoc*, bensì di utilizzare una formulazione che ricalchi sostanzialmente quella prevista per la trasparenza delle operazioni realizzate durante il periodo di offerta⁶³⁵, tra cui sono contemplate, come noto, anche quelle aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi alle azioni acquistate. Sarebbe, inoltre, necessario che la definizione di “strumenti finanziari derivati” sia sufficientemente ampia da ricomprendere anche quelli che attribuiscano una *posizione corta* sulle relative azioni, non limitandosi quindi alla mera assunzione di *posizioni lunghe* secondo quanto disposto dal vigente regime regolamentare in materia di *disclosure* degli assetti proprietari (art. 116-*terdecies* ss. RE).

In questi termini, la disciplina qui prospettata avrebbe il merito, da un lato, di non limitare la *disclosure* delle *posizioni corte* ai soli casi in cui si sia già entrati nel periodo di offerta, in quanto l’obbligo di comunicazione graverebbe sul soggetto che raggiunga la soglia minima del 10%⁶³⁶ (anziché del 30%); e, dall’altro, di limitare tale onere ai soli casi in cui si intenda acquisire il controllo o esercitare un’influenza sulla gestione, e cioè quando il rischio di un utilizzo “abusivo” del voto (“svuotato”) sia concreto⁶³⁷.

In tal modo, inoltre, tale disciplina non si porrebbe neanche in contrasto con la *ratio legis* dell’introduzione del nuovo comma 4-*bis* di “migliorare il grado di trasparenza del mercato e di incrementare il grado di conoscenza e di

⁶³³ È d’uopo precisare come nel momento in cui si scrive la fase di consultazione circa un possibile intervento regolamentare della Commissione è ancora in corso. Inoltre, come è stato evidenziato dalla dottrina, se il testo originario del D.l. 148/2007 suggeriva l’obbligatorietà dell’intervento regolamentare della Consob, nel testo emendato in sede di conversione tale potere è attribuito solo in via facoltativa. (Ibid., pag. 201, nt. 55)

⁶³⁴ Ibid., pag. 201

⁶³⁵ Già discussa nel corso del sub paragrafo precedente.

⁶³⁶ Seppure si sia detto (in relazione alla disciplina dell’*internal dealing*) che tale soglia non consentirebbe di “catturare” le operazioni di *empty voting* su partecipazioni che, seppur inferiori, sono comunque idonee ad incidere in fase di deliberazione assembleare.

⁶³⁷ Ciononostante, rimarrebbero come ovvio, “scoperte” le strategie di *empty voting* realizzate dagli azionisti che detengono una partecipazione appena minore di quella del 10%.

*informazione degli stakeholder onde favorire l'assunzione di decisioni consapevoli*⁶³⁸.

In conclusione, si potrebbe comunque affermare che, anche qualora nel delineare il nuovo assetto regolamentare non si tenga in alcun modo conto della sottoscrizione di derivati dal *lato corto*, la riforma verosimilmente garantirà maggiore *qualità* della trasparenza in relazione alle strategie aziendali perseguite (anche) dai “proprietari occulti”.

Infatti, secondo la dottrina⁶³⁹, la “partecipazione” “*che determina il superamento della soglia del 10% (e delle successive previste dall’art. 120, comma 4-bis, TUF) sarà quella che, oggi, il Regolamento Emittenti definisce come «partecipazione aggregata», composta*”⁶⁴⁰ anche della “partecipazione in strumenti finanziari”, e quindi delle “altre posizioni lunghe”.

Di conseguenza, la c.d. “*dichiarazione di intenzioni*”⁶⁴¹ – richiesta, quindi, anche a coloro che detengano una *posizione lunga* in un derivato (purché superiore alla soglia minima pari al 10%) – potrebbe limitare, sino ad “annullare” tanti di quei benefici ottenuti proprio attraverso le strategie di *hidden (morphable) ownership* di cui si è detto nel corso del presente scritto, tra i quali ad esempio l’ “effetto sorpresa” in un *proxy contest*⁶⁴².

⁶³⁸ CONSOB (2019), *Documento di consultazione relativo alle proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria*, pag. 3

⁶³⁹ Per tutti, SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pag. 199, nt. 48

⁶⁴⁰ Ibid.

⁶⁴¹ Ibid.

⁶⁴² In particolare, ci si riferisce a quelli messi in evidenza in relazione ai casi Fiat e CSX/TCI.

SEZIONE II – LA DISCIPLINA STATUNITENSE

3.7 Premessa.

Nel corso dei paragrafi precedenti si è già avuto modo di precisare come per quanto concerne il diritto federale statunitense⁶⁴³ la *decoupling* attenga ai meri obblighi di trasparenza degli assetti proprietari, non esistendo infatti un espresso obbligo di lanciare un’offerta pubblica di acquisto al superamento di una determinata soglia rilevante⁶⁴⁴.

In chiave comparatistica è d’uopo evidenziare sin da subito come la principale caratteristica della disciplina statunitense è che questa non conosce la divisione – di matrice comunitaria – tra i *basket di reporting* delle “partecipazioni effettive” in azioni e delle “partecipazioni in strumenti finanziari”, bensì sia suddivisa in vari “*ownership disclosure systems*”⁶⁴⁵ che, seppure regolati a livello primario da disposizioni differenti, ruotano attorno alla medesima e centrale definizione di *beneficial ownership*, introdotta con la *Rule 13d-3* dalla *SEC* nel 1977⁶⁴⁶. Nello specifico, ai sensi della *Sec. 13(d) SEA*⁶⁴⁷ colui a cui sia riconosciuta la titolarità della *beneficial ownership* di una partecipazione azionaria pari al 5% delle azioni

⁶⁴³ Si ritiene opportuno precisare che, seppur la maggior parte della normativa sulla divulgazione per le *public corporations* è federale, la giurisprudenza del Delaware – nel caso *Malone v. Brincat*, 722 A.2d 5, (Supreme Court of Delaware 1998) – ha sottolineato come anche la legge statale può avere la sua incidenza in materia. In argomento sulla divisione delle competenze legislative circa la *disclosure* si rimanda a FREE, R. D. (2016), *The law of corporations in a nutshell*, pp. 295 ss.

⁶⁴⁴ Tuttavia, se un *raider* prova ad acquistare meno di tutte le azioni in circolazione che egli non detiene e se sono offerte più azioni di quelle che egli avrebbe voluto comprare, dovrà comprare azioni da ogni azionista offerente su base *pro rata* ed allo stesso prezzo (15 U.S.C. §78n.(d)(6); 17 CFR §240.14d-8). Questo, in quanto le offerte pubbliche di acquisto nella disciplina nordamericana si basano sulla c.d. “*all holders rule*”, secondo la quale le offerte di acquisto soggette al *William Act* devono essere aperte a tutti gli azionisti che detengono la stessa categoria di azioni per le quali è stata realizzata l’offerta e il prezzo deve essere il più alto pagato alla suddetta classe durante il periodo di offerta (17 CFR §240.14d-10). (RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, pag. 52)

⁶⁴⁵ Così definiti in, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 864. In questi termini anche TENNYSON, P. J. e ZWICKEL, A. L. (2017), *Section 13 reporting by advisers and brokers and section 16 reporting by “insiders” of public companies*, pag. 22

⁶⁴⁶ Adoption of Beneficial Ownership Disclosure Requirements, Release No. 34-13291 (Feb. 24, 1977) [42 FR 12342]. (SEC (2011), *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*, pag. 7)

⁶⁴⁷ *Securities Exchange Act* del 1934

con diritto di voto di una *corporation* dovrà compilare con la SEC uno *statement* contenente le informazioni richieste dalla c.d. *Schedule 13D (Rule 13d-1(a) CFR)*.

D'altro canto, ai sensi della *Sec. 13(g) SEA* il medesimo *beneficial owner* qualora effettui il relativo investimento nell' "ordinario corso degli affari" ("*ordinary course of business*") e senza l'obiettivo o l'effetto di "cambiare o influenzare il controllo dell'emittente" ("*not with the purpose nor with the effect of changing or influencing the control of the issuer*") avrà accesso ad uno *short-form statement*, la c.d. *Schedule 13G*, che dovrà compilare sempre con la *Commission (Rule 13d-1(b)(1) CFR)*.

E', inoltre, previsto, ai sensi della *Sec. 16(a) SEA*, un ulteriore obbligo per il *beneficial owner* (della *Sec. 13(d) SEA*) che raggiunga la soglia del 10% del capitale, c.d. *company insider*⁶⁴⁸, di compilare dei *forms* relativi ai *pecuniary interests* che tale soggetto abbia nell'emittente.

Ora, stante la tracciata peculiarità della disciplina statunitense, nel proseguo verrà analizzata l'interpretazione di *beneficial ownership*, così come definita dalla *Rule 13d-3 CFR*, al fine di verificare se le parti in *posizioni lunghe* nei derivati di *equity* siano soggette ai differenti obblighi di comunicazione⁶⁴⁹. Successivamente, verranno passati in rassegna i singoli sistemi di *disclosure* in modo da verificare se l'assunzione di *posizioni corte* (sempre nei derivati) da parte dei *beneficial owners* – che hanno investito, stavolta, direttamente in azioni – rientri in quelle informazioni richieste dai rispettivi *statements* e *forms* relativi a tali sistemi.

⁶⁴⁸ Così definito in HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 864

⁶⁴⁹ Infatti, come si è avuto modo di precisare in merito all'analisi del nostro sistema di *disclosure*, la scelta regolamentare di prevedere espressamente che la partecipazione in ogni strumento finanziario "in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante" (art. 116-*terdecies*, c.1, lett. *d1*) RE) debba essere comunicata evita, generalmente, che i derivati possano essere utilizzati quanto meno per "occultare" la proprietà.

3.8 La *hidden (morphable) ownership* ed il concetto di *beneficial owner* ai sensi della *Rule 13d-3(a)* e *(b) CFR*.

La *Rule 13d-3(a) CFR*, come si è già avuto modo di anticipare nella discussione del caso CSX/TCI, attribuisce la titolarità della *beneficial ownership* rispetto ad una partecipazione azionaria a chiunque, anche indirettamente o per il tramite di accordi con terzi, abbia il *voting power* sulle relative azioni, e cioè il potere di esercitare il voto o di condizionarne (“*to direct*”) l’esercizio da parte di terzi⁶⁵⁰ (*Rule 13d-3(a)(1) CFR*), ovvero l’*investment power* sulle stesse, inteso come il “potere” di disporne o di condizionarne la cessione⁶⁵¹ (*Rule 13d-3(a)(2) CFR*).

Come ricostruito dalla dottrina⁶⁵², la SEC ha da sempre offerto un’interpretazione piuttosto restrittiva della *beneficial ownership*, in forza della quale sia il *voting power* che l’*investment power* sarebbero legati al concetto di “*actual authority*”⁶⁵³ sulla partecipazione azionaria, non rilevando in alcun modo la sola abilità di influenzare (“*to influence*”⁶⁵⁴) l’esercizio del voto o la cessione delle azioni da parte di terzi. In questi termini, non sarebbero quindi sufficienti “[*to*] *create beneficial ownership under Rule 13d-3[(a)]*”⁶⁵⁵, ad esempio, dei meri “*economic or business incentives*”⁶⁵⁶ connessi alle azioni, che permetterebbero, invece, di esercitare appunto una mera influenza sulle stesse.

Di conseguenza, in materia derivativa, non deve sorprendere come parte della dottrina classica⁶⁵⁷ e la stessa *Commission*⁶⁵⁸ abbiano inteso estendere l’ambito di

⁶⁵⁰ Così interpretata dalla dottrina italiana in SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pp. 93 – 94

⁶⁵¹ Ibid.

⁶⁵² Ibid., pag. 94. Su sponda statunitense si veda SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pp. 1308 ss.; DONAHUE, S. M. (2010), *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform*, pp. 245 ss.

⁶⁵³ Così, SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 2

⁶⁵⁴ SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1308

⁶⁵⁵ SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 2

⁶⁵⁶ Ibid.

⁶⁵⁷ Per tutti, BRAV, A., HEATON, J. B. e ZANDBERG, J. (2018), *Failed anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act*, pag. 90. Negli stessi termini anche: SULLIVAN, B. T. (2009),

applicazione della norma in esame ai soli derivati del tipo *physical-settled*. Infatti, l'attribuzione, per definizione⁶⁵⁹, alla parte in *posizione lunga* del diritto a ricevere le azioni sottostanti sarebbe, senza eccessivi sforzi interpretativi, facilmente definibile come un *investment power* che garantisca un'*actual authority* sulle medesime azioni.

D'altro canto, i derivati con regolamento in *cash* garantirebbero, come noto, al relativo titolare la mera possibilità di *influenzare* la disposizione o la cessione delle azioni sottostanti, considerata, si è detto, non sufficiente per “creare” la *beneficial ownership* ai sensi della *Rule 13d-3(a) CFR*. Sicché, le operazioni volte ad “occultare” la proprietà realizzate attraverso i derivati azionari *cash-settled* sfuggirebbero, di norma, agli obblighi di trasparenza statunitensi.

CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership, pp. 1307 – 1311; DONAHUE, S. M. (2010), *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform*, pp. 244 – 249. Contra: BERTACCINI, D. (2009), *To disclose or not to disclose? CSX corp., total return and their implications for Schedule 13D filing purposes*, pp. 284 ss., dove l'autore afferma che la norma sarebbe sufficientemente “ampia” da ricomprendere anche i derivati *cash-settled*. In realtà, nel testo non viene fatta una espressa distinzione tra derivati regolati in contanti e derivati regolati con consegna fisica, tuttavia l'autore confermando pienamente la lettura del Giudice Kaplan nel caso CSX/TCI – che, come noto, estende la definizione di *beneficial ownership* anche alle *posizioni lunghe* nei derivati *cash-settled* – fa intendere chiaramente la sua posizione.

