

DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il sottoscritto

COGNOME | Sandrelli |

NOME | Giulio |

Matr. | 1195023 |

Titolo della tesi:

Derivati azionari e disciplina delle società quotate |

Dottorato di ricerca in | Diritto dell'impresa |

Ciclo | XXII |

Tutor del dottorando | Chiarissimo prof. Lorenzo Stanghellini |

Anno di discussione | 2011 |

DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
 - tesi di dottorato "*Derivati azionari e disciplina delle società quotate*";
 - di Giulio Sandrelli;
 - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2011;
 - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviare ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Milano, 31 gennaio 2011

F.to Giulio Sandrelli

UNIVERSITÀ COMMERCIALE “L. BOCCONI”

Scuola di Dottorato

Dottorato di ricerca in Diritto dell’impresa

XXII ciclo

Derivati azionari e disciplina delle società quotate

Tesi di dottorato di GIULIO SANDRELLI

Tutor: Ch.mo prof. LORENZO STANGHELLINI

Anno accademico 2009-2010

SOMMARIO

INTRODUZIONE

Il fenomeno globale di “sdoppiamento” della partecipazione azionaria e il suo impatto sull’organizzazione delle società quotate	1
---	---

CAPITOLO 1

Il concetto di partecipazioni “sintetiche” attraverso contratti derivati azionari

1. Premessa.	13
<i>Sezione I. – Il concetto di partecipazione sintetica. Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari cash-settled</i>	
2. Concetto di partecipazione azionaria sintetica.	15
2.1. Partecipazioni sintetiche a partire da fattispecie negoziali tipiche o atipiche. Confronto con le partecipazioni sintetiche costruite attraverso contratti derivati su azioni.	16
3. Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari <i>cash-settled</i>	18
4. Il <i>total return equity swap</i> , con specifico riferimento al modello contrattuale elaborato dall’ISDA.	20
5. Variabili contrattuali di un <i>total return equity swap</i> : in particolare, il moltiplicatore e le <i>valuation dates</i> periodiche.	23
6. <i>(segue)</i> : Trattamento dei dividendi.	24
7. <i>(segue)</i> : Modalità di regolamento.	25
8. Varianti del <i>total return equity swap</i> : in particolare, i <i>contracts for difference</i>	27
9. La costruzione di una partecipazione sintetica attraverso contratti derivati non riconducibili allo <i>swap</i> : in particolare, attraverso contratti aventi “ <i>delta</i> ” pari a uno.	28
10. <i>(segue)</i> : La costruzione di partecipazioni sintetiche attraverso le opzioni:	

opzioni <i>call</i> con prezzo di esercizio nullo... ..	30
11. <i>(segue)</i> : ... e contratti <i>put & call</i> . ..	32

Sezione II. – La copertura delle posizioni “corte” in derivati azionari

12. Il problema della copertura alla luce del diritto societario.	33
13. Copertura delle posizioni “corte”. ..	33
14. Tecniche di “costruzione” dello <i>hedge</i> : il problema dell’oscillazione del prezzo delle azioni sottostanti.	37
15. <i>(segue)</i> : Conseguenze sulla posizione dell’investitore in posizione “lunga”. La determinazione dello <i>hedge unwind period</i>	38

Sezione III. – Derivati e azioni di copertura: illustrazione dei profili problematici sul fronte del diritto societario e dei mercati finanziari

16. Azioni di copertura, diritto societario e diritto dei mercati finanziari.	39
17. Possibile influenza dell’investitore in posizione “lunga” sulla cessione delle azioni di copertura.	40
18. <i>(segue)</i> : (i) Acquisto diretto di azioni, senza adozione della clausola di <i>averaging-out</i>	40
19. <i>(segue)</i> : (ii) Acquisto diretto di azioni, con adozione della clausola di <i>averaging-out</i>	42
20. <i>(segue)</i> : (iii) Combinazione tra copertura mediante stipulazione di altro derivato e acquisti diretti di azioni.	43
21. Possibile influenza dell’investitore in posizione “lunga” sul voto esercitato dall’intermediario in relazione alle azioni di copertura.	44
22. <i>(segue)</i> : (i) Influenza di grado “forte”: esistenza di accordi sul voto.	44
23. <i>(segue)</i> : (ii) Influenza di grado “intermedio”: spontaneo allineamento dell’intermediario ai <i>desiderata</i> della controparte.	45
24. <i>(segue)</i> : (iii) Influenza di grado “debole”: l’intermediario si astiene dall’esercizio	

	del voto in relazione alle azioni oggetto di copertura.	45
25.	Le clausole contrattuali relative al trattamento degli strumenti di copertura (con particolare riferimento al modello (ISDA)	46

CAPITOLO 2

Derivati azionari, partecipazioni sintetiche e “proprietà occulta”: una ricognizione degli episodi più rilevanti

1.	Premessa. La proprietà azionaria “occulta” come fenomeno solo apparentemente unitario.	49
2.	Proprietà occulta come strumento di “attivismo” degli investitori professionali (con particolare riferimento al caso CSX/TCI).	51
	2.1. Il ruolo dei contratti derivati nell’ambito delle strategie “attiviste”. Incremento del rendimento dell’investimento.	54
	2.2. (<i>segue</i>): Pressioni nei confronti del <i>management</i>	55
	2.3. (<i>segue</i>): Esercizio “occulto” del voto sulle azioni di copertura.	56
	2.4. (<i>segue</i>): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni.	57
	2.5. (<i>segue</i>): Sintesi.	58
3.	Proprietà occulta come strumento per agevolare il successo di offerte pubbliche d’acquisto ostili (con particolare riferimento ai casi Schaeffler/Continental e Porsche/Volkswagen).	60
	3.1. Ruolo dei contratti derivati nel quadro di una scalata ostile. Incremento del rendimento dell’investimento.	66
	3.2. (<i>segue</i>): Sorpresa nei confronti del mercato e dell’emittente.	67
	3.3. (<i>segue</i>): Esercizio “occulto” del voto sulle azioni di copertura.	68
	3.4. (<i>segue</i>): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni.	69
	3.5. (<i>segue</i>): Sintesi.	70
4.	Altri impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche d’acquisto volontarie.	72
5.	Impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche obbligatorie.	73
	5.1. Il caso Brierely/Fairfax.	76
	5.2. (<i>segue</i>): Il caso Ifil/Exor.	77
	5.3. (<i>segue</i>): Possibili elusioni dell’obbligo di offerta.	80

6.	Impieghi di partecipazioni sintetiche da parte dell'emittente, di esponenti aziendali e soci rilevanti. In particolare: la reazione a offerte pubbliche d'acquisto ostili.	81
6.1.	(segue): Il caso Perry/Rubicon.	81
6.2.	(segue): Il ruolo dei derivati.	83
7.	Effetto dello <i>hedge</i> in funzione puramente speculativa.	84
8.	Considerazioni conclusive.	86

CAPITOLO 3

Derivati azionari, partecipazioni sintetiche e strategie di "proprietà occulta" nella disciplina vigente

1.	Premessa.	91
----	----------------	----

Sezione I. – Derivati azionari e "proprietà occulta" nella disciplina della trasparenza degli assetti proprietari: il modello statunitense ed europeo a confronto

2.	<i>Equity swaps</i> e partecipazioni sintetiche nella riflessione giuridica nordamericana.	93
3.	I derivati <i>cash-settled</i> nella disciplina comunitaria sulla trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate.	97
3.1.	La direttiva <i>Transparency</i> non mira alla trasparenza degli investimenti "puramente economici" negli emittenti quotati.	98
3.2.	La direttiva <i>Transparency</i> non pone obblighi di comunicazione in capo a chi sia in grado di influenzare l'esercizio del voto da parte del suo titolare, in assenza di accordo con questi.	100
3.3.	La direttiva <i>Transparency</i> non impone la comunicazione delle posizioni "lunghe" in contratti derivati con regolamento in contanti <i>sub specie</i> di "partecipazioni potenziali".	105

Sezione II. – I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari.

4.	I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari.	107
5.	Tra proprietà “sostanziale” e proprietà “economica”: il concetto di «partecipazione» nella disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari. «Partecipazione» in relazione alla disponibilità del diritto di voto	108
5.1.	(segue): ... e «partecipazione» in relazione a indici <i>diversi</i> dalla disponibilità del diritto di voto.	111
5.2.	(segue): La disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti non mira alla trasparenza degli investimenti “puramente economici”, incluse le partecipazioni sintetiche da contratti derivati.	113
6.	Le partecipazioni sintetiche non costituiscono neppure partecipazioni potenziali <i>ex art.</i> 119 reg. em.	116
7.	Non «partecipa», in via diretta, nell’emittente il titolare di una posizione “lunga” in grado di orientare l’esercizio del voto spettante alla controparte.	118
8.	Partecipazione sintetica e influenza sul voto come ipotesi di partecipazione indiretta nell’emittente. Il concetto di partecipazione indiretta nell’art. 118, comma 3, reg. em.	120
8.1.	(segue): Conseguenze derivanti dall’adesione all’interpretazione “intermedia” in materia di partecipazione indiretta.	129
8.2.	(segue): Le partecipazioni sintetiche collegate a derivati <i>cash-settled</i> non costituiscono, quindi, di regola, «partecipazioni indirette». Il problema dell’influenza sull’esercizio del voto.	131
8.3.	(segue): Il problema della cessione del sottostante dopo lo scioglimento del contratto derivato: in presenza di una clausola di <i>averaging-out</i> ...	133
8.4.	(segue): ... in assenza di clausola di <i>averaging-out</i>	134
9.	Considerazioni di sintesi.	135
 <i>Sezione III. - Ancora sui derivati azionari nella disciplina degli assetti proprietari, alla luce dell’inquadramento civilistico degli schemi di “proprietà occulta”.</i>		
10.	Patto fiduciario collegato a contratto derivato <i>cash-settled</i>	136
11.	Simulazione del contratto derivato <i>cash-settled</i>	138

12.	La trasparenza dei contratti derivati <i>cash-settled</i> attraverso il ricorso a categorie antielusive generali. Valutazione della causa concreta dei contratti, tra negozio indiretto e causa illecita.	140
13.	Derivati come contratti in frode dalla legge.	144
14.	Considerazioni di sintesi.	150

Sezione IV. - “Proprietà occulta” e patti parasociali.