Mentre su sponda italiana è da segnalare l'opinione espressa da G. Sandrelli secondo cui “*si è rilevato come i precedenti non autorizzino l'interprete a spingersi fino al punto di attribuire rilevanza ai meri incentivi economici che hanno animato le parti nell'esecuzione di rapporti contrattuali che non riguardano direttamente il voto o l'acquisto di azioni*”. L'autore pone a sostegno del suo orientamento una serie importanti di *cases* dove le corti hanno affermato – seppur in relazione ad obbligazioni convertibili – che “*le azioni di compendio formano oggetto di dichiarazione al pubblico soltanto quando le obbligazioni sono «presently convertible», non prima*”. Tra i precedenti si segnalano: *Levner v. Saud*, 903 F. Supp. 452 (United States District Court, S.D. New York 1994); *Citadel Holding Corp. v. Roven*, 26 F.3d 960 (United States Court of Appeals, Ninth Circuit 1994); *Todd Shipyards Corp. v. Madison Fund, Inc.*, 547 F. Supp. 1383, (United States District Court, S.D. New York 1982); *T-Bar v. Chatterjee*, 693 F. Supp. 1, (United States District Court, S.D. New York 1988). (SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 96)

⁶⁵⁸ Nella lettera della SEC al Giudice Kaplan si legge chiaramente come l'interpretazione secondo cui i derivati di *equity* non sarebbero sufficienti ad attribuire, di per sé, la *beneficial ownership* ai sensi della *Sec. 13(d)* (e quindi anche della *Sec. 13(g) SEA*) è circoscritta ad “*agreements that may be settled only in cash*”. (SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 1, nt. 1)

⁶⁵⁹ Si veda al riguardo la sez. I del capitolo I.

Le medesime operazioni, inoltre, sempre secondo l'orientamento della SEC⁶⁶⁰ – che ha ricevuto una conferma anche dalla dottrina⁶⁶¹ – non dovrebbero rientrare neanche nell'ambito di applicazione della “*clausola generale avente funzione anti-elusiva*”⁶⁶² regolata dalla *Rule 13d-3(b) CFR*, che, si è detto, autorevole dottrina italiana⁶⁶³ aveva suggerito *de iure condendo* alla Consob durante il periodo di consultazione antecedente la riforma del 2011. Infatti, ai sensi di tale disposizione è da considerarsi comunque un *beneficial owner* colui che (i) usi contratti, schemi negoziali o altri artifici (“*device*”) (ii) al fine di prevenire (“*to prevent*”) o di privarsi (“*to divest*”) della *beneficial ownership* (iii) e come parte di un piano o di uno schema (“*a plan or scheme to evade*”) per evitare gli obblighi di *disclosure (Rule 13d-3(b) CFR)*⁶⁶⁴.

Ora, se da un lato il primo requisito sarebbe pacificamente soddisfatto data la natura contrattuale dei derivati, dall'altro, è stato ritenuto che i derivati – quantomeno quelli *cash-settled* – non costituirebbero “*a basis for determining whether there is “a plan or scheme to evade” [the reporting requirements]*”⁶⁶⁵, in quanto *condicio sine qua non* per l' “attivazione” della clausola “antielusiva” sarebbe la presenza di un “*arrangement that creates a false appearance*”⁶⁶⁶, c.d. *sham transaction*⁶⁶⁷. Un esempio di tale categoria di operazioni, offerto dalla dottrina⁶⁶⁸, è il c.d. *parking*, ossia l'acquisto di un pacchetto azionario seguito da

⁶⁶⁰ SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 3

⁶⁶¹ In particolare, SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1312 – 1316; DONAHUE, S. M. (2010), *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform* pp. 255 – 259

⁶⁶² In questi termini, FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, pag. 125

⁶⁶³ *Ibid.* pag. 127

⁶⁶⁴ Questa la tripartizione della norma ricostruita dalla dottrina statunitense. (SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1312)

⁶⁶⁵ SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 3

⁶⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁶⁸ In tal senso si veda: SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1314. Lo stesso autore, inoltre, si sofferma ampiamente sulle differenze sia giuridiche che economiche tra il

un successivo accordo di trasferimento ad un soggetto “amico” al fine di nascondere la proprietà appena acquistata, strutturato in modo da prevedere che quest’ultimo ritrasferisca, in un secondo momento, le medesime azioni al primo acquirente. Nelle operazioni di “occultamento” della proprietà attraverso i derivati *cash-settled*, invece, il “proprietario occulto” non creerebbe, di norma, una “*false appearance of nonownership*”⁶⁶⁹, in quanto (i) oltre a non detenere mai la proprietà (giuridica⁶⁷⁰) delle relative azioni (ii) non ha alcun diritto affinché la controparte finanziaria gli trasferisca le medesime alla conclusione del contratto derivato⁶⁷¹.

Così, in assenza di “*unusual circumstances*”⁶⁷² la stipulazione di un derivato di *equity cash-settled* non dovrebbe essere intesa, secondo la SEC, come una “*transaction [that] would create beneficial ownership under Rule 13d-3(b)*”⁶⁷³.

In conclusione, si potrebbe affermare quindi che gli investitori che intendano creare partecipazioni azionarie “sintetiche” nei mercati finanziari statunitensi riuscirebbero a “sfuggire” abbastanza agevolmente agli obblighi di comunicazione degli assetti proprietari.

contratto derivato e l’operazione di *parking*. In particolare, in quest’ultima “*there is actual ownership of shares, while, in the case of TRSs, the long party never actually owns the shares held by its short counterparty*”. Una seconda, e più importante differenza, è che “*in a parking transaction, the person parking the stock agrees to buy back the stock and insure against loss. In contrast, in a TRS, the short party, of its own accord, seeks to protect against loss by purchasing the shares on the market*”. (Ibid., pag. 1315)

⁶⁶⁹ Ibid., pag. 1315

⁶⁷⁰ Mentre, come ormai noto, gode di quella economica.

⁶⁷¹ Infatti, secondo autorevole dottrina il trasferimento delle azioni tra le parti contrattuali di un derivato azionario *cash-settled* seguirebbe delle mere ragioni di mercato. In particolare, “*al momento della cessione dello hedge, l’investitore che acquista in posizione “lunga” risulta di fatto il migliore candidato all’acquisto delle azioni di copertura*”. Questo avverrebbe per un duplice motivo: da un lato, “*l’investitore [...] può avere interesse ad acquistarle (fuori mercato), così da incrementare la propria partecipazione nell’emittente senza dare luogo a ulteriori incrementi di prezzo di borsa [...]*”; dall’altro, “*l’intermediario [in posizione corta] ha ragione di temere che la rivendita di un consistente pacchetto azionario sul mercato determini un effetto di ribasso sulle quotazione del titolo*”. In tal modo, quest’ultimo soggetto “*rischierebbe di rimediare una perdita netta dall’operazione di cessione dello hedge*”. (SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, pp. 139 – 140).

⁶⁷² SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, pag. 3

⁶⁷³ In questi termini, SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1314

3.8.1 (segue): La lettura “sostanzialista” offerta dalla *South District Court di New York* nel caso *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*.

In argomento, un punto nodale è rappresentato sicuramente dalla ormai nota sentenza della Corte newyorkese nel caso *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*. Infatti, in tale pronuncia i giudici federali hanno reinterpretato la *Rule 13d-3(a) CFR*, distaccandosi totalmente dall’interpretazione della *SEC* – che si è detto è prevalente in dottrina – ed offrendone una lettura “sostanzialista”⁶⁷⁴, secondo il principio di “prevalenza della sostanza sulla forma”⁶⁷⁵.

In particolare, è stato argomentato – seppur in un mero *obiter dicta*⁶⁷⁶ – come la definizione di *beneficial ownership* sarebbe ispirata “da una concezione “materiale” (e non giuridico-formale) di “proprietà”, suscettibile di potersi applicare estensivamente anche a situazioni di appartenenza sfuggenti come quelle rese possibili dal ricorso a derivati cash-settled”⁶⁷⁷.

In questi termini, i semplici incentivi economici – si intende ovviamente qualora non supportati da alcun vincolo di natura legale – che spingono la controparte finanziaria in *posizione corta*, ad esempio, in un *equity swap cash-settled* a vendere le *hedge shares* alla parte in *posizione lunga* sarebbero sufficienti per attribuire a quest’ultima l’*investment power* sulle azioni sottostanti, rendendola, in

⁶⁷⁴ Così definita in SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 95

⁶⁷⁵ Ibid. In argomento, negli stessi termini, anche FERRARINI, G. (2010), *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail*, pag. 1813.

⁶⁷⁶ SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 95. Ciononostante, la dottrina statunitense ha ampiamente sottolineato la potenziale incisività di tale pronuncia, in quanto “future cases interpreting beneficial ownership are likely to arise in the Southern District of New York since it is home to Wall Street and the vast majority of financial transactions”. (SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children’s Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, pag. 1307)

⁶⁷⁷ Così, SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, pag. 94.

La Corte infatti afferma, testualmente: “[t]he phrases “directly or indirectly” and “any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise” reinforce that point and demonstrate the focus on substance rather than on form or on the legally enforceable rights of the putative beneficial owner”. (*CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (United States District Court, S.D. New York 2008), pag. 26). Per un’analisi sulla decisione della Corte si rimanda al par. 2.4.3 del precedente capitolo.

Inoltre, si veda la nt. 657 per i riferimenti bibliografici dei principali orientamenti dottrinali sull’argomento.

tal modo, soggetta agli obblighi di trasparenza. Inoltre, la Corte – ribaltando anche l’interpretazione della *Rule 13d-3(b) CFR* – ha affermato che la sottoscrizione di una serie di derivati azionari, il cui regolamento è volutamente pattuito in contanti in quanto generalmente non soggetti agli obblighi di *disclosure*, sarebbe condizione sufficiente per “attivare” la clausola “antielusiva” indipendentemente dalla presenza delle *unusual circumstances* richieste dalla *SEC*, purché ovviamente venga provato l’intento “elusivo” perseguito dalle parti⁶⁷⁸.

3.8.2 (segue): Il problema del mancato raccordo tra l’interpretazione “sostanzialista” della giurisprudenza federale e la riforma del *Dodd-Frank Act*: un passo indietro in materia di *disclosure* delle posizioni lunghe nei derivati di *equity*?

Ciononostante, la nuova ed estensiva interpretazione della definizione di *beneficial ownership* – di matrice squisitamente giurisprudenziale – non deve far ritenere che la questione relativa alla *hidden (morphable) ownership* abbia trovato, nell’ordinamento statunitense, una soluzione definitiva. Infatti, oltre alle difficoltà, riscontrate dalla dottrina⁶⁷⁹, nell’applicarla concretamente, questa si è posta, *de iure condito*, in netto contrasto con la recente riforma della disciplina dei mercati finanziari in seguito alla crisi finanziaria, contenuta nel c.d. *Dodd-Frank Act* del 2010⁶⁸⁰.

Nello specifico, la *Sec. 766* della citata legge federale ha modificato la previgente disciplina introducendo una nuova disposizione, la *Sec. 13(o) SEA*, ai sensi della

⁶⁷⁸ La corte afferma, testualmente, come: “[i]t then turns to the question of whether TCI, assuming it were not a beneficial owner of the hedge shares under Rule 13d-3(a), nevertheless would be deemed a beneficial owner under Rule 13d-3(b) because it used the TRSs as part of a plan or scheme to evade the disclosure requirements of Section 13(d) by avoiding the vesting of beneficial ownership in TCF”. (*CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (United States District Court, S.D. New York 2008), pag. 26pag. 26)

⁶⁷⁹ Così, ad esempio, G. Ferrarini sottolinea come “the main difficulty in enforcing the antifraud standards at issue is that of proving the true intent pursued by the parties to an equity derivative transaction”. (FERRARINI, G. (2010), *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail*, pag. 1822)

⁶⁸⁰ The Dodd-Frank Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat 1376 (2010).

quale coloro che acquistino una partecipazione attraverso i derivati azionari sarebbero considerati *beneficial owners* “only”, e nella misura in cui, la SEC determini con regolamento (a seguito di una consultazione con le Autorità di Vigilanza e con il Segretario al Tesoro) che (i) i derivati garantiscano, al relativo titolare, “*incidents of ownership comparable to direct ownership of the equity security*” e che (ii) tale determinazione sia “*necessary to achieve the purposes of Sec. 13*”⁶⁸¹.

Senonché, la SEC, non avendo ancora esercitato il potere regolamentare⁶⁸² conferitogli dal legislatore federale con la nuova *Sec. 13(o) SEA*, avrebbe *de facto* – secondo autorevole dottrina⁶⁸³ – escluso le *posizioni lunghe* nei derivati di *equity* sia *cash* che *physical-settled* dal computo delle partecipazioni rilevanti per la *beneficial ownership*, annullando, di conseguenza, gli effetti dell’interpretazione “sostanzialista” della Corte newyorkese⁶⁸⁴. In altre parole, il *Dodd-Frank Act* – intervenuto in materia di trasparenza degli assetti proprietari con l’obiettivo di estendere la *disclosure* anche ai derivati – avrebbe avuto l’effetto contrario, e cioè di consentire, paradossalmente, “*the use of hidden (morphable) ownership strategies to avoid [ownership disclosure system]*”⁶⁸⁵.

In realtà, la *Commission* nel 2011 ha emanato una *Final rule*⁶⁸⁶ che prevede la riadozione della preesistente *Rule 13d-3 CFR*⁶⁸⁷, con l’obiettivo di preservare lo “*status quo*” regolamentare⁶⁸⁸, a seguito della riforma del 2010, finché non avesse

⁶⁸¹ In argomento sulle problematiche insorte a seguito dell’emanazione del *Dodd-Frank Act* si veda HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, pp. 366 – 369

⁶⁸² Il riferimento temporale è dato dal momento in cui è stato redatto questo paragrafo (Gennaio 2020). Questa affermazione può essere facilmente verificata e monitorata consultando il sito della SEC nella sezione “*Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” al seguente sito: <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml>

⁶⁸³ La questione è stata trattata in particolare in: HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, pag. 367; NAZARETH, A. L. (2011), *SEC adopts rule on beneficial ownership of security-based swaps*

⁶⁸⁴ In questi termini, HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, pag. 367. L’autore afferma, infatti, come “*the Dodd-Frank Act nullified the effect of the decision*” della Corte nel caso CSX/TCI.

⁶⁸⁵ *Ibid.*

⁶⁸⁶ SEC (2011), *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*

⁶⁸⁷ *Ibid.*, pag. 6

⁶⁸⁸ *Ibid.*, pag. 17

dato attuazione alla delega regolamentare conferitagli dal legislatore⁶⁸⁹. Tale previsione, tuttavia, non contiene alcuna indicazione di come e quando ai titolari di derivati azionari sia riconosciuta la *beneficial ownership*, bensì intende assicurare meramente che questi siano comunque soggetti agli obblighi di *disclosure*⁶⁹⁰.

Tal scelta regolamentare della *SEC* parrebbe segnare un netto “passo indietro” della disciplina statunitense nella “lotta” all’utilizzo dei derivati al fine di “occultare” la proprietà. Infatti, si ritiene che riadottare la definizione di *beneficial ownership* – così come intesa precedentemente all’interpretazione “sostanzialista” della giurisprudenza federale – comporti sostanzialmente escludere, di nuovo, le parti in *posizione lunga* nei derivati *cash-settled* dagli obblighi di *disclosure*⁶⁹¹.

Così, per ovviare a questa importante lacuna della disciplina statunitense sulla trasparenza degli assetti proprietari nel marzo del 2016 i senatori T. Baldwin e J. Merkley hanno presentato al Congresso un ulteriore tentativo di riforma dell’impianto normativo federale, il c.d. *Brokaw Act*⁽⁶⁹²⁾⁽⁶⁹³⁾.

Al riguardo, la dottrina ha affermato come questa riforma – che mirava ad “*increase transparency and strengthen oversight of activist hedge funds*”⁶⁹⁴ –

⁶⁸⁹ Il *Commissioner* Daniel Gallagher nel 2014 aveva affermato come la riforma della *Rule 13d* non rientrava, per il momento, tra le priorità della *SEC*. (KOSSOV, I. (2014), *SEC Is Not Prioritizing Rule 13(d) Reform, Commissioner Says*)

⁶⁹⁰ In questi termini, NAZARETH, A. L. (2011), *SEC adopts rule on beneficial ownership of security-based swaps*

⁶⁹¹ In realtà nel testo del provvedimento del 2011 la *SEC* non afferma chiaramente che i derivati *cash-settled* siano esclusivi dall’ambito di applicazione della *Rule 13d-3 CFR*, tuttavia a sostegno di tale lettura si ritiene che si ponga (i) il fatto che in riferimento alla sola definizione di *beneficial ownership* ai sensi della *Rule 16a-1(a)(2)* la *Commission* chiarisca che questa si applichi anche ai derivati azionari regolati sia in *cash* che con la consegna fisica del sottostante, e che (ii) nell’interpretare la *Rule 13d-3*, oltre a non fare alcun riferimento ai derivati *cash-settled*, la *SEC* non richiama neanche il caso *CSX Corp. v. Children’s Inv. Fund Management (UK) LLP*.

⁶⁹² Il nome viene da una cittadina del Wisconsin che è fallita dopo che un fondo *hedge* “*out-of-state*” ha chiuso una cartiera che aveva fornito posti di lavoro alla città per oltre cento anni. (Press Release 2016, *U.S. Senators Tammy Baldwin and Jeff Merkley introduce legislation to strengthen oversight of activist hedge funds*, <https://www.merkley.senate.gov/news/press-releases/us-senators-tammy-baldwin-and-jeff-merkley-introduce-legislation-to-strengthen-oversight-of-activist-hedge-funds>)

⁶⁹³ Per una consultazione della bozza della riforma si veda il sito: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/1744/text>

⁶⁹⁴ *Ibid.*

avrebbe avuto come “*real target*”⁶⁹⁵ la ridefinizione della *beneficial ownership* così da includervi, in modo definitivo, anche le parti in *posizione lunga* nei derivati di *equity cash-settled*. Ciononostante, il *Brokaw Act* – per quanto avrebbe potuto segnare un primo, ma comunque rilevante, punto di partenza per contrastare i casi patologici di “occultamento della proprietà” attraverso la creazione di partecipazioni azionarie “sintetiche” – non è stata mai emanata per scelte di politica del diritto⁶⁹⁶.

Si può dunque affermare come l’analisi appena conclusa relativa alla disciplina statunitense sulla *disclosure* delle *posizioni lunghe* nei derivati azionari abbia evidenziato come questa non offra, *de iure condito*, un’efficiente soluzione al fenomeno della *hidden (morphable) ownership*.

⁶⁹⁵ In questi termini, BRAV, A., HEATON, J. B. e ZANDBERG, J. (2018), *Failed anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act*, pag. 347

⁶⁹⁶ In argomento sulla mancata emanazione del *Brokaw Act* si rimanda a: SAUTTER, C. M. (2016), *Tender offers and disclosure: the history and the future of the Williams Act*, pp. 368 – 369 ed un articolo del *Wall Street Journal* in cui ci evidenzia anche il legame che ha avuto tale proposta con le elezioni presidenziali del 2016 (BORAK, D. e BENOIT, D. (2016), *Democrats Take Aim at Activist Investors*).

In termini generali sugli obiettivi e le proposte normative a BRAV, A., HEATON, J. B. e ZANDBERG, J. (2018), *Failed anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act*, pp. 332 ss.

3.9 L'empty voting tra la Sec. 13(d) ...

La questione non sembra di facile soluzione neanche con riferimento al fenomeno dell'*empty voting*, nonostante la SEC, non solo, ne abbia da tempo riconosciuto la potenziale pericolosità⁶⁹⁷, ma lo abbia sottoposto ad una *concept release*⁶⁹⁸ volta a valutare l'opportunità e la necessità delle "*regulatory response*"⁶⁹⁹, che tuttavia non vennero mai emanate.

Ora, procedendo con ordine, il primo *ownership disclosure system* – che secondo la giurisprudenza⁷⁰⁰ rappresenterebbe il "*pivot of a regulatory scheme*" finalizzato a fornire un'adeguata valutazione dei possibili effetti di cambiamenti sostanziali negli assetti proprietari – di cui si intende dare contezza è quello normato dalla *Sec. 13(d) SEA*⁷⁰¹.

Nello specifico, come si è accennato nella premessa alla presente sezione, il soggetto a cui venga riconosciuta la titolarità della *beneficial ownership* di una partecipazione azionaria – a seguito, questa volta, di un acquisto diretto in azioni – superiore al 5%⁷⁰² dovrà compilare con la SEC uno *statement* contenente le

⁶⁹⁷ L'allora *Chairman* Christopher Cox, in un articolo del *Wall Street Journal* del 2007, aveva dichiarato come l'*empty voting* fosse "*already a serious issue*" e che "*is most certainly going to force further regulatory response*". (SCANNELL, K. (2007), *How borrowed shares swing company votes*)

⁶⁹⁸ SEC (2010), *SEC votes to seek public comment on U.S. proxy system*

⁶⁹⁹ SEC (2010), *Concept Release on the U.S. Proxy System*, pp. 145 – 150

⁷⁰⁰ Nel caso *SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc.*, 837 F. Supp. 587 (*United States District Court, S.D. New York 1993*) la Corte federale di New York ha chiaramente affermato come la *Sec. 13(d)* sia "*the "pivot" of a regulatory scheme that may represent the only way that corporations, their shareholders and others can adequately evaluate . . . the possible effects of a change in substantial shareholdings*".

⁷⁰¹ Questa è stata introdotta dal *Williams Act* del 1968 (Act of July 29, 1968, Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454) con lo scopo di risolvere, come evidenziato in dottrina, "*a gap in the federal securities laws*" che permetteva "*shifts of corporate control to occur without adequate disclosure information to investors*". (DOSHI, S. H. (2019), *The Timing of Schedule 13D*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation). Così il Senatore Williams all'apertura della seduta del Congresso in cui è stato approvato definitivamente l'atto: "*[a]ll will be able to deal in the securities markets knowing that all of the pertinent facts are available. This is the premise under which our securities markets are supposed to work. Following this premise, they have thrived and prospered over the years. Now is the time to eliminate the last remaining areas where full disclosure is necessary but not yet available*" (*CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (*United States District Court, S.D. New York 2008*), pag. 54, nt. 149

⁷⁰² L'attuale soglia del 5% è stata introdotta solo successivamente dal Congresso con una modifica nel 1970 (Act of Dec. 22, 1970, Pub. L. No. 91-567, 84 Stat. 1497), mentre nella versione originale questa era fissata al 10%. (SAUTTER, C. M. (2016), *Tender offers and disclosure: the history and the future of the Williams Act*, pag. 363).

informazioni richieste dalla *Schedule 13D*, entro 10 giorni dal superamento della soglia rilevante⁷⁰³. In chiave comparatistica, è d'uopo evidenziare come l'obbligo di trasparenza in esame sia delineato in modo del tutto simile, in termini di struttura della comunicazione, alla "dichiarazione delle intenzioni" introdotta nel nostro ordinamento dal nuovo art. 120, c.4-*bis* TUF, dal quale, tuttavia, se ne differenzia in quanto nel modello statunitense questa coincide con il momento della comunicazione della partecipazione rilevante, mentre in quello italiano le dichiarazioni avvengono in due momenti distinti⁷⁰⁴.

Ora, sulla scorta di quanto affermato dalla migliore dottrina sul punto⁷⁰⁵, fra tali informazioni, quella che potenzialmente potrebbe richiedere la comunicazione delle operazioni di "svuotamento" del voto attraverso la sottoscrizione di derivati dal *lato corto* è richiesta dall'*Item 6* della *Schedule 13D*⁷⁰⁶ (che, ai fini che qui

⁷⁰³ In realtà, la norma non è chiara se si tratti di *calendar day* o di *business day*. Tuttavia, secondo la dottrina "*the text of the Williams Act and the SEC's rules, the history of the Williams Act, and the prudential considerations that justify the disclosure rules all point in the same direction: the calendar-day approach is here to stay*", e cioè di considerare i 10 giorni come *calendar day*. (DOSHI, S. H. (2019), *The Timing of Schedule 13D*, pag. 6).

In merito è in corso, come ricostruito dalla dottrina italiana, un "vivace dibattito". In particolare, "a coloro che invocano una drastica riduzione del termine stabilito nel 1968 (ritenuto ingiustificatamente lungo nell'era delle negoziazioni telematiche e foriero di condotte opportunistiche da parte di investitori interessati a posticipare il più possibile la disclosure della partecipazione rilevante che hanno acquistato), si contrappone chi nega la reale diffusione di simili condotte e, comunque, ritiene preferibile, nell'ottica di un più efficiente mercato del controllo societario, che un investitore possa beneficiare del differimento della comunicazione per accumulare un numero superiore di azioni a prezzo più basso". (SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, pp. 193 – 194, a cui si rimanda anche per gli ulteriori riferimenti bibliografici).

In merito è d'uopo segnalare come il citato *Dodd-Frank Act* contiene in realtà una disposizione, la *Sec. 929R*, che attribuisce alla *SEC* una delega regolamentare per ridurre il termine di 10 giorni per compilare la *Schedule 13D*, ma, al pari di quanto precedentemente detto in merito alla ridefinizione della *beneficial ownership*, la *Commission* non ha (ancora) esercitato tale potere. Inoltre, anche il *Brokaw Act* avrebbe previsto, nel suo progetto di riforma, qualora fosse stato emanato la riduzione del termine a 2 giorni (intesi, questa volta, come *business days*) per la *disclosure*. (BRAV, A., HEATON, J. B. e ZANDBERG, J. (2018), *Failed anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act* pag. 349)

⁷⁰⁴ In questi termini, SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, 191 – 192.

In realtà, la *Supreme Court of the United States* – nel caso *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 95 S.Ct. 2069, (*Supreme Court of the United States* 1975) – ha sostanzialmente negato che la *Sec. 13(d)* sia, di per sé, una misura antiscaletta. (Ibid., pag. 195)

⁷⁰⁵ In particolare, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 870

⁷⁰⁶ Le altre informazioni, in termini generali, sono: *i*) il nome e l'indirizzo dell'emittente e il tipo di titoli acquistati (questo risulta essere importante nei casi in cui la società emetta titoli appartenenti a diverse classi); *ii*) informazioni dettagliate del soggetto che ha acquistato la *beneficial ownership*; *iii*) il numero di azioni che realmente possiede; *iv*) l'obiettivo dell'acquisto (ad

rilevano, si presterebbe a svolgere la stessa funzione dell'art. 120, c.4-*bis*, lett. c) TUF).

In particolare, ai sensi di tale disposto il *beneficial owner* è tenuto a comunicare ogni contratto, accordo ovvero altro schema negoziale (*legal or otherwise*), di cui è parte, relativo alle azioni della società partecipata. Nonostante possa sembrare di facile soluzione interpretativa che i derivati rientrino a pieno titolo – data la riconosciuta natura contrattuale – nell'ambito di applicazione dell'*Item 6*, la dottrina sul punto è più prudente. È stato sostenuto, infatti, come “*it is unclear whether securities based-swap agreements or other synthetic arrangement that empty securities of economic ownership fall within [Item 6] disclosure requirement*”⁷⁰⁷. Inoltre, anche qualora fosse riconosciuto che i derivati debbano essere dichiarati assieme al raggiungimento della soglia del 5% non sarebbe chiaro, sempre secondo la dottrina, “*the extent of disclosure required*”⁷⁰⁸. La questione è resa, in aggiunta, ancora più complessa dal fatto che manca completamente un’ “*interpretative releases on this question*”⁷⁰⁹.

Al riguardo, un'importante linea guida in termini interpretativi avrebbe potuto essere offerta dalla *SEC* in relazione alla ormai nota vicenda che ha visto coinvolto il fondo *hedge* Perry Corp. nella fusione tra le società Mylan Lab e King Pharmaceutical. Senonché, come si è detto nella discussione del caso, la *Commission* non si pronunciò affatto sulla *disclosure* dell'operazione di *empty voting* realizzata dal fondo mediante la sottoscrizione di vari *equity swap* dal *lato corto*, ma si concentrò esclusivamente su quella delle *posizioni lunghe* acquistate nelle citate società⁷¹⁰.

esempio, se intende ottenere il controllo dell'emittente); v) la fonte dei fondi usati per finanziare l'acquisto (ad esempio, devono essere divulgati eventuali prestiti). In argomento, si rimanda a GAUGHAN, P. A. (2017), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, pp. 75 e 76.

Per una consultazione di tutte le informazioni richiesta si consulti il sito: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.13d-101>

⁷⁰⁷ WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., CONTI-BROWN, P., SICILIANO, F. D., GRUNDFEST, J. (2010), *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, pag. 30

⁷⁰⁸ Ibid.

⁷⁰⁹ Ibid.

⁷¹⁰ Ibid.; RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pag. 1037

Da ultimo, facendo seguito a quanto detto in merito alla comparazione con la “dichiarazione delle intenzioni” nel nostro ordinamento ulteriori considerazioni potrebbero essere necessarie. In particolare, si ritiene che la peculiarità del modello statunitense, di prevedere che le comunicazioni del superamento della soglia rilevante e delle intenzioni coincidano, possa offrire, in generale, ampia libertà agli investitori interessati nello “svuotare” il proprio voto dal relativo interesse economico.