15.	Contratti derivati <i>cash-settled</i> e patti parasociali. In particolare, la questione dell’influenza sul voto.	151
15.1.	(<i>segue</i>): Forme non “contrattualizzate” di influenza sul voto.	152
16.	La questione dell’acquisto delle azioni sottostanti. Dai derivati con consegna <i>fisica</i> del sottostante ...	154
17.	(<i>segue</i>): ... ai derivati <i>cash-settled</i>	157
17.1.	Derivati <i>cash-settled</i> e “attivismo” societario.	158
17.2.	Derivati <i>cash-settled</i> e offerte pubbliche d’acquisto (non obbligatorie).	160
18.	Considerazioni di sintesi.	162

Sezione V. – Proprietà occulta” e disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto obbligatoria.

19.	Derivati e opa obbligatoria tra partecipazione indiretta e azione di concerto.	163
20.	Configurabilità delle partecipazioni sintetiche acquisite tramite derivati alla stregua di «partecipazioni indirette» ai sensi dell’art. 105 t.u.f.	164
21.	“Proprietà occulta” e acquisti di concerto.	168
21.1	(<i>segue</i>): Azione di concerto attraverso patti parasociali.	170
22.	La “clausola generale” di azione di concerto: tra «cooperazione» e accordo».	171
23.	Conseguenze in materia di contratti derivati.	177
24.	Conclusioni.	178

CAPITOLO 4

Ragioni e limiti di un regime di trasparenza delle partecipazioni azionarie

1.	Premessa.	181
	<i>Sezione I. – Obiettivi e funzioni della trasparenza proprietaria.</i>	
2.	Le ragioni di una disciplina della trasparenza proprietaria nel dibattito giuseconomico internazionale.	183
3.	Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione <i>statica</i> della compagine azionaria dell'emittente.	188
	3.1. In particolare: individuazione del soggetto che controlla l'emittente.	190
	3.2. (<i>segue</i>): Identificazione di singoli soci di minoranza.	191
	3.3. (<i>segue</i>): Informazione sulla struttura complessiva dell'azionariato.	196
4.	Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione <i>dinamica</i> della compagine azionaria: mutamenti nella proprietà delle azioni e imminenti ricambi del controllo.	197
	4.1. (<i>segue</i>): I costi dell'obbligo di dichiarazione: la questione dei c.d. <i>toeholds</i> .	198
5.	La trasparenza proprietaria nel rapporto tra soci e amministratori.	202
6.	Trasparenza proprietaria in funzione di <i>enforcement</i> : prevenzione degli abusi di mercato e rispetto delle norme in materia di opa obbligatoria.	205
7.	Il problema della trasparenza degli "investimenti puramente economici" effettuati in una società con azioni quotate.	207
	7.1. La rilevanza degli "investimenti puramente economici" per il mercato azionario: assenza di riscontri empirici diretti e formulazione di un'ipotesi a partire dalla teoria dell'informazione del mercato.	208
	7.2. Trasparenza degli investimenti puramente economici in presenza di informazioni privilegiate ...	211
	7.3. (<i>segue</i>): ... e nella disciplina del c.d. <i>outsider trading</i>	213
	7.4. Osservazioni conclusive sulla trasparenza degli investimenti azionari "puramente economici".	218

8. Considerazioni di sintesi sulla trasparenza degli investimenti in azioni.
Raccordo con la disciplina vigente. 219

Sezione II. – Ragioni e limiti dell'introduzione di obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati azionari.

9. Apparente incoerenza tra comunicazione al pubblico delle partecipazioni sintetiche e funzioni della trasparenza proprietaria. 223
10. (*segue*): Opportunità, peraltro, di un regime di trasparenza *ad hoc*, limitatamente a operazioni su derivati capaci di alterare l'attendibilità delle informazioni sugli assetti proprietari dell'emittente. 226
11. La scelta del rimedio in presenza di operazioni critiche per le funzioni della trasparenza proprietaria, tra *rule* e *standard*. 229

Sezione III. – Ambito di applicazione, caratteristiche e fonte normativa di ideali obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche.

12. Le tipologie di derivati oggetto di *disclosure*. 233
- 12.1. (*segue*): La questione dell'adattamento della *disclosure* al quoziente "delta" del derivato. 234
- 12.2. (*segue*): Il problema dell'estensione della trasparenza ai derivati negoziati su sistemi di negoziazione organizzati. 237
- 12.3. (*segue*): Estensione del regime di trasparenza ai derivati su *baskets* di azioni e derivati su indici azionari. 239
13. Momenti della vita societaria rilevanti per la *disclosure* delle partecipazioni sintetiche. In particolare, la questione della mancata partecipazione delle azioni di copertura al voto assembleare. 239
- 13.1. (*segue*): La promozione di iniziative "attiviste". 243
- 13.2. (*segue*): Offerte pubbliche d'acquisto volontarie. 245
14. La questione del computo "aggregato" delle partecipazioni sintetiche con le partecipazioni effettive e le partecipazioni potenziali. 247
15. Compensazione tra posizioni lunghe e posizioni corte. 249
16. L'esclusione dalla disciplina di trasparenza in ragione del contenuto dei

contratti: facoltà della parte lunga di influenzare l'espressione del voto in relazione alle azioni sottostanti.	251
16.1. (<i>segue</i>): L'esclusione dalla disciplina di trasparenza dei contratti con clausola di <i>settlement</i> "immodificabile".	252
17. La questione della fonte (comunitaria o nazionale) della disciplina di trasparenza.	252
18. (<i>segue</i>): Il ruolo dell'autonomia statutaria.	255
18.1. Possibili obiezioni all'attribuzione di maggiore autonomia statutaria in tema di trasparenza delle partecipazioni sintetiche. Critica.	259
19. Estensione dell'obbligo di opa in presenza di partecipazioni sintetiche. Le ragioni di <i>policy</i>	261
19.1. Opzioni regolatorie.	263
19.2. (<i>segue</i>): Individuazione delle posizioni lunghe rilevanti. Possibile esclusione delle posizioni in concreto ininfluenti a garantire al potenziale offerente il "controllo" del sottostante.	264
19.3. (<i>segue</i>): Tempo rilevante per l'"acquisto" delle partecipazioni sintetiche e relativo prezzo.	266
194. (<i>segue</i>): Possibili esenzioni.	267
20. Considerazioni di sintesi	268
<i>Appendice</i>	270

CAPITOLO 5

Dall'altro "lato" del derivato: azionisti in posizione "corta" ed esercizio del diritto di voto

1. Premessa.	271
2. Casistica. Il ruolo dei derivati azionari nell'ambito delle strategie di <i>empty voting</i>	277
3. Prima fattispecie: riduzione o annullamento dell'esposizione economica nei confronti dell'emittente.	282
3.1. La questione della riconducibilità di tale fattispecie a modelli noti di	

	dissociazione tra “rischio” e potere di voto.	284
3.2.	(segue): La difficile percorribilità di una soluzione <i>contrattuale</i> ai rischi dell' <i>empty voting</i>	285
3.3.	(segue): Ipotesi di soluzione al problema a partire dal dibattito sulla correlazione tra “rischio” e “potere” e sul principio di proporzionalità in ambito societario.	292
3.4.	(segue): Ancora sulla questione del principio di proporzionalità: profili di politica del diritto.	296
3.5.	(segue): La soluzione della <i>disclosure</i>	299
4.	Seconda fattispecie: esposizione economica negativa nei confronti dell'emittente.	302
4.1.	“Interesse sociale” e danno potenziale per la società nelle deliberazioni a frequente rischio di <i>empty voting</i>	304
4.2.	(segue): Natura extrasociale e conflittuale dell'interesse del socio.	308
4.3.	Casi in cui è difficile configurare (o verificare la sussistenza di) un conflitto di interessi: operazioni in cui l'impatto sull'interesse sociale non è facilmente determinabile ...	310
4.4.	(segue): ... E operazioni neutre sotto il profilo dell'interesse sociale.	312
4.5.	Confronto con rimedi proposti in altri ordinamenti.	317
		318
5.	Terza fattispecie: combinazione tra partecipazione in una pluralità di emittenti ed <i>empty voting</i> . Diversificazione degli investimenti e conflitto di interessi.	
5.1.	(segue): Il ruolo degli strumenti derivati in combinazione con investimenti azionari diversificati.	320
5.2.	Aspetti meritevoli di ulteriore riflessione: interesse sociale e massimizzazione del valore del portafoglio attraverso diversificazione e ricorso ai derivati.	324
5.3.	(segue): La questione dei possibili benefici collettivi del ricorso all' <i>empty voting</i>	325
6.	Considerazioni di sintesi.	327
	<i>Bibilografia</i>	331

INTRODUZIONE

**Il fenomeno globale di “sdoppiamento” della partecipazione azionaria
e il suo impatto sull’organizzazione delle società quotate**

Alcuni anni or sono, Frank Easterbrook avanzava l’ipotesi che l’innovazione finanziaria, e in particolare la proliferazione degli strumenti derivati, sarebbe presto stata in grado di offrire «un’alternativa meno costosa ai meccanismi della [*corporate*] *governance*» (1).

Il giurista americano osservava, infatti, che i derivati offrono oggi agli investitori, a poco prezzo, l’opportunità di ridurre il rischio legato all’investimento in una società quotata senza necessità di monitorare a tale scopo gli amministratori; e permettono la creazione *ad hoc* di infinite combinazioni di rischio-rendimento senza necessità di “trovare” una specifica impresa in grado di offrirle (2). Sulle orme di Ronald Coase (3), Easterbrook concludeva allora, provocatoriamente, che la disponibilità di opportunità così varie e a basso costo avrebbe spinto gli investitori a rivolgersi piuttosto al mercato che alla partecipazione nelle imprese (4).

Soltanto sei anni dopo, mentre la crisi finanziaria raggiungeva il suo apice, le ottimistiche ipotesi di Easterbrook sulle sorti del rapporto tra derivati e governo societario hanno fatto spazio ad altro tipo di considerazioni. Guido Rossi ha posto in guardia rispetto all’utilizzo, da parte degli investitori azionari, di derivati e di altri «strumenti e titoli che con le azioni quotate hanno un legame molto lasco o di puro richiamo» (5); strumenti che hanno contribuito a trasformare i mercati azionari da «luoghi dell’investimento» a «teatri della liquidità», realizzando così forme inquietanti di «dissociazione della proprietà dalla proprietà» (6).

Si è preso atto, insomma, della capacità dei derivati (e, in particolare, dei derivati su azioni) di scardinare istituti e modelli organizzativi radicati nella tradizione di tutti i principali ordinamenti giuridici: non più, dunque, *alternativa* all’investimento azionario, ma *strumento di trasformazione* delle sue forme.

¹ F.H. EASTERBROOK, *Derivative Securities and Corporate Governance*, in 69 *U. Chi. L. Rev.*, 2002, p. 733.

² *Ibid.*, part. p. 739 ss.

³ Easterbrook si riferisce in particolare a R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in 4 *Economica*, 1937, p. 386.

⁴ F.H. EASTERBROOK (nt. 1), p. 737 s. e *passim*.

⁵ G. ROSSI, *Il mercato d’azzardo*, Milano, 2008, p. 45.

⁶ *Ibid.*, p. 47 ss. Su un piano più generale P. MARCHETTI, richiamando l’importanza del vaglio di meritevolezza degli interessi previsto in materia di contratti atipici dall’art. 1322 c.c., ha censurato l’incapacità di giuristi e regolatori, negli anni precedenti la crisi, di «selezionare, come i principi avrebbero pur voluto, casi, condizioni e soglie oltre i quali l’uso del derivato, ancorché in sé e sempre non (divenuto) immeritevole di tutela, realizza “interessi meritevoli”»: cfr. *La risposta normativa agli scandali finanziari*, in A. PORTA (a cura di), *Giorgio Ambrosoli e Paolo Baffi. Due storie esemplari*, Milano, 2010, p. 30.

Non che, in passato, non si fossero intraviste le radici di un fenomeno manifestatosi in modo a tratti clamoroso negli ultimi tempi. Dieci anni prima della riflessione di Easterbrook, uno studioso attento al ruolo dell'innovazione finanziaria nel diritto delle società come Henry Hu metteva in luce le possibili, dirimpenti conseguenze che l'innovazione finanziaria applicata agli strumenti di *equity* avrebbe comportato per l'interpretazione e la "tenuta" dei principi fondamentali del governo societario ⁽⁷⁾. L'autore, in particolare, concentrava la propria attenzione sulle trasformazioni che il ricorso a *equity derivatives* e ad altri strumenti di controllo del rischio connesso alla partecipazione azionaria era suscettibile di generare in relazione alle finalità dell'azione degli amministratori delle società quotate, azione orientata – secondo la tradizionalmente concezione diffusa nella letteratura giuseconomica nordamericana – all'obiettivo della massimizzazione del valore delle partecipazioni dei soci ⁽⁸⁾.

Anni dopo, il medesimo studioso, insieme con un altro giurista statunitense, ha verificato "sul campo", attraverso un'ampia ricognizione empirica, l'impatto che il ricorso, sempre più ampio e diffuso, a contratti derivati su azioni (nonché ad altri strumenti di innovazione finanziaria, spesso studiati unicamente in una prospettiva civilistico-contrattuale o di regolamentazione finanziaria) ⁽⁹⁾ ha comportato sul mercato del controllo societario, sui modi di partecipazione degli investitori professionali al governo delle società quotate, sull'esercizio del diritto di voto in occasione di operazioni

⁷ H.T.C. HU, *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in 69 *Tex. L. Rev.*, 1991, p. 1273 ss. E v. già, dello stesso autore, *Risk, Time and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in 38 *U.C.L.A. L. Rev.*, 1990, p. 277 ss. Per un approccio diverso v. tuttavia K.D. KRAWIEC, *Derivatives, Corporate Hedging, and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller Forty Years Later*, in *U. Ill. L. Rev.*, 1998, p. 1039 ss.

⁸ Sull'influenza di questa concezione nel nostro diritto societario cfr. *infra*, cap. 5. La riforma del diritto societario ha condotto la dottrina italiana a riconoscere, con considerazioni in fondo non lontane da quelle di Henry Hu, l'impatto causato sul tradizionale concetto di "interesse sociale" – e sulla relativa, vasta elaborazione dottrinale – dalla (potenziale) proliferazione degli strumenti di finanziamento resa possibile dalle innovazioni della riforma del diritto societario in tema di categorie azionarie, strumenti finanziari (partecipativi e non) e patrimoni destinati. In argomento si rinvia tra gli altri, oltre a quanto si dirà al capitolo 5, a R. WEIGMANN, *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca s G. Presti, Milano, 2002, p. 171 ss.; A. ZOPPINI, *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 275; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, part. p. 244 ss.; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse per della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, p. 117 ss. V. inoltre, recentemente, i contributi raccolti in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, e in particolare i lavori di F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, *ivi* a p. 9 ss., C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, p. 45 ss.; A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, p. 67 ss.; R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, p. 135 ss.; C. FOIS, *L'interesse sociale tra teorie dello sviluppo dell'impresa e teoria del rischio*. V. inoltre già, con riferimento al regime previgente, le riflessioni di M. LAMANDINI, *Capitale di rischio, capitale di debito e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 2000, p. 371 ss.

⁹ V. già l'osservazione di H.T.C. HU (nt. 7), p. 1275.

straordinarie e, più in generale, nei rapporti tra soci e amministratori e dei soci tra loro⁽¹⁰⁾.

Lo studio dei due autori americani ha avuto un'eco e una diffusione eccezionali⁽¹¹⁾ sia presso la comunità dei giuristi⁽¹²⁾, sia presso gli studiosi di finanza⁽¹³⁾, sia presso gli

¹⁰ La ricerca dei due autori nordamericani si è articolata in due fasi. Nella prima fase, cfr. anzitutto il contributo diretto al pubblico accademico: H.T.C. HU - B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss., cui si farà riferimento nel seguito come "Empty Voting I"; cfr. inoltre, nello stesso periodo, gli scritti destinati a un pubblico non accademico o di non giuristi: cfr. in particolare EID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 61 *Bus. Law.*, 2006, p. 1011 ss.; EID., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership*, 13 *J. Corp. Fin.*, 2007, p. 343 ss. La seconda fase di ricerca ha invece portato alla pubblicazione del lavoro H.T.C. HU - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008, 625 ss. (nel seguito, "Empty Voting II"), che, oltre ad ampliare la ricerca empirica precedente e a proporre soluzioni più incisive per contrastare il fenomeno della dissociazione della proprietà azionaria di cui si è detto nel testo, estende l'indagine ai derivati di credito e ad altri strumenti di innovazione finanziaria relativi a posizioni creditorie, principalmente nel contesto delle ristrutturazioni societarie; v. inoltre EID., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 *Europ. Fin. Man.* 2008, p. 663 ss.; e EID., *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, in *The M&A Lawyer*, 2008, 4 ss. Si darà conto, subito in appresso, di alcuni tra i numerosi contributi accademici, sia in ambito giuridico che a opera di studiosi di finanza, che hanno preso le mosse dai lavori di Hu e Black per la propria riflessione, talora approfondendo o proponendo alternative alle conclusioni dei due autori; non consta, invece, dell'esistenza di studi che abbiano proseguito ed esteso l'ampia ricognizione, su scala globale, delle operazioni in cui fenomeni di *decoupling* hanno giocato un ruolo determinante.

¹¹ In questo senso, la ricerca di Hu e Black può probabilmente essere annoverata tra i (pochi) lavori di giuristi accademici che hanno influenzato il dibattito politico e hanno incoraggiato l'adozione di riforme (si cimenta nella redazione di un interessante elenco J. MACEY, *Regulation and Scholarship: Constant Companions or Occasional Bedfellows?*, in 26 *Yale J. on Reg.*, 2009, p. 89).