Infatti, a tali soggetti basterebbe – per eludere la *disclosure* richiesta dall’*Item 6* della *Schedule 13D* – sottoscrivere i derivati in un momento successivo a quello dell’acquisto della *beneficial ownership*, che – come si è detto nel corso dei paragrafi precedenti – non rientrando, *de iure condito*, nell’ambito di applicazione della *Rule 13d-3 CFR*, non farebbe “scattare” alcun obbligo di *disclosure*⁷¹¹.

3.9.1 (segue): ... la Sec. 13(g) e ...

A fianco della disciplina normata dalla *Sec. 13(d) SEA*, l’ordinamento statunitense prevede, inoltre, “un diverso sotto-sistema di trasparenza a contenuto informativo ridotto”⁷¹², regolato dalla *Sec. 13(g) SEA*⁷¹³.

Così, come è stato precedentemente anticipato, colui che acquisti la *beneficial ownership* in misura superiore alla soglia rilevante del 5% delle azioni, e purché inferiore al 20%⁷¹⁴, nell’ “ordinario corso degli affari” e senza intenzione di

⁷¹¹ In termini analoghi anche COHEN, J. (2008), *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, pag. 247

⁷¹² Così definito in SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pag. 194

⁷¹³ Tale norma è stata introdotta dal *Domestic and Foreign Investment Improved Disclosure Act* del 1977 (Pub. L. No. 95-214, § 203, 91. Stat. 1494), in quanto come, affermato in dottrina, la *Schedule 13D* risultava essere, infatti, troppo gravosa per gli investitori istituzionali che operano di frequenza sul mercato. (GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pp. 109 – 110)

⁷¹⁴ Nella sua forma originaria, la *Sec. 13(g)* riconosceva la possibilità di compilare tale *short-form statement* esclusivamente a specifici investitori professionali indicati dalla *Rule 13d-1(b)(1)(ii) CFR*. (GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pag. 112). La SEC notò, tuttavia, che “[t]he existing reporting scheme imposed unnecessary disclosure obligations on persons whose acquisitions do not affect the control of issuers”. (SEC (1998), *Amendments to Beneficial Ownership Reporting*

“cambiare o influenzare il controllo dell’emittente” dovrà comunicare le sole informazioni richieste dalla *Schedule 13G*⁷¹⁵, tra cui, però, non sono menzionate quelle di cui all’*Item 6* della *Schedule 13D*.

Ora, nonostante questo *statement* venga definito, dalla stessa norma che lo disciplina, come uno “*short-form*”, sarebbe, secondo la dottrina⁷¹⁶, “*nei fatti analog[o] alla comunicazione di possesso azionario tipic[o] degli ordinamenti europei*” (tra cui è inteso, ovviamente, anche il nostro), dal quale se ne differenzia, principalmente, per i più lunghi tempi entro cui deve essere fatta la *disclosure*.

Infatti, la *Schedule 13G* deve essere compilata, in generale, entro 45 giorni dalla fine dell’anno solare (solitamente, quindi, entro il 15 febbraio di ogni anno)⁷¹⁷, termine che, tuttavia, si ritiene sia assolutamente troppo ampio per poter garantire una puntuale conoscenza del *reale* assetto proprietario della società partecipata⁷¹⁸.

Questo secondo sistema di *disclosure* si presenterebbe, così, ancora “meno attrezzato”, rispetto al precedente, a poter osteggiare il fenomeno dello “svuotamento del voto”, in quanto – oltre a prevedere dei termini molto ampi per la comunicazione – non contiene alcun riferimento né alle operazioni realizzate

Requirements). Così, per ovviare a tale problema, nel 1998 riformò il quadro normativo appena visto, introducendo una nuova categoria di investitori soggetti alla *Sec. 13(g)*, i c.d. “*self-proclaimed passive investors*” (*Rule 13d-1(c) CFR*). In argomento si rimanda a GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pp. 113 ss.

⁷¹⁵ Per una consultazione della *Schedule* in esame si veda il sito: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1518715/000119312519023605/d699803dsc13g.htm>

⁷¹⁶ In questi termini, SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pag. 194

⁷¹⁷ In realtà, per i *self-proclaimed passive investors* la norma prevede un termine di comunicazione più stringente. Infatti, tali soggetti devono comunicare il superamento della soglia rilevante, al pari di coloro che sono obbligati ai sensi della *Sec. 13(d)*, entro 10 giorni dall’operazione. Per ulteriori considerazioni sui termini di *disclosure* si rimanda a GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pp. 113 – 114

In termini generali sui termini di *disclosure* della *Schedule 13G*, ma anche della *Schedule 13D* si rimanda a GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pag. 115, tabella 1

⁷¹⁸ Il motivo si ritiene che debba essere ricercato nella *ratio* sottostante alla norma in esame, che, inoltre, la differenzerebbe nettamente dalla *Sec. 13(d)*. Infatti, secondo l’interpretazione offerta dalla giurisprudenza, quest’ultima mira ad acquisire un’informativa tempestiva nella fase di accumulo di partecipazioni societarie in relazione di un potenziale cambio di controllo. Al contrario la *Sec. 13(g)*, come affermato in dottrina, avrebbe “[l]’obiettivo, tipico delle norme di “trasparenza proprietaria”, [e cioè quello] di rendere nota la composizione complessiva dell’azionariato dell’emittente”. (SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pag. 195). Tra le pronunce giurisprudenziali si segnalano: *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, (United States Court of Appeals, Second Circuit 1971), e *Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P.*, 286 F.3d 613 (United States Court of Appeals, Second Circuit 2002)

sulle azioni dell'emittente né, in termini generali, ad eventuali strategie finanziarie che si intende perseguire.

In realtà, la convivenza tra i sistemi regolati dalle *Sec. 13(d)* e *(g)* parrebbe rendere, sulla scorta dell'analisi della dottrina⁷¹⁹, ancora più “lacunosa” la *disclosure* delle strategie di *empty voting*.

Rendere accessibile la semplificata *Schedule 13G*, alternativamente alla *Schedule 13D*, alla mera condizione di realizzare l'investimento nel “normale corso degli affari” e senza voler “cambiare o influenzare il controllo dell'emittente”, porterebbe, ad esempio, i fondi *hedge* – come Perry Corp.⁷²⁰ – ad evitare la comunicazione delle informazioni richieste dall'*Item 6* (anche qualora venisse interpretato in modo da includere i derivati azionari *cash-settled*). Al riguardo, si potrebbe obiettare, tuttavia, che l'acquisto di una partecipazione azionaria simultaneamente alla sottoscrizione dal *lato corto* di una serie di derivati di *equity* (che la “svuoterebbero” della relativa “proprietà economica”) sia incompatibile con i presupposti per accedere alla *Schedule 13G*. Tale questione tuttavia parrebbe essere un'altra *legal grey area* della disciplina statunitense su cui né la *SEC* né la giurisprudenza federale si siano mai pronunciate.

Se da un lato è vero che la *Commission* – nel caso Perry/Mylan⁷²¹ – ha affermato che “*acquiring shares for the primary purpose of voting those shares in a contemplated merger*” non rientri nell’ “*ordinary course of business*”, dall'altro, non ha chiarito se, ed in che termini, il trasferimento della “proprietà economica” ad un soggetto *terzo* attraverso i derivati possa rientrarvi o meno.

⁷¹⁹ Allo stesso modo anche WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., CONTI-BROWN, P., SICILIANO, F. D., GRUNDFEST, J. (2010), *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, pag. 31

⁷²⁰ La dottrina ha, infatti, affermato come il fondo in questione “*was an investment advisor under the 45 day 13G filing, not a self-proclaimed passive investor*”. (GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of schedule 13G/13D filings*, pag. 130, nt. 140)

⁷²¹ *SEC order against Perry*, 21 giugno 2009, pag. 2

3.9.2 (segue): ... la Sec. 16(a).

Risposte più incoraggianti alla problematica in esame si ritiene che vengano, invece, offerte dal terzo *ownership disclosure system*. In particolare, ai sensi della Sec. 16(a) SEA il soggetto titolare della *beneficial ownership* – definita sempre dalla Rule 13d-3 CFR (Rule 16a-1(a)(1) CFR) – rispetto ad una partecipazione azionaria pari alla soglia rilevante del 10% (c.d. *company insider*)⁷²² deve comunicare, nei rispettivi modi e termini, le informazioni richieste dai rilevanti *forms* (Form 3⁷²³, 4⁷²⁴ e 5⁷²⁵).

⁷²² Per ragioni di completezza espositiva è d'uopo come la Sec. 16(a) si riferisca, in realtà, anche ad ogni *director* ed *officer* degli emittenti. Quanto al primo, la SEC ha precisato come il *director* è qualsiasi amministratore (*director*) di una società o qualsiasi persona che svolga funzioni simili rispetto a qualsiasi società. Rientrano, inoltre secondo la giurisprudenza, in questa definizione gli “*inactive directors*” che, durante il periodo rilevante, non vengano privati di ogni informazione aziendale interna (Ferraiolo v. Newman, 259 F.2d 342, (United States Court of Appeals Sixth Circuit 1958)). Al contrario, non sono ricompresi nella definizione di *director* ai sensi della Sec. 16 gli “*honorary directors*”, in quanto non partecipando, generalmente, al delineamento delle decisioni strategiche non hanno accesso ad informazioni confidenziali (LEVY, S. M. (2019), *Regulation of securities: SEC answer book*, pag. 8-18).

Per quanto concerne, ora, gli *officers*, ancora la SEC ha precisato come in tale categoria rientrano: il presidente; il *principal financial officer*; il *principal accounting officer*; ogni vicepresidente in carica di un particolare dipartimento, divisione o funzione (ad es. vendite, finanza, amministrazione), e, in generale, chiunque svolga importanti funzioni di *policy-making*. Ad ogni modo, ciò che rileva è se il dipendente svolge “*important executive duties of such character that he would be likely [...] to obtain confidential information about the company's affairs that would aid him if he engaged in a personal market transaction*”. (SEC (1991), *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*)

⁷²³ Il Form 3, c.d. *initial statement of beneficial ownership of securities*, deve essere compilato entro 10 giorni dal momento in cui si raggiunga la soglia rilevante (ovvero si diventi *officer* o *director* di un emittente). Per ulteriori considerazioni si rimanda alle *General Instructions* della SEC sul Form 3 al sito: <https://www.sec.gov/files/form3data.pdf>

⁷²⁴ Il Form 4, c.d. *statement of changes in beneficial ownership of securities*, deve essere compilato entro 2 *business days* dalla conclusione di un'operazione che comporti dei cambiamenti nella *beneficial ownership* (come definita dalla Rule 16a-1(a)(2) CFR). Tra queste, come affermato in dottrina, ci sarebbero: i) qualsiasi acquisto o vendita (realizzata sia privatamente sia a mercato aperto) di azioni o titoli convertibili; ii) *stock option*; iii) la conversione di uno strumento derivato; iv) l'acquisizione o il conferimento di qualsiasi azione *restricted* (cioè, non pienamente trasferibile); v) fusioni, proposte di acquisto e/o di scambio; vi) ogni acquisto, vendita ed esercizio di opzioni, *warrant*. (ZWICKEL, A. L. e HARRISON, A. M. (2019), *Stay current: SEC reporting obligations under section 13 and section 16 of the Exchange Act*, pag. 10). È prevista, inoltre, un'esenzione per le cc.dd. *small acquisitions* (con ciò intendendosi gli acquisti non eccedenti i 10.000\$). Infatti, queste dovrebbe essere riportate, qualora vengano rispettate determinate condizioni, nel meno stringente Form 5. (LEVY, S. M. (2019), *Regulation of securities: SEC answer book*, pag. 8-15). Per ulteriori considerazioni si rimanda alle *General Instructions* della SEC sul Form 4 al sito: <https://www.sec.gov/about/forms/form4data.pdf>

⁷²⁵ Il Form 5, c.d. *annual statement of beneficial ownership of securities*, deve essere compilato entro 45 giorni dalla fine dell'anno solare (di norma, quindi, entro il 15 febbraio) indicando “*any equity securities and transactions that were not previously reported*”. (ZWICKEL, A. L. e HARRISON, A. M. (2019), *Stay current: SEC reporting obligations under section 13 and section*

La particolarità di tale sistema di trasparenza, ai fini che qui rilevano, è che una volta che “scatta” l’obbligo di trasparenza la *beneficial ownership* di cui l’*insider* dovrà dare contezza non sarà più quella definita dalla *Rule 13d-3 CFR*, bensì quella definita dalla *Rule 16a-1(a)(2) CFR*⁷²⁶ che ricomprende, al contrario della prima, ogni “interesse pecuniario” (“*pecuniary interest*”) che sia direttamente che indirettamente sia detenuto sulle azioni della società partecipata.

Con tale termine – che, come evidenziato dalla dottrina, si concentra “*on economic ownership*”⁷²⁷ – la *SEC* si riferirebbe, oltre alle “opportunità di profitto” derivanti da operazioni aventi ad oggetto le azioni dell’emittente (*Rule 16a-1(a)(2)(i) CFR*), anche ai “*derivative securities, including security-base swaps, whether settled in cash or stock*”⁷²⁸ (rientranti nel novero dei cc.dd. “*indirect pecuniary interests*”⁷²⁹)⁷³⁰. La *Commission*, inoltre, al fine di garantire una migliore qualità della *disclosure* dei derivati ha previsto che eventuali “*changes in ownership*”⁷³¹ debbano essere comunicati usando specifici “*transaction codes*”, quali, ad esempio, “*S*” (per la vendita), “*C*” (per la conversione), “*O*” (per l’esercizio di derivati *out-the-money*), “*X*” (per l’esercizio di derivati *in* e *at-the-money*) e “*K*” (per gli *equity swaps* o simili)⁷³².