¹² Si v. *amplius infra*, part. ai capitoli 4 e 5. Fin da ora possono menzionarsi almeno i lavori di R.J. GILSON - C.K. WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, in 108 *Colum. L. Rev.*, 2008, p. 231 ss.; M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss.; L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, in *U.C. Davis L. Rev.*, 2006, p. 67 ss.; G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, vol. II, Milano, 2007, p. 632 ss.; I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1255 ss.; R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN, *Corporate Voting*, in 62 *Vand. L. Rev.*, 2009, p. 129 ss.; E. WYMEERSCH, *Shareholders After the Crisis*, Financial Law Institute Working Paper Series No. WP 2009-12, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'. V. anche A. ZANONI, *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, 2008, sul sito 'www.ssrn.com'; M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; C. FORD - C. LIAO, *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in 33 *Seattle U.L. Rev.*, 2009-2010, p. 889 ss.; R.S. KARMEI, *Voting Power Without Responsibility or Risk - How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?*, Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 149, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; ID., *The Case for Mandatory Disclosure*, in 15 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, p. 127 ss.; D. ZETZSCHE, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers - Twenty Arguments against the CESR Proposal*, in 11 *EBOR*, 2010, p. 273 ss.; N. DE LUCA, *Titolarità vs.*

stessi regolatori in più parti del mondo; questi ultimi si sono richiamati alla ricerca di Henry Hu e Bernard Black per orientare la propria azione di aggiornamento delle regole per tenere conto dei fenomeni posti in evidenza dai due autori ⁽¹⁴⁾.

In verità, l'importanza della ricerca dei due studiosi non risiede nella scoperta di tecniche e strategie finanziarie sconosciute agli studi e alla pratica del diritto ⁽¹⁵⁾. Piuttosto,

legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.

¹³ *Ex multis*, A. BRAV – R.D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; C. CHRIS, *Value Creation or Destruction: Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *J. Corp. Fin.*, 2008, p. 323 ss.; A. KALAY – S. PANT, *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'. V. anche A. BRAV E AA., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *J. Fin.*, 2008, p. 1279 ss.

¹⁴ All'analisi di tali iniziative di riforma è dedicata una parte del quarto capitolo di questo lavoro. Particolare attenzione ai lavori di Hu e Black è stata dedicata sia dall'autorità di vigilanza britannica per l'adozione di obblighi di comunicazione al pubblico più stringenti in materia di derivati azionari (cfr. FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (di poi, "FSA"), *Disclosure of Contracts for Difference (Consultation and Draft Handbook Text)*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.gov.uk'; sia dalla stessa Consob, nel suo *Position paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, 2009, disponibile sul sito 'www.consob.it'. V. inoltre, recentemente, il documento di consultazione della *Securities and Exchange Commission* statunitense, *Concept Release on the U.S. Proxy System*, Release No. 34-62495, 2010, disponibile sul sito 'www.sec.gov.', part. p. 138 ss.

Notevole è altresì l'impatto di tali studi sulla giurisprudenza nordamericana, che si è in più occasioni richiamata a Hu e Black: cfr. soprattutto *CSX Corp. v. The Children Investment Fund Management (UK) LLP*, 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008), p. 539 ss., prima (e finora unica) decisione di una corte federale americana sul fenomeno della c.d. *hidden ownership* (su cui v. *infra*, nt. 25 e testo corrispondente) e *Kurz v. Holbrook*, 989 A.2d 140 (Del. Ch. Feb. 9, 2010), una decisione della *Court of Chancery* dello stato Delaware che aggiorna il tradizionale orientamento di quella corte in materia di vendita del voto alla luce delle nuove evidenze che emergono dallo studio di Hu e Black.

¹⁵ Invero, con riferimento alle interferenze tra utilizzo dei derivati e disciplina degli assetti proprietari, alcuni studiosi avevano già rilevato la possibile "tensione" con il sistema di regole di *disclosure* in vari ordinamenti: v. ad esempio D. SKEEL, *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005, p. 28, e, soprattutto, S. MARTIN – F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 ss. Il tema, inoltre, era discusso frequentemente nei *memorandum* degli studi legali in diversi continenti e aveva attratto, già da tempo le attenzioni di alcuni regolatori e persino di alcuni tribunali. A mero titolo di esempio, e limitandosi ad alcuni dei più significativi scritti pubblicamente disponibili, si v. con riferimento all'ordinamento inglese, ASHURST, *Use of CFDs in Public M&A*, 2004, sul sito 'www.ashurst.com'; in Australia, CORRS CHAMBERS WESTGARTH, *Derivatives in Takeovers: The New Battleground?*, 2005, sul sito 'www.corrs.com.au'; in Hong Kong, C.H. LIEW, *Disclosure Requirements for Purely Cash-Settled Derivatives*, in *H.K. Law*, 2000, p. 59 ss.; negli Stati Uniti, E. GREENE E AA., *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, New York, 2004, §13.02(5).

Dell'intervento dell'autorità di vigilanza di Hong Kong – il primo ordinamento a dotarsi di una disciplina della *disclosure* dei strumenti derivati azionari (2003) – e dell'FSA (2005) si dirà *infra*, al cap. 4. In sede contenziosa, invece, vanno menzionati, nel 1998, l'intervento del Takeover Panel australiano nella vicenda Brierley Investments Ltd./J. Fairfax Holding Ltd., relativa all'acquisto, da parte della prima società, di posizioni lunghe su *swaps* relative alle azioni della seconda, sollevando il tema della mancata *disclosure* e della violazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto (v. *amplius infra*, cap. 2). Di alcuni anni successiva alla vicenda Brierley è invece la nota causa neozelandese Perry/Rubicon, considerata il *leading*

il lavoro di Hu e Black ha sottolineato la portata globale dei fenomeni descritti (derivati e tecniche finanziarie innovative si sono radicati in modo sorprendentemente duttile in ordinamenti diversi); soprattutto, il lavoro ha fornito una chiave di lettura unitaria per interpretare impieghi diversi delle medesime tecniche in ambiti apparentemente distanti.

I due autori, infatti, hanno ravvisato l'esistenza di un "comune denominatore" di tali fenomeni nella loro capacità di realizzare, per via contrattuale (e tipicamente a opera di strumenti contrattuali forniti agli investitori da intermediari finanziari sotto forma di servizi di investimento), una sorta di sdoppiamento («*decoupling*») della partecipazione azionaria: con l'effetto, da un lato, di svuotarla del proprio significato proprietario-partecipativo (cioè di attribuzione di diritti amministrativi in relazione con l'assunzione di un'esposizione economica nei confronti della società) e, dall'altro, di creare "partecipazioni sintetiche" che replicano l'andamento economico di un pacchetto azionario, in teoria confinate nell'ambito negoziale "chiuso" del rapporto tra l'investitore e l'intermediario finanziario, ma in pratica foriere di problematiche interferenze con la sfera dell'emittente cui si riferiscono (16).

La riflessione di Hu e Black mira, dunque, alla radice della compenetrazione tra innovazione finanziaria e organizzazione delle società per azioni, sulla scorta dell'osservazione – empiricamente verificata – che l'evoluzione della prima è destinata a trasformare l'impianto della seconda.

Il presente lavoro si muove nell'ambito di questo filone di ricerca, con la finalità di esaminare le forme e l'impatto dei fenomeni di "dissociazione" della proprietà azionaria nel contesto normativo comunitario e, più in particolare, italiano. Due motivi evidenziano le ragioni di questa ricerca e mettono in luce il contributo che essa può fornire al dibattito che si è sviluppato sul tema.

Il *primo motivo* si ricollega alla grande risonanza che strategie di investimento fondate sulle nuove forme di dissociazione della proprietà azionaria hanno avuto in numerosi ordinamenti.

case sul tema delle interferenze tra derivati azionari e obblighi di comunicazione al pubblico delle partecipazioni rilevanti: cfr. Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corp. (2003) 2 N.Z.L.R. 216 (H.C.), riformata da Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd. (2004) 2 N.Z.L.R. 182 (C.A), quest'ultima pubblicata anche in *Dir. comm. int.*, 2006, 417 ss., con nota di F. DIALTI, *Equity swaps e obblighi di disclosure*. Ma è inglese, e di quasi dieci anni precedente, la prima vicenda in cui – a quanto consta – l'impiego di derivati azionari pare aver giocato un ruolo di primo piano nell'ambito di un'operazione di cambio del controllo: si tratta dell'offerta pubblica promossa da Trafalgar House nei confronti della società Northern Electric nel 1995, in cui l'offerente concluse una serie di contratti differenziali con l'intermediario Swiss Bank Corporation per acquisire esposizione sintetica nei confronti di numerosi concorrenti della società *target*. L'offerente riteneva, infatti, che l'annuncio della propria offerta su Northern Electric avrebbe provocato un aumento generalizzato dei prezzi delle società del settore, così consentendo a Trafalgar House di coprire una quota importante dei costi dell'acquisizione. V. *infra*, cap. 2.

¹⁶ Cfr. H.T.C. HU – B.S. BLACK, *Empty Voting I*, p. 850 ss.

Come anticipato, il clamore anche mediatico suscitato da alcuni episodi portati all'attenzione del pubblico dalle cronache finanziarie ⁽¹⁷⁾ ha alimentato una vera e propria "corrente" di iniziative di riforma finalizzate, soprattutto, a colmare le nuove asimmetrie informative causate dal processo di innovazione finanziaria, in grado di pregiudicare l'efficacia della disciplina di trasparenza delle partecipazioni azionarie rilevanti e di aggirare, ove prevista, la disciplina dell'opa obbligatoria ⁽¹⁸⁾. Proposte di modifica dell'impianto normativo esistente per tenere conto dei fenomeni in questione sono state avanzate anche nel nostro paese (sia in tema di trasparenza dei possessi azionari, sia in tema di opa) ⁽¹⁹⁾ e, molto recentemente, a livello comunitario⁽²⁰⁾.