16 of the Exchange Act, pag. 11). Per ulteriori considerazioni si rimanda alle *General Instructions* della *SEC* sul *Form 5* al sito: <https://www.sec.gov/about/forms/form5data.pdf>

⁷²⁶ Questa seconda definizione di *beneficial ownership* è stata introdotta dalla *SEC* nel 1991 (*SEC* (1991), *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*) ed integrate con la *Final rule* del 1996 (*SEC* (1996), *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*). In argomento, sull’evoluzione normativa del sistema di *disclosure* qui considerato si rimanda a LEVY, S. M. (2019), *Regulation of securities: SEC answer book*, pp. 8-4, 8-20

⁷²⁷ In questi termini, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 873

⁷²⁸ *SEC* (2011), *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*, pag. 17

⁷²⁹ *Ibid.*

⁷³⁰ Tuttavia, ai sensi della *Rule 16a-1(a)(2)(iii)* – definita dalla *SEC* come una “*safe-harbor rule*” – non è considerate avere “interessi pecuniari” nella società partecipata se: (i) non si è azionisti di controllo, e (ii) non si detiene o condivide il controllo degli investimenti (“*investment control*”) sul portafoglio della stessa. Secondo la giurisprudenza federale – come argomentato nel caso *Feder v. Frost*, 220 F.3d 29, (United States Court of Appeals, Second Circuit, 2005) – l’applicabilità o meno di questa norma va valutata in base ai fatti e circostanze del caso concreto. (LEVY, S. M. (2019), *Regulation of securities: SEC answer book*, pag. 8-23)

⁷³¹ Così, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 874

⁷³² Come affermato dalla *SEC* ogni comunicazione deve contenere le seguenti informazioni: (1) *The date of the transaction*; (2) *the term*; (3) *the number of underlying shares*; (4) *the exercise price (i.e., the dollar value locked in)*; (5) *the non- exempt disposition (acquisition) of shares at*

In questi termini, la *Sec. 16(a)* – e le norme regolamentari attuative adottate dalla SEC – disciplinerebbero l'unico sistema di *disclosure*, tra i tre passati in rassegna, che prevederebbe, secondo quanto sostenuto in dottrina⁷³³, un'adeguata trasparenza del fenomeno dell'*empty voting* attraverso l'uso di derivati azionari, specialmente, in quanto – a differenza della nostra disciplina – non limita l'obbligo di *disclosure* alle sole *posizioni lunghe* ma si riferisce, in termini generali, ai *derivative securities*.

Di conseguenza, risulterebbero soggette all'obbligo di comunicazione in esame anche le partecipazioni azionarie “sintetiche” create dai “proprietari occulti”, purché ovviamente questi detengano, al contempo, un numero di azioni pari alla soglia rilevante minima del 10% che fa lo “scattare”.

Da tale sistema “sfuggirebbero”, invece, le operazioni di “svuotamento” del voto aventi ad oggetto partecipazioni azionari pari ad una soglia inferiore al 10%. Sicché, ad esempio, sul fondo Perry – che aveva “svuotato” una partecipazione pari al 9,9% – non si sarebbe potuta contestare alcuna violazione della *Sec. 16(a) SEA*.

the outset of the term; (6) the non-exempt acquisition (disposition) of shares at the end of the term (and at such earlier dates, if any, where events under the equity swap cause a change in a call or put equivalent position); (7) the total number of shares held after the transaction; and (8) any other material terms. (SEC (2011), Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps, pag. 17, nt. 51)

⁷³³ In particolare, HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 874. Negli stessi termini anche WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., CONTI-BROWN, P., SICILIANO, F. D., GRUNDFEST, J. (2010), *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, pag. 32

CONCLUSIONE

Al termine del presente lavoro si pongono, dunque, come necessarie alcune considerazioni sull'attuale ruolo che i derivati di *equity*, utilizzati a fini "dissociativi", potrebbero giocare nelle operazioni di *M&A* realizzate negli ordinamenti qui presi in comparazione.

A distanza di poco più di dieci anni dai primissimi studi degli eminenti giuristi statunitensi Henry T. C. Hu e Bernard Black, nonostante i cospicui studi in materia da parte di autorevolissima dottrina e l'attenzione posta dai legislatori e dalle Autorità di Vigilanza, non appare che si sia ancora giunti ad una soluzione definitiva. La *decoupling* infatti, specialmente se realizzata mediante i contratti derivati, risulta essere ancora oggi un fenomeno – riprendendo le parole dei citati studiosi – "*unregulated and often unseen*"⁷³⁴, seppure in misura minore rispetto al passato.

Infatti, a partire dai casi passati in rassegna si è avuto modo di rilevare la totale inadeguatezza degli istituti tradizionali a tutela dei soci, ed in generale del corretto svolgimento dell'assemblea (quali il conflitto di interesse, l'abuso di maggioranza e i *fiduciary duties*) nel rispondere a situazioni patologiche. Pertanto, sia il caso di "occultamento" della proprietà al fine di mantenere informalmente il controllo ovvero di esercitare attività di "pressione" sul *management* (in vista, ad esempio, di un *LBO*), che quello di "svuotamento" del voto per favorire (o meno) la conclusione di una fusione, in cui l'*alterazione* dell'organizzazione societaria è evidente, sono risultati essere privi di un'efficace tutela.

Al riguardo, si ritiene che le ragioni di questa problematicità nell'applicare alla *decoupling* "sintetica" i rimedi tradizionali offerti dal diritto societario italiano e statunitense – nonostante le rilevanti differenze di cui è data contezza nel corso del lavoro – possano essere ricollegate ad un "comune denominatore": la difficoltà nell'identificare concretamente le parti e gli interessi *realmente* in gioco. A cui si

⁷³⁴ HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, pag. 818

aggiunge un generale disinteresse del diritto e della giurisprudenza statunitense ai rapporti tra i soci, quanto meno nelle *public companies*.

Alla luce della ricerca svolta nel corso del lavoro, si può sostenere che la ragione principale di tale difficoltà sia, in termini generali, direttamente collegata alle particolari caratteristiche giuridiche e finanziarie della *fonte* della *decoupling* “sintetica”, e cioè i (contratti) derivati di *equity*. Infatti, attraverso questi ultimi – che per definizioni sono del tutto *autonomi* e *distinti* dal rapporto (sociale) principale – sono costruite le partecipazioni “sintetiche” che “dissociano” quelle azionarie a cui si riferiscono *affiancandole*, ma rimanendone *separate*, in modo che i diritti vengano “trasferiti” senza un vero accordo di trasferimento. Sicché, il “proprietario occulto” esercita informalmente il diritto di voto in ragione di una mera prassi di mercato e gode del diritto ai dividendi in ragione di una caratteristica finanziaria dei derivati di *equity cash-settled* con *delta* 1 (e cioè la *replica* “in via sintetica” dei flussi di cassa). D’altro canto, l’*empty voter* acquista il solo diritto di voto, non in quanto sottoscrive un accordo di trasferimento dello stesso dietro un corrispettivo, ma in ragione della stessa caratteristica che consente al “proprietario occulto” di profittare da una distribuzione dei dividendi.

In entrambi gli ordinamenti giuridici di riferimento la questione della “dissociazione” della partecipazione azionaria, con l’effetto *sostanziale*⁷³⁵ di creare un disallineamento tra chi ha la proprietà economica delle azioni e chi detiene il diritto di voto, è stata affrontata, e risolta positivamente, dalla giurisprudenza. Si è già argomentato, in merito, come sia la Corte Suprema di Cassazione (con la sentenza n. 9191 del 1996) che la *Chancery Court* del Delaware (nel caso *Schreiber v. Carney*) abbiano inquadrato giuridicamente – seppur con rilevanti differenze – accordi *funzionalmente analoghi*⁷³⁶ alla *decoupling* (anche “sintetica”), quale la “vendita del voto”. Sennonché, le differenti soluzioni prospettate dalle relative corti non si sono dimostrate idonee a regolare il fenomeno in esame – nonostante si sia detto come la sentenza della Cassazione abbia offerto un’utile linea di indagine –, in quanto il diritto societario

⁷³⁵ FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, pag. 638

⁷³⁶ Ibid.

tradizionale, di per sé, non è riuscito a cogliere le suddette caratteristiche “dissociative” dei contratti derivati, se non supportato da un efficiente sistema di *disclosure*.

In realtà, come si è già argomentato, avere una maggiore contezza del fenomeno “dissociativo” permetterebbe verosimilmente di limitarne quantomeno un uso “abusivo”, data la tendenziale ricerca dei soggetti che ricorrono a tali strategie di operare all’oscuro del mercato. Di conseguenza, sarà questo il campo in cui verrà qui valutato il potenziale ruolo che possano oggi giocare i derivati nelle operazioni societarie in esame.

Al riguardo, le conclusioni risultano essere diametralmente opposte a seconda che ci si riferisca al nostro sistema regolamentare ovvero a quello delineato dalla SEC. Per tanto, sarà necessario separare per il momento le due questioni.

I) Con riferimento al primo, si ritiene che questo – a seguito degli interventi del legislatore comunitario e della Consob – permetta di “catturare” abbastanza efficacemente i fenomeni di “occultamento” della proprietà, anche e soprattutto in materia di o.p.a.

Sicché, operazioni come quella congeniata dai vertici del Gruppo Agnelli o dal fondo *hedge* TCI verrebbero così verosimilmente scongiurate, in quanto le norme regolamentari italiane impongono oggi gli stessi obblighi – sia con riferimento alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti che al *lancio* dell’offerta pubblica – ai detentori di partecipazioni azionarie e di partecipazioni “sintetiche”.

Ciononostante, sarebbe comunque possibile evidenziare un limite nella scelta del legislatore di optare per tale regime di trasparenza “generalizzata”⁷³⁷. Infatti, un sistema di *disclosure* che preveda un obbligo di comunicazione per *tutte* le parti in *posizione lunga* in derivati di *equity* (anche) *cash-settled* potrebbe comportare una *confusione* tra chi li sottoscriva per le “tipiche” ragioni speculative o di *hedging*, e chi per quella “atipica” di “occultamento” della proprietà. In altri termini, investitori quali, ad esempio, il fondo *hedge* TCI che volessero esercitare delle

⁷³⁷ Così definita in LO PO’, L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, pag. 66

pressioni sul *management* si confonderebbero con quelli che intendono meramente speculare sull'andamento positivo delle azioni di una società, rendendo quindi più difficoltoso per l'emittente identificare chi intenda utilizzare la *posizione lunga* così assunta per perseguire egoistiche strategie aziendali.

D'altro canto, le operazioni di *empty voting* risultano essere, *de iure condito*, completamente "scoperte", in quanto – salvo le disposizioni di cui si è dato conto⁷³⁸ – il trasferimento della "proprietà economica" da parte di un socio attraverso la sottoscrizione di un derivato dal *lato corto* non deve essere comunicato. Di conseguenza, oltre a non operare come "strumento di disincentivazione", tale "mancanza" nella disciplina sulla trasparenza non consentirebbe neanche il ricorso agli istituti tradizionali. Sicché, la delibera assembleare approvata con il voto determinate di un *empty voter* difficilmente potrebbe essere impugnata dai soci eventualmente danneggiati.

II) Per quanto concerne il complesso ed articolato regime regolamentare statunitense lo studio appena concluso ha evidenziato come – al contrario di quanto appena argomentato – le strategie di "occultamento" della proprietà attraverso la costruzione di partecipazioni "sintetiche" "sfuggano" completamente agli obblighi di *disclosure*, quanto meno finché la SEC non attui la delega regolamentare conferitagli dal legislatore federale con la (nuova) *Sec. 13(o) SEA*.

Di conseguenza, ben potrebbero riproporsi, nel frattempo, casi come quello discusso che ha visto coinvolto TCI, in cui tuttavia, a differenza del passato, difficilmente le corti statunitensi potrebbero intervenire interpretando estensivamente la *Rule 13d-3 CFR*, dato il tenore dell'intervento del legislatore. Infatti, si è avuto già modo di evidenziare come autorevolissima dottrina⁷³⁹ abbia sostenuto che la riforma del *Dodd-Frank Act* sostanzialmente abbia annullato gli effetti della lettura "sostanzialista" proposta dalla Corte newyorkese nel noto caso.

⁷³⁸ E cioè, gli obblighi di comunicazione delle *posizioni corte* ai sensi della disciplina sulla *short selling* e sull'*internal dealing* e delle operazioni realizzate durante il periodo di offerta che si sono dimostrati tuttavia inadeguati a "catturare" l'*empty voting*.

⁷³⁹ HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, pag. 367

Riferendosi, invece, allo “svuotamento” del voto, si è detto come l’unico sistema di *disclosure* che permetta di tracciare efficacemente la sottoscrizione di derivati *cash-settled* dal *lato corto* è quello regolato dalla *Sec. 16(a) SEA*. Tuttavia, questa disposizione incontra un limite nell’elevata soglia minima (del 10%) che – in particolare nelle *corporations* oltreoceano caratterizzate da un azionariato notoriamente diffuso – potrebbe risultare deciso nel riconoscere ai derivati impiegati per “svuotare” il voto un ruolo tutt’oggi deciso. Un esempio è offerto dall’operazione realizzata dal fondo *hedge* Perry Corp. che, per concludere l’arbitraggio su fusione, si è servita di una mera partecipazione azionaria “svuotata” pari al 9,9% del capitale di Mylan.

A ciò si aggiunge, inoltre, l’inadeguatezza dei limiti imposti dai *fiduciary duties* che, per le ragioni dette nel secondo capitolo, non garantirebbero in ogni caso uno scrutinio giudiziario sull’operazione di *empty voting*, anche se questa venisse tempestivamente comunicata. In questi termini, qualora l’obbligo di *disclosure* non disincentivasse i soci/*empty voter* ad utilizzare il voto “svuotato” per perseguire interessi strettamente personali, i soci eventualmente danneggiati risulterebbero comunque privi di tutela.

Nel concludere il lavoro si intende, infine, cogliere l’occasione per tentare di delineare, sulla scorta di quanto paventato dalla dottrina⁷⁴⁰, i tratti essenziali di un sistema di *disclosure* che potrebbe garantire, in entrambi gli ordinamenti, una migliore tracciabilità della *decoupling* “sintetica”, con l’obiettivo inoltre di regolarla.

In particolare, questo ruoterebbe attorno a due “pilastri principali”: l’uno volto a “catturare” i soli di derivati di *equity cash-settled* con funzione “*acquisitiva*”⁷⁴¹ (o meglio “proprietaria”, dato l’esercizio informale del “proprietario occulto” degli stessi diritti di cui gode un azionista), e l’altro teso a circoscrivere la *disclosure*

⁷⁴⁰ In particolare, ci si riferisce alle proposte formulate in SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 287 – 291; GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 423 – 429; COHEN, J. (2008), *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, pp. 253 – 257

⁷⁴¹ Così definitivi in GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pag. 427

dei derivati ai soli soci (*empty voters*) che vogliono esercitare i propri diritti di *voice* (“svuotati”).

Si prendono, quindi, le distanze da euristiche proposte volte a prevedere un'estensione *incondizionata* degli obblighi di *disclosure* a tutte le *posizioni lunghe e corte* assunte attraverso i derivati azionari *cash-settled*. Ciò che sostanzialmente si vuole evitare è di “demonizzare” il ricorso a tali strumenti finanziari *tout court*. Infatti, seppur possa sembrare, di primo acchito, la soluzione più “semplice”, una “*indistinta presunzione di “colpevolezza di ogni derivato azionario, compresi i cash settled”*”⁷⁴² comporterebbe – secondo la dottrina – “*un costo sociale, in termini di penalizzazione degli operatori e di depressione del mercato, [...] veramente eccessivo*”⁷⁴³.

Così, venendo ora al *primo pilastro*, la soluzione qui proposta muove da quella delineata da E. Girino⁷⁴⁴, a cui già si è fatto riferimento nel corso del terzo capitolo⁷⁴⁵. In particolare, dovrebbe essere soggetto agli obblighi di *disclosure* solamente il soggetto che assuma una *posizione lunga* in un derivato *cash-settled* con l'obiettivo – non di “*pervenire all'acquisizione del [mero] differenziale*”⁷⁴⁶, bensì – di sfruttare le caratteristiche “dissociative” dello stesso per (i) “*acquistare a scopo di detenzione del relativo sottostante*”⁷⁴⁷ (come, ad esempio, nel caso di creazione di una “riserva” nascosta al mercato), e/o (ii) esercitare informalmente il diritto di voto. In tal modo, oltre a snellire l'ammontare di comunicazioni delle *posizioni lunghe* (la cui conoscenza potrebbe risultare essere, talvolta, del tutto irrilevante per l'emittente e l'Autorità di Vigilanza), si eviterebbe, ad esempio, la suddetta problematicità della confusione tra meri speculatori e veri “proprietari occulti” interessati a concludere operazioni societarie.

⁷⁴² Ibid., pag. 428

⁷⁴³ Ibid.

Per un'analisi sui cc.dd. *compliance costs* relativi all' “[...] *introduction of new disclosure obligations*” si rimanda a RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, pp. 1094 – 1095

⁷⁴⁴ GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, pp. 423 – 429

⁷⁴⁵ Si rimanda in particolare al par. 3.3.2

⁷⁴⁶ Ibid., pag. 427

⁷⁴⁷ Ibid.

Il *secondo pilastro*, invece, prende le basi da quanto paventato da G. Sandrelli⁷⁴⁸. Nello specifico, si richiederebbe “*ai soci che si registrano per l’intervento e il voto in assemblea*”⁷⁴⁹ di comunicare, alla *record date*, “*il possesso di posizioni corte (generate [...] da strumenti finanziari derivati) in grado di ridurre l’esposizione economica corrispondente alle azioni con le quali si effettua la registrazione*”⁷⁵⁰. Inoltre, riprendendo il modello statunitense introdotto nel 2009 nel *Delaware Code*⁷⁵¹, il socio/*empty voter* registrato dovrebbe comunicare, alla seconda data scelta statutariamente (quanto più possibile vicina al giorno dell’adunanza), “*ogni rilevante variazione di tale esposizione economica*”⁷⁵² nonché “*l’acquisto di ulteriori posizioni corte*”⁷⁵³. In tal modo, l’obbligo di *disclosure* delle *posizioni corte* in derivati graverebbe solamente in prossimità del concreto momento in cui il “voto vuoto” può risolversi in situazioni patologiche, ossia la riunione assembleare.

Ciononostante, nell’ordinamento statunitense si riproporrebbe la questione dell’inadeguatezza dei limiti imposti dai *fiduciary duties*. Per cui, per completare il delineato *puzzle* normativo, parrebbe opportuno – secondo quanto proposto da J. Cohen⁷⁵⁴ – che il legislatore delineasse “*a private right of action under which shareholders harmed by the negative voting of another entity can sue that entity*”⁷⁵⁵. In particolare, sul socio danneggiato graverebbe l’onere di provare (i) che il convenuto fosse un *empty voter* e (ii) che lo stesso abbia esercitato il diritto di voto in modo da danneggiarlo⁷⁵⁶.

Da ultimo è d’uopo ricordare come, con riferimento al solo sistema regolamentare italiano in realtà, una soluzione alle problematiche riscontrate, *de iure condito*, nella *decoupling* “sintetica” potrebbe essere stata già offerta dal recentissimo

⁷⁴⁸ SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pp. 287 – 291

⁷⁴⁹ Ibid., pag. 287

⁷⁵⁰ Ibid.

⁷⁵¹ In argomento, DE LUCA, N. (2010) *Titolarità vs legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, pag. 315

⁷⁵² In questi termini, SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, pag. 288

⁷⁵³ Ibid.

⁷⁵⁴ COHEN, J. (2008), *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, pp. 253 – 257

⁷⁵⁵ Ibid., pag. 254

⁷⁵⁶ Ibid.

Decreto Fiscale, introduttivo del nuovo art. 120, c.4-*bis* TUF, di cui tuttavia, si attende ancora l'attuazione – auspicata dalla dottrina⁷⁵⁷ – da parte della Consob⁷⁵⁸.

⁷⁵⁷ SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, pag. 201

⁷⁵⁸ Si rimanda a quanto detto nel par. 3.6 del capitolo III.

BIBLIOGRAFIA

DOTTRINA

ABRIANI, N. e SANTOSUOSSO, D. (2007), *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in Riv. dir. soc., fasc. 4

ALVARO, S., CIAVARELLA, A., D'ERAMO, D. e LINCIANO, N. (2014), *La deviazione del principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici Consob, n. 5

AGGARWAL, R., SAFFI, P. A. C., STURGESS, J. (2014), *The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market*, in Journal of Finance, Forthcoming

ANABTAWI, I. e STOUT, L. (2008), *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in Stanford Law Review, vol. 60, issue 5

ANGELICI, C. (1985), *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in Riv. dir. comm., fasc. 5 – 8

ANNUNZIATA, F. (2010), *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in Giur. comm., fasc. 4

ANSON, M. J. P., FABOZZI, F. J. e JONES, F. J. (2011), *The handbook of tradition and alternative investment vehicle: investment characteristics and strategy*, Wiley: Hoboken, New Jersey

ARDIZZONE, L. (2009), *Il rapporto promosso dalla Autorité des marchés financiers sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in Riv. soc., fasc. 1

ARNETT III, G. W. (2011), *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchange and OTC Markets*, Wiley: Hoboken, New Jersey

ATANASOV, V., BLACK, B. e CICCOTELLO, C. S. (2011), *Law and Tunneling*, in Journal of Corporation Law, vol. 37: 1

- BALZOLA, S. (2013), *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs. 18 luglio 2012, n. 91)*, in Banca Borsa e tit. cred., fasc. 6
- BARCELLONA, E. (2012), *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in Banca borsa tit. cred., fasc. 5
- BARCELLONA, M. (2014), *I derivati e la causa negoziale – I – L’ “azzardo” oltre la scommessa: i derivati speculativi, l’eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in Contr. impr., fasc. 3
- BARRY, J.M., HATFIELD, J.W., KOMINERS, S.D. (2012), *On derivatives markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership*, in The Becker Friedman Institute, Working Paper Series, n. 2012-011
- BEBCHUK, L. A. (2005), *The case for Increasing shareholder power*, in Harvard Law Review, vol. 118, n. 3
- BEBCHUK, L. A., COHEN, A. e HIRST, S. (2017), *The Agency Problems of Institutional Investors*, in Harvard John. M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper n. 930
- BERTACCINI, D. (2009), *To disclose or not to disclose? CSX corp., total return and their implications for Schedule 13D filing purposes*, in Cardozo Law Review, vol. 31: 267
- BETTIS, J. C., BIZJAK, J. M. e LEMMON, M. L. (2001), *Managerial ownership, incentive contracting, and the use of zero-cost collars and equity swap by corporate insiders*, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 36, n. 3
- BLACK, F. e SCHOLES, M. (1973), *The pricing of options and corporate liabilities*, in The Journal of Political Economy, vol. 81, n. 3
- BOCHICCHIO, F. (2009), *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in Contr. impr., fasc. 2

- BONAFINE, A. (2017), *La legittimazione e l'interesse ad agire nelle vicende di impugnazione delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, in Riv. trim. dir. proc. civ., fasc. 4
- BORAK, D. e BENOIT, D. (2016), *Democrats Take Aim at Activist Investors*, in Wall Street Journal, (<https://www.wsj.com/articles/democrats-take-aim-at-activist-investors-1458251491>)
- BOUZOUBAA, M. (2014), *Equity derivatives explained*, Palgrave Macmillan: Houndmills, Basingstoke, Hampshire
- BRATTON, W. W. e McCAHERY, J. A. (2015), *Institutional investor activism: hedge fund and private equity, economics and regulation*, Oxford University Press: New York
- BURKART, M. e LEE, S. (2007), *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, in European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, n. 176
- BUSANI, A. e SAGLIOCCA, M. (2014), *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in Società, fasc. 10
- BUSI, C. A. (2007), *Assemblea e Decisioni dei Soci nelle Società per Azioni e nelle Società a Responsabilità Limitata*, CEDAM: Padova
- BRAGANTINI, S. (2005), *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, (<https://www.lavoce.info/archives/23182/se-lequity-swap-dribbla-la-comunicazione/>)
- BRAV, A. e MATHEW, R. D. (2011), *Empty voting and the Efficiency of Corporate Governance*, in Journal of Financial Economics, vol. 99, n. 2
- BRAV, A., HEATON, J. B. e ZANDBERG, J. (2018), *Failed anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act*, in The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law, vol. 11, issue 2
- BROCKHAUS, O. (2016), *Equity derivatives and hybrids: markets, models and methods*, Palgrave Macmillan: Londra

- BRUNO, N. A. (2001), *La giurisprudenza sul diritto agli utili del socio di società per azioni*, in Archivio Ceradi Luiss
- BRUNO, S. (2012), *Il ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, CEDAM: Padova
- CALVOSA, L. (2011), *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in RDS, fasc. 2
- CAMILLETTI, F. (1997), *Convenzioni di voto e conflitto di interessi*, in Giur. comm., fasc. 1
- CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 2: diritto delle società*, UTET Giuridica: Torino
- CAMPOBASSO, G. F. (2015), *Diritto commerciale 3: contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, UTET Giuridica: Torino
- CAPUTO NASSETTI, F. (1997), *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, Giuffrè Editore: Milano
- CAPUTO NASSETTI, F. (2007), *I contratti finanziari derivati*, Giuffrè Editore: Milano
- CAPUTO NASSETTI, F. (2013), *Strumenti finanziari derivati*, in Enciclopedia del Diritto, Annali VI, Giuffrè Editore: Milano
- CARRIERE, P. (2008), *Le operazioni di portage azionario: tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Giuffrè Editore: Milano
- CASTAGNINO, J.P. (2009), *Derivatives: the key principles*, Oxford University Press Inc.: New York
- CESR (2010), *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_1215b.pdf)
- CHIAPPETTA, F. (2017), *Diritto del Governo Societario*, CEDAM: Padova

- CHISHOLM, A. M. (2010), *Derivatives Demystified: a step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options*, Wiley: Hoboken, New Jersey
- CIAN, M. e PROVASI, L. (2015), *Art. 2347 – Indivisibilità delle azioni*, in *Delle società Dell'azienda Della concorrenza artt. 2247 – 2378*, (a cura) di Santosuosso, D. U. in *Commentario al Codice Civile* diretto da Gabrielli, E., UTET Giuridica: Torino
- CIAN, M. (2015), *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, n. 7 – 8
- CINCOTTI, C. (2008), *OPA obbligatoria e operazioni di prestito di titoli*, commento a Comunicazione Consob n. DEM/7091047, 11 ottobre 2007, in *Giur. comm.*, fasc. 5
- CLARK, R. C. (1979), *Vote Buying and Corporate Law*, in *Case Western Reserve Law Review*, vol. 29, issue 4
- CLOTTENS, C. (2012), *Empty voting: a European perspective*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 9, issue 4
- COHEN, J. (2008), *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, in *Harvard Journal on Legislation*, vol. 45, n. 1
- COMMISSIONE EUROPEA (2010), *Consultation Document on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, (https://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf)
- CONAC, P. H. (2012), *Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive*, in *The European Financial Market in Transition*, (edited by) Birkmose, H. S., Neville M. e Sørensen, K. E., Kluwer Law International BV

CONSOB (2002), *Comunicazione n. DEM/2010342 del 14-2-2002*, (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2002/c2010342.htm>)

CONSOB (2006), *Notiziario settimanale - anno XII - N° 7 - 13 febbraio 2006*, (http://www.consob.it/web/area-pubblica/newsletter/documenti/news/2006/anno_xii_n-7_13_febbraio_2006.htm?hkeywords=&docid=1&page=0&hits=3&nav=true)

CONSOB (2008), *Recepimento della direttiva 2004/109/CE (Transparency) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori immobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE*, (http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione_20080707.pdf/6481309b-6fbf-468a-984f-02640176fa5f)

CONSOB (2009), *Position paper Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, (http://www.consob.it/documents/11973/219974/position_paper_derivati_20091008.pdf/1c6f25c2-83d2-44ca-8c71-43ea06ce15e6)

CONSOB (2010), *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Primo documento di consultazione*, (http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20101006.htm?hkeywords=&docid=23&page=1&hits=183&nav=true)

CONSOB (2010), *Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria*, (file:///C:/Users/HP/Downloads/consultazione_emittenti_20101006_all_5.pdf)

CONSOB (2011), *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Secondo documento di consultazione*,

(http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20110218.htm?hkeywords=&docid=16&page=1&hits=183&nav=true)

CONSOB (2011), *Esiti della consultazione sul Position Paper in materia di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni-concluse-old>)

CONSOB (2011), *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d-ter del TUF*, (<http://www.consob.it/documents/46180/46181/puntoC-esiti.pdf/71c847b6-5722-4d7e-a758-722f31378f9e>)

CONSOB (2016), *Relazione Illustrativa delle conseguenze sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, derivanti dalle modifiche apportate al regolamento emittenti per il recepimento della Direttiva 2013/50/UE (Transparency) e in attuazione delle disposizioni introdotte con il decreto legislativo n. 25/2016*, (http://www.consob.it/documents/46180/46181/relaz_impatto.pdf/04584506-b76e-49e9-9444-06d51e5eef0d)

CONSOB (2016), *Esiti della consultazione relativa alle modifiche al regolamento emittenti per il recepimento della Direttiva Transparency in materia di assetti proprietari*, (http://www.consob.it/documents/46180/46181/esiti_cons_20160530.pdf/fb6d6d25-6786-48b9-928f-dea591c0132c)