Alla luce di questi sviluppi, il problema del *decoupling* delle partecipazioni azionarie nelle società quotate reclama un'attenzione non solo mirata a *inquadrare* i fenomeni in questione nell'alveo degli istituti tradizionali del diritto civile, societario e dei mercati finanziari, nonché a saggiare la reazione del "sistema" a contatto con essi (analisi che pure è necessaria e che finora, con riferimento al nostro ordinamento, non è stata ancora compiutamente sviluppata). L'attenzione dello studioso deve altresì rivolgersi alla comparazione dei *modelli di disciplina* del fenomeno che da più angoli si affacciano sulla scena, specialmente in funzione delle reali esigenze di disciplina che l'ordinamento manifesta: in proposito, infatti, a una generalizzata istanza di maggiore regolazione condivisa da numerose proposte non ha sempre fatto riscontro un'elaborazione completa delle ragioni di *policy* che sottendono l'opportunità di regolazione del fenomeno studiato.

Il presente lavoro intende fornire un contributo in questa direzione, attraverso una ricostruzione delle effettive esigenze di regolazione dei casi di *decoupling* e, sulla base di essa, una analisi comparativa delle diverse proposte di riforma. Nella misura in cui l'indagine è rivolta all'ambito comunitario, diviene altresì centrale la questione della *fonte* (comunitaria o nazionale) della regolazione.

Il *secondo motivo* alla base di questa ricerca riguarda la precisa ricostruzione dei fenomeni oggetto di studio. Invero, nell'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale che si è formata dopo lo studio di Hu e Black, tende a fornirsi del fenomeno del *decoupling* una ricostruzione sostanzialmente *unitaria* ⁽²¹⁾. Invece, la prassi pone l'interprete di fronte a sfaccettature variegiate del problema, che non possono considerarsi alla stregua di mere variazioni sul tema, ma evidenziano diversità sostanziali degli aspetti del fenomeno.

¹⁷ Oltre ai già citati casi Perry/Rubicon e CSX/TCI, si v. soprattutto, in Germania, i casi Schaeffler/Continental e Porsche/Volkswagen, in Italia il caso Ifil/Exor e, in Svizzera, il caso Laxey Partners/Saurer (per una sintesi cfr. D. ZETZSCHE (nt. 12); v. inoltre *infra*, cap. 2).

¹⁸ All'analisi comparativa di esse è dedicata la sezione III del capitolo 4.

¹⁹ Cfr. CONSOB (nt. 14), nonché, più recentemente, il documento di consultazione in tema di *Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, 2010, sul sito 'www.consob.it' (in particolare, cfr. Allegato 5).

²⁰ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), *Proposal to Extend Major Shareholding Notifications to Instruments of Similar Economic Effect to Holding Shares and Entitlements to Acquire Shares*, Consultation Paper, 2010, disponibile sul sito 'www.cesr.eu'.

²¹ Sul punto, cfr. anche per riferimenti, il capitolo 2, al par. 1.

In termini più specifici, l'analisi degli incentivi e degli interessi implicati è suscettibile di variare secondo che il ricorso alle strategie in esame provenga da investitori professionali “attivisti”, da soci di controllo o dagli amministratori attraverso la società, ovvero secondo che l'impiego delle medesime strategie avvenga, per esempio, nel contesto di un'opa volontaria ostile, di un'opa obbligatoria promossa dal gruppo di controllo, o di un'iniziativa assembleare. In ciascuna di tali fattispecie varia l'assetto di interessi delle parti coinvolte e delle forze di mercato che li condizionano: essa, pertanto, può risultare inquadrabile in ambiti diversi del diritto esistente e, soprattutto, richiamare l'opportunità di offrire soluzioni normative di diversa portata e intensità.

Nel corso del lavoro si intende orientare l'analisi in considerazione di tale diversità di elementi, nella convinzione che si tratti di un elemento indispensabile per la comprensione giuridica del fenomeno per la ponderazione di ogni risposta regolatoria.

A questo punto, occorre delimitare con maggiore precisione i confini della ricerca sviluppata nel capitolo che seguono.

Sul piano dei *soggetti*, questo studio si concentra sulle sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e segnatamente quelle con azioni quotate sui mercati regolamentati. Le implicazioni del ricorso a strategie di *decoupling* da parte dei soci non sono certo di poco conto nelle società “chiuse” (22); tuttavia, è con riferimento alle società che si finanziano sul mercato dei capitali che il fenomeno manifesta, attraverso la sua incidenza sull'informazione degli investitori e sulle dinamiche del mercato azionario, la capacità di alterarne i meccanismi di funzionamento, e suscita quindi, in ambito comunitario, l'interrogativo sull'opportunità di una risposta regolatoria coordinata.

Sul piano *oggettivo*, le strategie di *decoupling* sono analizzate dall'angolo visuale dei contratti derivati azionari. Ancorché altri strumenti negoziali (come il prestito titoli) e alcuni meccanismi organizzativi societari (come la scissione tra proprietà dell'azione e legittimazione al voto che si verifica in base alla disciplina della *record date*, o l'approvazione di piani di incentivazione dei dipendenti) forniscano la base per strategie di “scomposizione” della partecipazione azionaria, i derivati costituiscono, in base a quanto l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato, lo strumento elettivo per realizzare le strategie in questione, e senz'altro quello maggiormente utilizzato nel nostro paese.

Di regola (e talvolta, ma non sempre, per scelte opportunistiche di “arbitraggio” normativo) gli investitori pongono in essere schemi di sdoppiamento della proprietà azionaria attraverso la conclusione di contratti derivati che non prevedono, a scadenza, la consegna tra le parti delle azioni sottostanti (c.d. *physical settlement*), bensì sono regolati in contanti attraverso il pagamento del differenziale (c.d. *cash-settlement*). Su tali derivati – siano essi in grado di replicare in modo simmetrico o asimmetrico l'andamento di un titolo azionario (23) – si concentrerà prevalentemente la trattazione che segue.

²² Si v. per tutti il saggio di E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004.

²³ Infatti, sia i primi, noti come *delta-one derivatives* (che sono in grado di replicare in modo esattamente speculare i ritorni economici di un titolo azionario, con riferimento a dividendi e oscillazioni di prezzo:

La struttura negoziale dei contratti derivati consente di evidenziare in modo nitido le due distinte prospettive di ricerca nelle si muoverà il presente lavoro.

La prima prospettiva è quella di un *investitore* il quale, concludendo un contratto derivato con un intermediario finanziario, acquista in via “sintetica” esposizione economica nei confronti delle azioni di un emittente quotato, senza acquistare la proprietà dei titoli. In altre parole, egli acquista uno strumento finanziario che replica fedelmente i ritorni finanziari di una partecipazione azionaria ma non dispone dei diritti connessi con la proprietà della stessa (può parlarsi, in proposito, di una “partecipazione sintetica”) (24). Nel gergo borsistico, l’investitore che adotta la strategia in questione assume una posizione “lunga” rispetto alle azioni di riferimento.

A rendere questa prospettiva di analisi interessante per il diritto societario e dei mercati finanziari vi è la circostanza che, spesso, la controparte dell’investitore in posizione “lunga” (di regola un intermediario finanziario) acquista direttamente le azioni di riferimento per eliminare il rischio assunto con la conclusione del derivato. In tale contesto, gli interessi delle parti si intrecciano di guisa che l’intermediario-azionista è incentivato a esercitare il proprio voto tenendo conto dell’interesse finanziario della propria controparte. Inoltre, alla scadenza del contratto, può accadere che l’investitore possa assai facilmente acquistare (a prezzo conveniente) le azioni possedute dalla controparte a scopo di copertura, così “convertendo”, improvvisamente e all’insaputa del pubblico, la propria partecipazione sintetica in una partecipazione azionaria vera e propria. Al cospetto di questi elementi si è suggestivamente ravvisata nell’investitore in posizione “lunga” la figura di un proprietario “occulto” di una partecipazione azionaria (25).

La seconda (e reciproca) prospettiva è quella dell’*azionista* il quale, sempre attraverso la conclusione di un derivato con un intermediario finanziario, ha ridotto o annullato la propria esposizione ai ritorni dell’investimento azionario, “svuotando” così la propria partecipazione di ogni contenuto economico-patrimoniale (26), ma lasciando al contempo

tipicamente, gli *equity swap*), sia i secondi (i cui *payouts* variano in modo non proporzionale rispetto alla variazione del valore del sottostante: tipicamente le opzioni) possono costituire la base per strategie di *decoupling* e sono di interesse per l’analisi svolta in questo lavoro. Su tali categorie cfr. *amplius* al cap. 1.

²⁴ Nel lessico di Hu e Black, l’investitore acquista «*economic ownership*» sui titoli azionari che costituiscono il sottostante del contratto derivato sottoscritto, ovvero la mantiene con riferimento alle azioni prestate. Tuttavia, dato il mancato acquisto della proprietà sulle azioni (data la natura, appunto, *derivata* del contratto sottoscritto) o la cessione delle stesse (al prestatario), l’investitore non acquista (o cessa di essere titolare del) diritto di voto.