CONSOB (2017), *Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in CFD e opzioni binarie*, (http://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/comunicazione-consob-a-tutela-dei-risparmiatori-sui-rischi-legati-a-investimenti-in-cfd-e-opzioni-binarie/10194)

CONSOB (2019), *Documento di consultazione relativo alle proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria*, (file:///C:/Users/HP/Downloads/consultazione_emittenti_20190627%20(4).pdf)

COTTINO, G. (1958), *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Giuffrè Editore: Milano

COTTINO, G. (1976), *Diritto commerciale vol. I*, CEDAM: Padova

ČULINOVIĆ-HERC, E. e ZUBOVIĆ, A. (2015), *Tackling empty voting in the EU: the shareholders' rights directive and the revised transparency directive*, in *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, vol. 11:1

CUNNINGHAM, K. C. (2008), *Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments*, *NYU Annual Survey of American Law*, vol. 64: 293

DE LUCA, N. (2010), *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 2

DE LUCA, N. (2010) *Titolarità vs legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, fasc. 2

DE LUCA, N. (2017), *European company law: text, cases and materials*, Cambridge University Press: New York

DE NARDIS, E. e TONELLO, M. (2010), *Know your shareholders: the use of cash-settled equity derivatives to hide corporate ownership interests*, in *Conference Board Director Notes n. DN-009*

DE NOVA, G. (2009), *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, fasc. 3

DE NOVA, G. (2009), *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, fasc. 2

DE NOVA, G., FUSCO, E., GIRINO, E., PORTALE, G. B., PORTIOLI, G., ONADO, M., RIMINI, E. (2010), *Quale futuro per i derivati finanziari?*, nel Dibattito presso la Borsa Italiana S.p.A. in concomitanza con la presentazione della II edizione del volume "I contratti derivati" di Emilio Girino,

(https://www.ghidini-associati.it/testi/Quale_futuro_per_i_derivati_finanziari_Trascrizione_Dibattito.pdf)

DI ROSA, S. S. S., MERES, M. A. (2014), *Gli strumenti finanziari derivati*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, (a cura) di Amorosino, S., Giuffrè Editore: Milano

DENOZZA, F. (2010), *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Giuffrè Editore: Milano

DENOZZA, F. (2011), *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, (a cura di) A. Paciello, Jovene Editore: Napoli

DIALTI, F. (2006), *Equity swaps e obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. internaz.*, fasc. 2

DIBADJ, R. (2008), *Networks of Fairness Review in Corporate Law*, in *San Diego Law Review*, vol. 45: 1

DI SABATO, F. (2011), *Diritto delle società*, Giuffrè Editore: Milano

DONAHUE, S. M. (2010), *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 4, issue 2

DOSHI, S. H. (2019), *The Timing of Schedule 13D*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*

DUFFIE, D., GARLEANU, N. e PEDERSEN, L. H. (2002), *Securities Lending, Shorting, Pricing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 66: 307

EASTERBROOK, F. H. e FISCHER, D. R. (1983), *Voting in Corporate Law*, in *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, issue 2

EASTERBROOK, F. H. e FISCHER, D. R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press: Cambridge

- EASTERBROOK, F. (2002), *Derivative securities and corporate governance*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 69, issue 3
- ENRIQUES, L. e GATTI, M. (2014), *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, in *European Corporate Governance Institute, Working Paper Series in Law*, n. 264
- EREDE, M. (2012), *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 tit. cred.*, fasc. 1
- EREDE, M. e SANDRELLI, G. (2013), *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.*, fasc. 5
- EREDE, M. (2013), *Fenomenologia dell'empty voting: i risultati di una nuova ricerca condotta dall'ESMA*, in *Riv. soc.*, fasc. 1
- ESMA (2011), *Call for evidence: empty voting*, (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_288.pdf)
- ESMA (2013), *Contracts for Difference (CfDs)*, (<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>)
- ESMA (2014), *Draft regulatory standards on majority shareholdings and indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised transparency directive*, (<https://www.esma.europa.eu/document/draft-regulatory-technical-standards-major-shareholdings-and-indicative-list-financial>)
- ESMA (2018), *ESMA adopts final product intervention measures on CFDS and Binary Options*, (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-adopts-final-product-intervention-measures-cfds-and-binary-options>)
- ESMA (2019), *ESMA to renew restriction on CFDS for a further three months from 1 May 2019*, (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-renew-restrictions-cfds-further-three-months-1-may-2019>)

- FAUCEGLIA, F. (2012), *Art. 106 Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura) di Fratini, M. e Gasparri, G., UTET Giuridica: Torino
- FLETCHER, W. M. (2000), *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, e-book in Westlaw online
- FERRARINI, G. (1993), *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I Derivati Finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, (a cura) di Riolo, F., Edibank: Milano
- FERRARINI, G. (2002), *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, fasc. 2 – 3
- FERRARINI, G. (2007), *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, (a cura di) Balzarini, P., Carcano, G. e Ventoruzzo, M., Giuffrè Editore: Milano
- FERRARINI, G., GIUDICI, P. e SAGUATO, P. (2010), *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, in *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, fasc. 1
- FERRARINI, G. (2010), *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail*, in “*Liber Amicorum for Klaus J. Hopt*”, De Gruyter: Berlino
- FINNERTY, J. D. (2005), *Short selling, death spiral convertibles, and the profitability of stock manipulation*, (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687282)
- FISCH, J. E. (2006), *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, in Penn Law: Legal Scholarship Repository, Paper n. 1043
- FORD, C. e LIAO, C. (2010), *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in *Seattle University Law Review*, vol. 33, issue 4
- FURGIUELE, L. (2011), *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, *Riv. dir. comm.*, fasc. 1
- FREER, R. D. (2016), *The law of corporations in a nutshell*, West Academic Publishing

- GAETA, M. M. (2010), *Maggiore tutela agli azionisti delle società quotate*, in *Giur. mer.*, fasc. 9
- GAMBINO, A. (1987), *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Giuffrè Editore: Milano
- GAUGHAN, P. A. (2017), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley: Hoboken, New Jersey
- GIGLIA, K. (2016), *A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13G/13D filings*, in *Columbia Law Review*, vol. 116, n. 1
- GIUDICI, P. (2012), *Art. 120 Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in *Il Testo Unico della Finanza* (a cura) di Fratini, M. e Gasparri, G., UTET Giuridica: Torino
- GIUDICI, P. (2014), *Contratti derivati e altri contratti di investimento*, in *Trattato dei contratti V: mercati regolati*, (a cura) di Roppo, V., Giuffrè Editore: Milano
- GIRINO, E. (2000), *Il negozio indiretto applicato al contratto di swap*, commento a Trib. Milano 27/03/2000, in *Contr.*, n. 8 – 9
- GIRINO, E. (2001), *I contratti derivati*, Giuffrè Editore: Milano
- GIRINO, E. (2010), *I contratti derivati*, Giuffrè Editore: Milano
- GIRINO, E. (2012), *Strumenti derivati: capirli, gestirli, governarli*, intervento a Tavola Rotonda Assofinance su “i derivati e la finanza pubblica” – Convegno “Operatori finanziari in piazza”, Pavia, (<http://www.derivati.info/intervento-dellavvocato-emilio-girino-su-strumenti-derivati-capirli-gestirli-governarli/>)
- GUERRERA, F. (2002), *Abuso del voto e controllo “di correttezza” sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, fasc. 1
- GUERRERA, F. (2004), *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Giappichelli Editore: Torino
- GUERRERA, F. (2017), *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, fasc. 2

- GUIZZI, G. (2011), *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in RDS, fasc. 1
- GUO, J. M., GANG, J., HU, N. e UTHAM, V. (2018), *The role of derivatives in hedge fund activism*, in Quantitative Finance, vol. 18, n. 9
- GREENE, E. F., SILVERMAN, L. N., BRAVERMAN, D. A., SPERBER, S. R., GRABAR, N. e FLEISHER, A. E. (2005), *U.S. Regulation of International Securities and Derivatives Markets*, Wolters Kluwer Law and Business: New York
- HAAS, S. M. (2009), *SEC resolves empty voting action involving King-Mylan merger*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation
- HARDING, P. C. (2010), *Mastering the ISDA master agreements (1992 and 2002): a practical guide for negotiation*, Financial Times Prentice Hall: New York
- HAZEN, T. L. (2019), *Law of securities regulation scope information*, e-book in Westlaw
- HOLBER, T. E. (2012), *Full of Hot Air? Evaluating the Airgas Court's Reservations About Shareholders' Short-Term and Long-Term Interests in Takeovers*, in Fordham Journal of Corporate and Financial Law (Westlaw), vol. 18, n. 1
- HOWELL, E. (2016), *Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis*, in Journal of Corporate Legal Studies, vol. 16, issue 2
- HU, H. T. C. (1989), *Swaps, the modern process of financial innovation and the vulnerability of a regulatory paradigm*, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 138: 333
- HU, H. T. C. (1991) *New financial products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in Texas Law Review, vol. 69, n. 6

- HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, Sothern California Law Review, vol. 79, n. 4
- HU, H. T. C. e BLACK, B. (2006), *Empty voting and hidden (morphable) ownership: taxonomy, implications and reforms*, in The Business Lawyer, vol. 61: 1011
- HU, H. T. C. e BLACK, B. (2007), *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, in Journal of Corporate Finance, Forthcoming
- HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, in European Financial Management, vol. 14, n. 4
- HU, H. T. C. e BLACK, B. (2008), *Equity and decoupling and empty voting II: importance and extensions*, in University of Pennsylvania Law Review, vol. 156, n. 3
- HU, H. T. C. (2015), *Financial innovation and governance mechanism: the evolution of decoupling and transparency*, in The Business Lawyer, vol. 70, n. 2
- HUDSON, A. (1996), *The Legal Aspect of Financial Derivatives*, in Business Law Review, vol. 17, issue 10
- HULL, J. C. (2018), *Opzioni, futures e altri derivati*, edizione italiana (a cura) di Barone, E., Pearson Italia: Milano, Torino
- ISLA (2010), *Global Master Securities Lending Agreement*, (<https://www.ird.gov.hk/eng/pdf/appsbla/gmsla2010.pdf>)
- JAEGER, P. G., GAMBINO, A., COSTI, R., CORSI, F. (1996), *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, nota a Cass. n. 11151/1995, in Giur. comm., fasc. 3
- JAEGER, P. G. (1997), *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*, nota a Cass. 9191/1996, in Giur. comm., fasc. 3

- JAEGER, P. G. (2000), *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, fasc. 6
- KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2007), *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 155, n. 5
- KAHAN, M. e ROCK, E. B. (2009), *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in *The Georgetown Law Journal*, vol. 96: 1227
- KAT, H. M. (2001), *Structured equity derivatives: the definitive guide to exotic options and structured notes*, Wiley: New York
- KATZ, J. J. (2006), *Barbarians at the ballot box: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy*, in *Cardozo Law Review*, vol. 28, issue 3
- KIRCHNER, T. (2016), *Merger arbitrage: how to profit from global event-driven arbitrage*, Wiley: Hoboken, New Jersey
- KOLB, R. W. e OVERDHAL, J. A. (2002), *Financial Derivatives*, Wiley: Hoboken, New Jersey
- KOSSOV, I. (2014), *SEC Is Not Prioritizing Rule 13(d) Reform, Commissioner Says*, (<https://www.law360.com/articles/583856/sec-not-prioritizing-rule-13-d-reform-commissioner-says>)
- KRAAKMAN, R. e BLACK, B. (1996), *A Self – Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harvard Law Review*, vol. 109: 911
- KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTING, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W. G. e ROCK, E. (2017), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press: New York
- LEVY, S. M. (2019), *Regulation of securities: SEC answer book*, Wolters Kluwer: New York
- LIPTON, M. (2019), *Dealing with activist hedge funds and other activist investors*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*

- LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2010), *Partecipazioni rilevanti in società quotate: verso la trasparenza delle posizioni in derivati cash-settled*, in *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, fasc. 1
- LO PO', L. A. e PORCHIA, I. (2012), *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Soc.*, fasc. 6
- LO PO', L. A. e STOPPELLO, F. (2014), *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, in *Soc.*, fasc. 3
- LO PO', L. A. (2016), *Cash-settled corporate equity derivatives. The relationship between disclosure rules and decoupling phenomena*, in *Dir. banc.*, fasc. 2
- LUPOI, A. (2008), *L'interposizione finanziaria*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè: Milano
- LUPOI, A. (2010), *Total return equity swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura) di Lener, R. e Gabrielli, E, UTET giuridica: Torino
- MAFFEIS, D. (2011), *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 5
- MAUGERI, M. (2011), *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, fasc. 1
- MAURA, A. (2017), *Il contratto di riporto e il contratto di prestito titoli*, in *I singoli contratti: tipici e atipici nell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, (a cura) di Clarizia, R. e Cassano, G. (2017), Giuffrè Editore: Milano
- MARAIS, D. (2015), *Decoupling voting rights from economic interest: the case of empty and negative voting*, in *Trinity College Law Review*, vol. 18: 180
- MARTIN, S. e PARTONY, F. (2005), *Encumbered Shares*, in *University of Illinois Law Review*, vol. 2005, n. 3
- MASTROPAOLO, E. M. (2008), *Strumenti finanziari derivati*, in *Digesto, Pluris*
- MELKA, L. e SHABI, A. (2013), *Merger arbitrage: a fundamental approach to even-driving investing*, Wiley: New York
- MESSINEO, F. (1973), *Il contratto in genere*, Giuffrè Editore: Milano

- MILLER, M. H. (1986), *Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, n. 4
- MIRVIS, T. (2011), *CSX case highlights need for SEC action on derivatives*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*
- MONGA, A. (2006), *Using derivatives to manipulate the market for corporate control*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 12, issue 1
- NAZARETH, A. L. (2011), *SEC adopts rule on beneficial ownership of security-based swaps*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*
- NANNI, L. (1990), *L'interposizione di persona*, CEDAM: Padova
- OTTIERI, L. (2004), *Appunti in tema di leasing di titoli azionari*, in *Not.*, fasc. 4
- PAYNE, J. (2012), *The regulation of short selling and its reform in Europe*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 13, n. 3
- PISANI MASSAMORMILE, A. (2004), *Minoranze "Abusi" e Rimedi*, Giappichelli Editore: Torino
- PORTALE, G. B. (1999), «*Minoranze di blocco*» e *abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «Gouvernement Des Juges» ?*, in *Europa e diritto privato*, fasc. 1
- PREITE, D. (1993), *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, (a cura di) Colombo, G. E. e Portale, G. B., UTET Giuridica: Torino
- PRESUTTI, M. (2008), *La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso nella vendita a termine iniziale di azioni*, in *Riv. not.*, fasc. 4
- RAMIREZ, J. (2011), *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley: Chichester, West Sussex
- REBECCA, G. e BAGGIO, F. (2005), *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e quote*, Giuffrè Editore: Milano

- REED, A. V. (2013), *Short Selling*, in Annual Review of Financial Economics, vol. 5: 245
- RENNEBOOG, L e SZILAGYI, P. G. (2010), *Shareholder activism through the proxy process*, in European Corporate Governance Institute, Working Paper Series in Finance, n. 275
- RINGE, W. G. (2013), *Hedge funds and risk decoupling: the empty voting problem in European Union*, in Seattle University Law Review, vol. 36, issue 2
- RINGE, W. G. (2016), *The deconstruction of equity: activist shareholders, decoupled risk, and corporate governance*, Oxford University Press: Oxford
- RISALITI, G. (2008), *Gli strumenti finanziari nell'economia delle aziende*, Giuffrè Editore: Milano
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D. (2013), *Fundamentals of corporate finance*, McGraw-Hill/Irwin: New York
- ROSS SORKIN, A. (2004), *Icahn accuses a hedge fund of stock manipulation*, New York Times (<https://www.nytimes.com/2004/12/13/business/icahn-accuses-a-hedge-fund-of-stock-manipulation.html>)
- ROSSI, G. (1990), *Le condizioni del closing*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, (a cura di) Bonelli, F. e De Andrè, M., Giuffrè Editore: Milano
- ROSSI, G. (2008), *Il mercato d'azzardo*, Adelphi Edizioni: Milano
- RUGGIERO, E. e BRUNO, S. (2011), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, Wolters Kluwer Law & Business
- SACCHI, R. (2012), *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della direttiva azionisti*, in Giur. comm., fasc. 1
- SANDRELLI, G. (2008), *Equity swap e "proprietà nascosta" al vaglio della giurisprudenza americana*, in Riv. soc, fasc. 4
- SANDRELLI, G. (2011), *Derivati azionari e disciplina delle società quotate*, Tesi di Dottorato

- SANDRELLI, G. (2012), *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, in Riv. Soc., fasc. 1
- SANDRELLI, G. (2017), *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Egea: Milano
- SANDRELLI, G. (2018), *Note sulla disciplina “anti-scorrerie”*, Riv. soc., fasc. 1
- SANGIOVANNI, V. (2010), *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in Nuova giur. civ. comm., fasc. 1
- SAUTTER, C. M. (2016), *Tender offers and disclosure: the history and the future of the Williams Act*, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, (edited) by Hill, C. A. e Davidoff Solomon, S., Edward Elgar Publishing
- SARRA, J. (2013), *Equity derivatives and the challenge for Berle’s conception of corporate accountability*, in Seattle University Law Review, vol. 36, issue 2
- SCANNELL, K. (2007), *How borrowed shares swing company votes*, in Wall Street Journal, (<https://www.wsj.com/articles/SB116978080268188623>)
- SCANO, A. D. (2013), *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, in Riv. soc., fasc. 1
- SCHAPIRO, M. L. (1993), *The derivatives revolution and the world financial system*”, nello Speech at the Eight Annual Symposium for the Foundation for Research in International Banking and Finance, (<https://www.sec.gov/news/speech/1993/101493schapiro.pdf>)
- SCHOUTEN, M. C. (2009), *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 15, issue 1
- SCHOUTEN, M. C. (2010), *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper, n. 410
- SCIMEMI, E. (2003), *La Vendita del Voto*, Giuffrè Editore: Milano
- SEC (1991), *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*, [Release Nos. 34-28869; 35-252543 IC-17991; File No. S7-3-91], (<https://www.sec.gov/rules/final/34-28869.pdf>)

SEC (1996), *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*, [Release Nos. 34–37260; 35–26524; IC– 21997; File No. S7–21–94], (parte 1 <https://www.sec.gov/rules/final/37260a.txt>; parte 2 <https://www.sec.gov/rules/final/37260b.txt>)

SEC (1998), *Amendments to Beneficial Ownership Reporting Requirements*, [Release No. 34-39538; File No. S7-16-96], (<https://www.sec.gov/rules/final/34-39538.txt>)

SEC (2008), *Letter from Brian V. Breheny, Deputy Director, Division of Corporation Finance, SEC, to Judge Lewis A. Kaplan, United States District Judge, Southern District of New York*, (<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/CSX-BrianBrehenyLtrToJudgeKaplan.pdf>)

SEC (2009), *SEC Order against Perry*, (<https://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60351.pdf>)

SEC (2010), *SEC votes to seek public comment on U.S. proxy system*, (<https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-122.htm>)

SEC (2010), *Concept Release on the U.S. Proxy System*, [Release Nos. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10], (<https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>)

SEC (2011), *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*, [Release No. 34-64628; File No. S7-10-11], (<https://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64628.pdf#page=30&zoom=100,0,777>)

SENA, G. (1961), *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Giuffrè Editore: Milano

SERGAKIS, K. (2018), *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Palgrave Macmillan: Londra

SHIRREFF, D. (1983), *The way to Any Market*, in *Euromoney*

SMITH, D. G. (2002), *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 55: 1399

- SORACE, A. (2016), *Empty voting e interesse sociale nella moderna società per azioni*, Tesi di Dottorato
- SPORTA CAPUTI, F. (2008), *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, commento a App. Torino 23/01/2008, in Soc., fasc. 9
- SULLIVAN, B. T. (2009), *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, in North Carolina Law Review, vol. 87, n. 4
- STELLA RICHTER, M. Jr. (2011), *Le offerte pubbliche di acquisto: commento agli artt. 101-bis ss. T.U.F., così come modificati dal d.lgs. n. 229/2007, dalla legge n. 2/2009 e dal d.lgs. n. 146/2009*, Giappichelli: Torino
- STRINE Jr., L. E. (2006), *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America*, in Harvard Law Review, vol. 119: 1759
- TENNYSON, P. J. e ZWICKEL, A. L. (2017), *Section 13 reporting by advisers and brokers and section 16 reporting by "insiders" of public companies*, in Insights: The Corporate & Securities Law Advisors, vol. 31: 22
- THOMPSON, R. B. e EDELMAN, P. H. (2009), *Corporate Voting*, in Vanderbilt Law Review, vol. 62: 129
- TIMPANO, E. (2009), *L'interesse sociale fra contrattualismo ed istituzionalismo in relazione al conflitto d'interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, in Riv. not., fasc. 3
- TORRENTE, A. e SCHLESINGER, P. (2017), *Manuale di diritto privato*, Giuffrè Editore: Milano
- TRINCHERA, T., SASSAROLI, G. e MODUGNO, F. (2013), *Manipolazione del mercato e giudizio di accertamento del pericolo concreto: il caso FIAT*, in DPC, (<https://www.penalecontemporaneo.it/d/2498>)
- TUCCI, A. (2013), *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in Banca borsa tit. cred., fasc. 1

- TUFANO, P. (2003), *Financial Innovation*, in *Handbook of Economics of Finance: vol. 1, part. 1*, (edited) by, Constantinides, G. M., Harris, M. e Stulz, R., ELSEVIER B.V.
- VANNESTE, K. (2014), *Decoupling economic rights from voting rights: a threat to the traditional corporate governance paradigm*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 15, issue 1
- VARGIOLU, T, e ROMAGNOLI, S. (2000), *Robustness of the Black-Scholes approach in the case of options on several assets*, in *Finance and Stochastics*, vol. 4, issue 3
- VENTORUZZO, M. (2015), *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, fasc. 3
- VITALI, M. L. (2004), «*Pregiudizio*» degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusioni (nota a ord. Trib. Milano 9 ottobre 2002), in *Riv. dott. comm.*, fasc. 5
- VIVANTE, C. (1914) *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, fasc. 1
- WADDELL, C., NGUYEN, K., EPSTEIN, E., CONTI-BROWN, P., SICILIANO, F. D., GRUNDFEST, J. (2010), *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, in *Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series*, n. 90
- WEI, S. (2013), *Review article: "The foundations and anatomy of shareholder activism"*, in *Hong Kong Law Journal*, vol. 43, n. 1
- WHITE, L. 2009 (revisited 2014), *Mylan Lab's proposed merger with King Pharmaceutical (abridged)*, in *Harvard Business School Cases*
- ZANONI, A. (2009), *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisition: a fiduciary duties perspective*, in *Global Jurist*, vol. 9, n. 4
- ZWICKEL, A. L. e HARRISON, A. M. (2019), *Stay current: SEC reporting obligations under section 13 and section 16 of the Exchange Act* (<https://www.paulhastings.com/docs/default-source/default-document-library/sec-reporting-obligations-under-section-13-and-section-16-of-the-exchange-act.pdf>)

GIURISPRUDENZA ITALIANA

- Corte Costituzionale n. 52 del 18/02/2010*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 2959 del 11/03/1993*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 7030 del 27/07/1994*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 11151 del 26/10/1995*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 9191 del 22/10/1996*, in Giur. comm. (1997), fasc. 3, pp. 237 – 240 (nota di Jaeger, P. G.)
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 15599 del 11/12/2000*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 27387 del 12/12/2005*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 15942 del 17/07/2007*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 15950 del 17/07/2007*, in DeJure
- Corte di Cassazione penale, sez. V, n. 40393 del 15/10/2012*, in Pluris
- Corte di Cassazione penale, sez. I, n. 19915 del 14/05/2014*, in Pluris
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 29792 del 12/12/2017*, in DeJure
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 23927 del 02/10/2018*, in Pluris
- Corte di Cassazione civile, sez. I, n. 14671 del 29/05/2019*, in Pluris
- Corte d'Appello di Torino, 28/05/1974*, in Codice civile commentato Pluris: art. 2373 c.c.
- Corte d'Appello di Torino, 23/01/2008*, in Soc. (2008), fasc. 9, pp. 1103 – 1110, (commento di Sporta Caputi, F.)
- Corte d'Appello di Torino, sez. I pen., 28/02/2013*, in DPR (2013), (https://www.penalecontemporaneo.it/upload/1379932189APPELLO_TORINO_CASO_FIAT.pdf)
- Tribunale di Milano, 27/03/2000*, in Contr. (2000), n. 8 – 9, pp. 777 – 786, (commento di Girino E.)

Tribunale di Milano, 09/10/2002, in Riv. dott. comm. (2004), fasc. 5, pp. 1111 – 1114, (nota di Vitali, M. L.)

Tribunale di Torino, sez. I pen., 18/03/2011, in DPC (2010), (<https://www.penalecontemporaneo.it/upload/Tribunale%20Torino%20Gabetti.pdf>)

Tribunale di Roma Sez. spec. Impresa, n. 6452 del 31/03/2017, in DeJure

GIURISPRUDENZA STATUNITENSE

Citadel Holding Corp. v. Roven, 26 F.3d 960 (United States Court of Appeals, Ninth Circuit 1994), in Westlaw

Crawford v. Cincinnati Bell, Inc. (In re IXC Communications, Inc. Shareholders Litigation), 1999 WL 1009174 (Court of Chancery of Delaware 1999), in Westlaw

Crown EMAK Partners, LLC v. Kurz, 992 A.2d 377 (Supreme Court of Delaware 2010), in Westlaw

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511 (United States District Court, S.D. New York 2008), in Westlaw

CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Management (UK) LLP, 654 F.3d 276 (United States Court of Appeals, Second Circuit 2011) in Westlaw

Dieckmann v. Robyn, 162, 141 S.W. 717 (St. Louis Court of Appeals, Missouri 1911), in Westlaw

Feder v. Frost, 220 F.3d 29, (United States Court of Appeals, Second Circuit, 2005), in Westlaw

Ferraiolo v. Newman, 259 F.2d 342, (United States Court of Appeals Sixth Circuit 1958), in Westlaw

GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709, (United States Court of Appeals, Second Circuit 1971), in Westlaw

Hallwood Realty Partners, L.P. v. Gotham Partners, L.P., 286 F.3d 613, 620 (United States Court of Appeals, Second Circuit, 2002), in Westlaw

Hewlett v. Hewlett Packard Co., 2002 WL 549137 (Court of Chancery of Delaware 2002), in Westlaw

High River Limited Partnership v. Mylan Laboratories, Inc., 353 F. Supp.2d 487, (United States District Court, M.D. Pennsylvania 2005), in Westlaw

Jones v. H.F. Ahmanson & Co., 460 P.2d 464 (Supreme Court of California, In Bank 1969), in Westlaw

Kahn v. Lynch Commc'ns Sys., Inc., 638 A.2d 1110 (Supreme Court of Delaware 1994), in Westlaw

Kurz v. Holbrook, C.A. No. 5019-VCL (Court of Chancery of Delaware 2010),
consultabile al sito:
https://www.potteranderson.com/media/experience/419_Kurz.pdf

Levner v. Saud, 903 F. Supp. 452 (United States District Court, S.D. New York 1994), in Westlaw

Malone v. Brincat, 722 A.2d 5, (Supreme Court of Delaware 1998), in Westlaw

Palmbaum v. Magulsky, 104 N.E. 746 (Supreme Judicial Court of Massachusetts, Suffolk 1914), in Westlaw

Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 95 S.Ct. 2069, (Supreme Court of the United States 1975), in Westlaw

Schreiber v. Carney, 447 A.2d 17 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1982), in Westlaw

SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc., 837 F. Supp. 587 (United States District Court, S.D. New York 1993), in Westlaw

Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Supreme Court of Delaware 1971), in Westlaw

Singer v. Magnavox Co., 380 A.2d 969 (Supreme Court of Delaware 1977), in Westlaw

T-Bar v. Chatterjee, 693 F. Supp. 1 (United States District Court, S.D. New York 1988), in Westlaw

Todd Shipyards Corp. v. Madison Fund, Inc., 547 F. Supp. 1383 (United States District Court, S.D. New York 1982), in Westlaw

Treadway Companies, Inc. v. Care Corp., 638 F.2d 357 (United States Court of Appeals, Second Circuit 1980), in Westlaw

Weinberger v. Bankston, 1987 WL 20182 (Court of Chancery of Delaware, New Castle County 1987), in Westlaw

Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Supreme Court of Delaware 1983), in Westlaw

Woodruff v. Wentworth, 1882 WL 11067 (Supreme Judicial Court of Massachusetts 1882), in Westlaw