²⁵ Per le ragioni che si in dettaglio nel seguito, la strategia in questione si presta a impieghi problematici quando la “proprietà economica” dell’investitore sulle azioni di riferimento non sia soggetta a comunicazione al pubblico: in questo senso, si parla di «*hidden ownership*». Nell’analisi di Hu e Black, inoltre, il controllo che l’investitore è, in ipotesi, in grado di esercitare sulle azioni di riferimento rende, la “proprietà economica” «*hidden (morphable) ownership*» delle azioni e i relativi diritti di voto «*morphable voting rights*» (cfr. H.T.C. HU – B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 10), p. 825 s.).

²⁶ Riprendo l’espressione da G. FERRARINI (nt. 12) p. 629.

inalterati i diritti amministrativi ad essa connessi (segnatamente, il diritto di voto) ⁽²⁷⁾. L'azionista che adotta questa strategia acquista una posizione "corta" rispetto al medesimo investimento.

In questi casi il socio, per riprendere le parole del Vivante, esercita il voto «senza il freno che viene dalla proprietà delle azioni» ⁽²⁸⁾: Hu e Black hanno icasticamente definito tale comportamento «empty voting», con un'espressione ormai entrata nel linguaggio degli studi giuseconomici ⁽²⁹⁾. La questione si aggrava allorché, come può talora accadere, la dimensione l'esposizione "corta" *sopravvanzi* quella dell'investimento azionario, tipicamente perché il derivato concluso dall'investitore ha ad oggetto un numero di azioni più ampio di quelle possedute dal medesimo. In questo caso, infatti, il socio potrebbe trovarsi a esprimere il voto nell'assemblea della società partecipata essendo portatore un interesse economico radicalmente opposto rispetto a quello di chi intenda accrescere il valore del proprio investimento azionario (si è parlato, in proposito, di «negative voting») ⁽³⁰⁾.

Il presente lavoro è organizzato in cinque capitoli.

Il *primo capitolo* ha una funzione introduttiva e si propone di descrivere, dal punto di vista contrattuale, come sia possibile dissociare la "proprietà economica" della partecipazione azionaria dai diritti che essa conferisce.

Un'analisi delle clausole più problematiche cui gli operatori fanno ricorso nel concludere i contratti derivati utilizzati a questo scopo è seguita dall'illustrazione delle tecniche più diffuse per la costruzione della copertura (*hedge*) del rischio assunto dalle parti del derivato: si tratta, come anticipato, di un aspetto cruciale per la comprensione delle interferenze con la sfera dell'organizzazione societaria.

A tali interferenze è dedicata la parte finale del capitolo. Essa si sofferma, con il supporto dei pochi dati empirici disponibili, sul tema della cessione all'investitore in posizione "lunga" delle azioni acquistate dalla parte in posizione "corta" a scopo di copertura, nonché sull'espressione del diritto di voto spettante a quest'ultima.

I tre capitoli centrali sono dedicati all'analisi del problema nella prima prospettiva dianzi illustrata (quella concentrata sulle strategie di "proprietà occulta").

Più in particolare, nel *secondo capitolo* si tenta di ricostruire, sulla base degli episodi riportati dalle cronache finanziarie, il quadro dei diversi ambiti in cui simili strategie sono

²⁷ Si tratta della strategia che Hu e Black (e, sul loro modello, la dottrina che ha affrontato più recentemente il tema) definiscono di "*empty voting*", descritta come il risultato di una separazione in via di fatto (o, se si vuole, sintetica) realizzata con l'acquisto di un *coupled asset* (cioè la conclusione di un derivato o di un contratto di prestito titoli, nella concezione tipica del *common law*, che assimila a un bene l'insieme delle prestazioni che un contraente ha diritto di ricevere in base al contratto) che riduca la *economic ownership* dell'azionista, cioè la sua esposizione ai ritorni dell'investimento. L'*empty voter* è dunque un azionista i cui diritti di voto eccedono la "proprietà economica" allo stesso riferibile (cfr. H.T.C. HU – B. S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 10), p. 824 s.).

²⁸ Cfr. C. VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, p. 173, che leggo in E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, p. 14.

²⁹ Cfr. H.T.C. HU - B. S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 10), p. 823 ss.

³⁰ *Ibid.*, p. 825.

state impiegate. Si tenterà di porre in luce – analizzando l'utilizzo problematico dei derivati da parte di soggetti con interessi istituzionalmente divergenti e in operazioni differenti – il diverso effetto che il ricorso a strategie di *hidden ownership* di volta in volta produce sul comportamento degli investitori attivi sul mercato, sulla domanda e sull'offerta di azioni e sulla formazione dei prezzi delle stesse.

Sulla base del quadro così tracciato, il *terzo capitolo* inquadra le tecniche di “proprietà occulta” nelle categorie del diritto vigente e verifica quali rimedi propri del diritto dei mercati finanziari, integrati con l'ausilio di clausole generali del diritto privato, possano tutelare gli interessi a rischio di pregiudizio. Inizialmente, si verifica come le vigenti norme comunitarie e nazionali di trasparenza degli assetti proprietari non consentano di assoggettare ad obblighi di comunicazione, se non in casi marginali, i titolari di posizioni “lunghe” in derivati *cash-settled*.

Si esplora, poi, la possibilità di estendere la disciplina della trasparenza proprietaria ai casi più controversi di *hidden ownership* attraverso l'impiego delle categorie del negozio fiduciario, simulatorio o indiretto, nonché invocando la frode alla legge. L'analisi mostra, però, l'opinabilità dei risultati raggiunti, alla luce della controversa ricostruzione di alcuni istituti, nonché, in ogni caso, la complessità degli accertamenti fattuali necessari per affermare l'applicazione delle norme di *disclosure*. Problemi analoghi – che si ripercuotono anche sull'attività di *enforcement* della disciplina – si riscontrano anche esaminando il problema dall'angolo visuale delle norme sui patti parasociali e sull'azione di concerto.

La complessiva insoddisfazione per l'assetto normativo attuale spinge a interrogarsi sull'opportunità di introdurre alcuni limitati obblighi di *disclosure*, sì da migliorare il livello e la qualità dell'informazione al pubblico sull'esistenza di partecipazioni sintetiche costruite attraverso contratti derivati azionari. Questo è il tema che impegna la trattazione nel *quarto capitolo*.

Nella prima parte di esso, operando una ricostruzione delle esigenze di tutela alla base della disciplina sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti, si tenta di chiarire in quale misura il ricorso a strategie di “proprietà occulta” costituisca effettivamente un'effettiva minaccia per gli interessi tutelati da tale disciplina. Come si cerca di dimostrare, in alcune circostanze (e segnatamente nell'imminenza delle riunioni assembleari e in occasione di offerte pubbliche di acquisto) il ricorso a strategie di “proprietà occulta” riduce il livello di informazione sugli assetti proprietari già *ad oggi* assicurato dall'impianto normativo vigente.

D'altra parte, alcune ricostruzioni dottrinali e proposte legislative di riforma fondano le istanze di estensione del regime di trasparenza proprietaria agli strumenti derivati sulla base di una concezione oltremodo pervasiva della disciplina in questione, contro la quale depongono sia l'insufficienza dei riscontri empirici a favore di tale concezione sia l'evidenza di alcuni rischi di una trasparenza proprietaria troppo, posti in evidenza dalla teoria economica. Anzi, in alcuni casi, le partecipazioni occulte possono costituire uno strumento efficiente per favorire operazioni vantaggiose per l'emittente e i suoi azionisti e possono – come si vedrà – offrire uno strumento per il perseguimento di obiettivi verso i quali si riscontra, tanto a livello europeo quanto nazionale, almeno come tendenza di

fondo, un *favor* legislativo (si pensi, in particolare, al tema della contendibilità degli emittenti quotati).

Emerge, in sostanza, l'esigenza di introdurre limitati obblighi di trasparenza delle "partecipazioni sintetiche" costruite sulla base di derivati azionari, ma non paiono sussistere i presupposti per una regolamentazione generalizzata del fenomeno.

Si passa quindi a delineare i contorni di un ipotetico regime di trasparenza rispondente ai criteri delineati, valendosi della comparazione tra le riforme e le proposte di riforma avanzate nei vari ordinamenti. Si pone, a questo punto, la questione sull'opportunità di disciplinare il fenomeno al livello comunitario ovvero dei singoli stati membri. L'ultima parte del capitolo si concentra sulla questione, evidenziando anche il ruolo che l'autonomia statutaria può giocare in questo contesto.

Il *quinto capitolo* si sofferma sul problema del c.d. *empty voting*. Data la materia più strettamente attinente al diritto societario, la prospettiva di analisi è qui maggiormente concentrata sull'ordinamento interno.

Il capitolo si propone, in particolare, di inquadrare il fenomeno nella disciplina societaria vigente. Nel fare ciò, sono presi separatamente in esame: in primo luogo, il caso in cui l'*empty voting* è conseguenza di una riduzione o un annullamento dell'esposizione economica nei confronti della partecipazione posseduta dal socio, senza, tuttavia, che si sconfini nell'ipotesi di "voto negativo"; in secondo luogo, quest'ultima ipotesi; in terzo luogo, il caso in cui l'*empty voting* si combina con il possesso di partecipazioni in una pluralità di emittenti.

Rispetto a ciascuna di tali fattispecie si ritiene di poter dimostrare come una lettura "aggiornata" dei tradizionali rimedi stabiliti dall'ordinamento in materia di conflitto di interessi nonché dei doveri di correttezza e buona fede (incombenti anche sui soci di minoranza) consenta di fronteggiare in modo appropriato e flessibile gli aspetti più problematici delle pratiche in questione.

Per tale ragione, anche in una prospettiva di *policy*, non pare sussistere l'esigenza (fatta invece presente da alcuni autori) di modificare l'impianto della disciplina in materia di voto per fare fronte alle minacce provenienti dal fenomeno in questione; piuttosto sarebbe, anche in questo caso, opportuno introdurre – sempre in occasione delle assemblee – norme di trasparenza che migliorino l'informativa preassembleare sulle posizioni "corte" assunte dai soci più rilevanti e supportino l'*enforcement* della disciplina sul conflitto di interessi dei soci.

Nella parte finale, il capitolo pone in luce come l'irrompere dei fenomeni dissociazione proprietaria nell'impianto della *corporate governance* delle società quotate evidenzia, in misura ancora maggiore di quanto avvenuto in passato, il processo di "finanziarizzazione" dell'investimento nelle società per azioni. In forza di tale processo, le esigenze di diversificazione manifestate dagli azionisti (e oggi rese più semplici e convenienti dalla diffusione dei derivati) agiscono come forza incalzante che frammenta e scardina la (apparentemente consolidata) concezione di interesse sociale inteso come interesse comune dei soci alla massimizzazione del valore della partecipazione in un emittente, in sé e per sé considerato.

Il capitolo conclude descrivendo i termini di un possibile (anche se precario) equilibrio tra le spinte della diversificazione dell'investimento azionario attraverso i contratti finanziari e le istanze di una concezione societaria del medesimo investimento, incentrata sulla considerazione del singolo emittente.

CAPITOLO 1

**La costruzione di partecipazioni “sintetiche”
attraverso contratti derivati azionari**

SOMMARIO: 1. Premessa. – SEZIONE I: Il concetto di partecipazione sintetica. Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari *cash-settled*. – 2. Concetto di partecipazione azionaria sintetica. – 2.1. Partecipazioni sintetiche a partire da fattispecie negoziali tipiche o atipiche. Confronto con le partecipazioni sintetiche costruite attraverso contratti derivati su azioni. – 3. Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari *cash-settled*. – 4. Il *total return equity swap*, con specifico riferimento al modello contrattuale elaborato dall’ISDA. – 5. Variabili contrattuali di un *total return equity swap*: in particolare, il moltiplicatore e le *valuation dates* periodiche. – 6. (*segue*): Trattamento dei dividendi. – 7. (*segue*): Modalità di regolamento. – 8. Varianti del *total return equity swap*: in particolare, i *contracts for difference*. – 9. La costruzione di una partecipazione sintetica attraverso contratti derivati non riconducibili allo *swap*: in particolare, attraverso contratti aventi “delta” pari a uno. – 10. (*segue*): La costruzione di partecipazioni sintetiche attraverso le opzioni: opzioni *call* con prezzo di esercizio nullo... – 11. (*segue*): ... e contratti *put & call*. – SEZIONE II: La copertura delle posizioni “corte” in derivati azionari. – 12. Il problema della copertura alla luce del diritto societario. – 13. Copertura delle posizioni “corte”. – 14. Tecniche di “costruzione” dello *hedge*: il problema dell’oscillazione del prezzo delle azioni sottostanti. – 15. (*segue*): Conseguenze sulla posizione dell’investitore in posizione “lunga”. La determinazione dello *hedge unwind period*. – SEZIONE III: Derivati e azioni di copertura: illustrazione dei profili problematici sul fronte del diritto societario e dei mercati finanziari. – 16. Azioni di copertura, diritto societario e diritto dei mercati finanziari. – 17. Possibile influenza dell’investitore in posizione “lunga” sulla cessione delle azioni di copertura. – 18. (*segue*): (i) Acquisto diretto di azioni, senza adozione della clausola di *averaging-out*. – 19. (*segue*): (ii) Acquisto diretto di azioni, con adozione della clausola di *averaging-out*. – 20. (*segue*): (iii) Combinazione tra copertura mediante stipulazione di altro derivato e acquisti diretti di azioni. – 21. Possibile influenza dell’investitore in posizione “lunga” sul voto esercitato dall’intermediario in relazione alle azioni di copertura. – 22. (*segue*): (i) Influenza di grado “forte”: esistenza di accordi sul voto. – 23. (*segue*): (ii) Influenza di grado “intermedio”: spontaneo allineamento dell’intermediario ai *desiderata* della controparte. 24. (*segue*): (iii) Influenza di grado “debole”: l’intermediario si astiene dall’esercizio del voto in relazione alle azioni oggetto di copertura. – 25. Le clausole contrattuali relative al trattamento degli strumenti di copertura (con particolare riferimento al modello ISDA).

1. *Premessa*. – Oggetto di questo lavoro, si è detto, è lo studio delle implicazioni che alcune forme di dissociazione tra “proprietà economica” delle azioni e diritti da esse conferiti – in particolare, in conseguenza dell’impiego di derivati azionari nel contesto di talune operazioni societarie – comportano sul diritto delle società quotate e dei mercati finanziari.

Il presente capitolo ha la funzione di descrivere in che modo tali forme di dissociazione siano possibili e quali strumenti negoziali consentano di realizzarle. Nelle fattispecie che saranno analizzate nel corso di questo lavoro, infatti, la separazione dell'aspetto finanziario di una partecipazione azionaria (rappresentato dai flussi di cassa che essa è in grado di generare) da quello corporativo (rappresentato dall'insieme dei diritti sociali) non è il frutto di un'operazione di "dissezione" della singola partecipazione azionaria, bensì si realizza in modo – per così dire – "sintetico", attraverso la stipulazione di contratti derivati congegnati in modo tale da attribuire a una delle parti una posizione contrattuale che riproduce i flussi finanziari di una partecipazione azionaria.

La descrizione di tali tecniche negoziali sarà condotta sotto molteplici profili. Preliminarmente, sarà brevemente inquadrata la tipologia di dissociazione in esame rispetto a quelle, diverse, che si realizzano attraverso l'applicazione di alcuni tradizionali istituti del diritto societario o attraverso l'impiego di contratti (non derivati) da tempo noti al sistema e in alcuni casi tipizzati dal legislatore: anche tali istituti e contratti, infatti, pur non dando luogo alla creazione "sintetica" di una partecipazione azionaria, consentono, con effetti in parte analoghi, di attribuire a due soggetti diversi, rispettivamente, la proprietà economica dell'azione e i diritti ad essa connessi.

In seguito, si passerà a descrivere in dettaglio i meccanismi contrattuali con cui si costruiscono e disciplinano le "partecipazioni sintetiche" attraverso la conclusione di contratti derivati, secondo la prassi elaborata dalla contrattualistica internazionale e dalle principali associazioni di intermediari finanziari specializzati. Si esamineranno, in proposito, le clausole e le varianti di disciplina con riferimento ai contratti più comunemente utilizzati a tale scopo.

Si approfondirà, quindi, un aspetto cruciale ai fini dell'indagine che si condurrà nei capitoli successivi. Occorre chiarire, cioè, in che modo coloro che investono in una partecipazione puramente "sintetica" (i quali, pertanto, non conseguono attraverso tale investimento né il possesso di azioni, né l'attribuzione di alcuni dei diritti ad esse afferenti) siano in grado di interferire con la sfera di interessi dell'emittente ed essere occasionalmente in grado di modificarne gli assetti proprietari.

A tal fine, si procederà dapprima a descrivere le ragioni per cui le controparti degli investitori "sintetici" (le quali – come si vedrà – sono nella maggior parte dei casi intermediari finanziari vincolati da limiti regolamentari di contenimento del rischio) tendono a coprire la propria posizione dal rischio assunto con la sottoscrizione del contratto derivato e, in particolare, in quali casi abbiano convenienza a coprire tale rischio acquistando *azioni* dell'emittente di riferimento (cfr. sezione II). Successivamente, si descriveranno, con il supporto di alcuni dati empirici, le principali tecniche contrattuali e le dinamiche di mercato che consentono a coloro che hanno investito in una partecipazione sintetica di orientare le loro controparti nell'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni che essi hanno acquistato a scopo di copertura, nonché nella cessione di tali azioni al momento dello scioglimento del contratto derivato (cfr. sezione III).

SEZIONE I. – *Il concetto di partecipazione sintetica. Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari cash-settled.*

2. *Il concetto di partecipazione azionaria sintetica.* – Preliminarmente, occorre definire con maggiore dettaglio l'espressione "partecipazione azionaria sintetica", di cui, per le ragioni anticipate in premessa, si farà frequente impiego nel seguito del lavoro.

Con tale espressione ci si intende riferire a un investimento *diverso* dall'acquisto di azioni, che peraltro sia in grado di *replicare* un investimento diretto in azioni sotto il profilo dei *flussi di cassa* che esso è in grado di generare. La definizione deve essere ulteriormente precisata.

In particolare, il concetto di flusso di cassa – mutuato dal linguaggio della finanza aziendale ⁽¹⁾ e di controverso inquadramento nella nostra disciplina societaria ⁽²⁾ – deve essere inteso in relazione: *(i)* ai dividendi (da utili e da altre poste di patrimonio netto) che siano distribuiti, di volta in volta, dalla società le cui azioni sono "replicate" dalla partecipazione sintetica, *(ii)* alla quota di patrimonio netto cui il teorico azionista di tale società avrebbe diritto in seguito alla cessazione dell'impresa sociale e, infine, *(iii)* all'importo della plusvalenza (o della minusvalenza) che tale soggetto potrebbe conseguire cedendo la propria ipotetica partecipazione in ogni dato momento.

Da un lato, quindi, un investimento azionario sintetico è funzione dell'andamento del valore di un titolo azionario nel tempo e delle distribuzioni effettuate dalla società durante il periodo di riferimento dell'investimento stesso; dall'altro, è essenziale che tali elementi siano suscettibili di avere una manifestazione *monetaria* nel patrimonio di un ipotetico azionista ⁽³⁾.

Come è evidente, la natura artificiale dell'investimento di cui si tratta impedisce l'attribuzione, all'investitore, di diritti sociali esercitabili direttamente nei confronti della società (siano essi diritti patrimoniali, amministrativi, ovvero a contenuto misto

¹ E v. per tutti S.A. ROSS - R.W. WESTERFIELD - B.D. JORDAN, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, 2008, p. 32.

² A proposito del valore attuale della partecipazione azionaria (in funzione dei flussi di cassa futuri) come parametro di determinazione dell'interesse sociale si v. il cap. 5, par. 3 ss. Negli Stati Uniti è invece comune, anche tra i giuristi, riferirsi all'azione come a una posizione contrattuale che, oltre ad attribuire il diritto di voto nell'assemblea, conferisce il diritto a *ricevere* determinati flussi di cassa. Cfr. per tutti W.T. ALLEN - R. KRAAKMAN - G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 2007, p. 113 s.

³ Ciò che risiede, in effetti, nello stesso concetto di *cash flow* in finanza aziendale: cfr. ancora S.A. ROSS E AA (nt. 1), p. 32. E così, per esempio, non rileverà – quanto meno in via diretta – l'incremento del patrimonio netto della società per effetto di utili accumulati dalla società ma non distribuiti ai soci; per altro verso, non rileverà la diminuzione del patrimonio netto dovuta all'insorgenza di perdite (mentre rileverà, come flusso positivo di cassa, la distruzione ai soci che faccia seguito a una riduzione volontaria del capitale). In via diretta – si è detto – perché tali incremento e decremento potranno incidere sul valore della partecipazione, dunque sul suo prezzo, e per questa via riflettersi anche sotto forma di flussi di cassa per la ragione appena veduta nel testo (i.e. l'investimento sintetico è anche funzione dei prezzi delle azioni).

amministrativo-patrimoniale, come il diritto di recesso o di opzione). Non è da escludersi, tuttavia – come si vedrà nelle sezioni successive – che il contratto sul quale l'investimento sintetico si fonda consenta l'accesso dell'investitore ad alcuni diritti sociali relativi a una partecipazione azionaria “reale” (posseduta dalla controparte del contratto), per il tramite di specifiche pattuizioni contenute nel contratto, ovvero di specifiche dinamiche negoziali e di mercato.

2.1. *Partecipazioni sintetiche a partire da fattispecie negoziali tipiche o atipiche. Confronto con le partecipazioni sintetiche costruite attraverso contratti derivati su azioni.* – Come è noto, il diritto dei contratti, il diritto societario e la prassi negoziale contemplan e disciplinano numerose fattispecie nelle quali si verifica una dissociazione tra proprietà economica delle azioni e diritti sociali da esse conferiti, tale da dare luogo a un assetto funzionalmente comparabile a quello proprio di una partecipazione sintetica.

Ad esempio, la posizione del *riportato* che ha trasferito la propria partecipazione azionaria al riportatore è, in sostanza, durante la vigenza del contratto, la posizione di un “azionista sintetico”. Egli cessa di essere proprietario delle azioni – non gli spetta, di conseguenza il diritto di voto (art. 1550, comma 2, c.c.) – ma conserva la titolarità dei diritti patrimoniali (art. 1550, comma 1). Inoltre, egli sopporta su di sé il rischio di variazione del valore delle azioni (come riflesso nel loro prezzo di mercato) anche durante il tempo in cui esse sono trasferite al riportatore: ai termini dell'art. 1548, il ritrasferimento dei titoli dal riportatore al riportato previsto alla scadenza del contratto avviene verso rimborso del medesimo prezzo inizialmente corrisposto al riportato, senza che, di regola, si tenga conto dell'oscillazione, *medio tempore*, dei prezzi di borsa ⁽⁴⁾.

In modo ancor più evidente, nella *vendita a termine* di azioni, il compratore in pendenza del termine di consegna è sostanzialmente titolare di una partecipazione “sintetica”. Egli non ha ancora conseguito il trasferimento della proprietà delle azioni e non esercita, quindi, il diritto di voto (art. 1531, comma 2, c.c.)⁽⁵⁾. In considerazione dell'assunzione di rischio insita nello schema causale di questo tipo contrattuale, il compratore ha tuttavia

⁴ In particolare, tale oscillazione non è necessariamente riflessa nell'aumento o (nel caso di deporto) nella diminuzione del prezzo cui fa riferimento l'art. 1548 c.c.: l'importo dell'aumento o della diminuzione sono stabiliti *ex ante* in funzione della finalità dell'operazione perseguita dalle parti (scopo di finanziamento, disponibilità del voto, speculazione). In argomento cfr. G. COTTINO, *Del riportamento. Della permuta. Artt. 1548-1555*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1966, sub art. 1548, p. 59 ss.; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riportamento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, vol. XXXV, tomo 2, Milano, 1969, p. 485 ss.; O. CAGNASSO, *Il riportamento*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 8, Torino, 1984, p. 372 ss.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Ripartimento (contratto di)*, in *Enc. dir.*, vol. XL, Milano, 1989, p. 1025 ss.; F. BELLI - C. ROVINI, *Ripartimento (contratto di)*, in *Dig. it., sez. comm.*, vol. XII, Torino, 1996, p. 541 ss.

⁵ Sulla *ratio* di tale disciplina si tornerà *infra*, cap. 5: cfr. fin d'ora P. GRECO - G. COTTINO, *Della vendita. Artt. 1470-1547*, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1981, p. 485; L. BIANCHI D'ESPINOSA (nt. 4), p. 334 ss.; G. SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, p. 277 ss.

diritto all'«accredito» dei «dividendi esigibili dopo la conclusione del contratto e prima della scadenza del termine». Inoltre, poiché il prezzo di trasferimento delle azioni è stato stabilito in misura fissa al momento della conclusione del contratto, il compratore beneficerà dell'incremento di valore delle azioni eventualmente maturato fino alla scadenza del termine, mentre sarà penalizzato da un decremento di tale valore nella misura in cui quest'ultimo sia inferiore al prezzo convenuto.

Fattispecie negoziali atipiche, ma ben note alla prassi, consentono di dare luogo ad analogo risultato. Ad esempio, nel prestito titoli (quando esso abbia ad oggetto azioni), il prestatore trasferisce al prestatario la proprietà di una partecipazione, mentre quest'ultimo si obbliga a ritrasferire azioni della stessa specie alla scadenza del prestito ⁽⁶⁾. Il prestatore, dunque, sopporta su di sé il rischio collegato alla variazione del valore della partecipazione oggetto di prestito, pur senza esserne il proprietario nel corso della durata del contratto. Non esercita, inoltre, il diritto di voto ⁽⁷⁾. Anche in questo caso, insomma, il prestatore cessa temporaneamente di essere socio, ma continua a sopportare il rischio finanziario proprio dell'azionista.

Anche il diritto societario, come accennato in premessa, sia pure non contemplando posizioni realmente assimilabili a quelle di un azionista sintetico, configura ipotesi di dissociazione tra “proprietà economica” e posizione “corporativa” del socio che appaiono – per certi versi e sia pure sotto un profilo esclusivamente *finanziario* – comparabili a quelle di chi sia titolare di una partecipazione sintetica, come poc'anzi definita.

Per esempio, nel caso in cui sia costituito diritto di *usufrutto* su una partecipazione azionaria e – in deroga alla previsione dispositiva dell'art. 2352, comma 1, c.c. – il diritto di voto sia attribuito al nudo proprietario, l'usufruttuario rimane titolare di un investimento la cui connotazione patrimoniale-finanziaria (rappresentata dal diritto a percepire i dividendi e dal rischio di oscillazione del valore della partecipazione oggetto del diritto) tende a prevalere su quella corporativa (diritto di voto e di opzione spettano in ipotesi, rispettivamente per disposizione negoziale e per legge, al proprietario, anche se entrambi i soggetti sono legittimati all'esercizio dei restanti diritti amministrativi). Analogamente è a dirsi, con riferimento alla posizione del creditore, in caso di costituzione in *pegno* della partecipazione azionaria.

Infine, nel caso delle azioni di godimento, l'azionista è privo del diritto di voto nell'assemblea ⁽⁸⁾, ma partecipa, sebbene limitatamente (atteso l'avvenuto rimborso del valore nominale delle azioni) al rischio di impresa, attraverso il diritto (sia pure postergato

⁶ L'obbligo del prestatario è di regola assistito da una garanzia reale, solitamente nella forma di un *collateral* costituito da altri titoli trasferiti in proprietà al prestatore e oggi soggetto al regime di cui al d. lgs. n. 170 del 2004. Sul prestito titoli cfr. in generale F. RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, in *La riforma dei mercati finanziari dal Decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 391 ss.; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, p. 91 ss.

⁷ Dipende peraltro dalle pattuizioni intercorse tra le parti la sorte dei dividendi distribuiti dalla società durante la vigenza del contratto.

⁸ Salvo, peraltro, naturalmente, il diritto voto nell'assemblea speciale *ex art.* 2376 c.c.

rispetto a quello degli altri soci) a percepire i dividendi e partecipare al riparto in sede di liquidazione ⁽⁹⁾.

In tale contesto, peraltro, i contratti derivati su azioni rappresentano – come la prassi dimostra ⁽¹⁰⁾ – lo strumento elettivo per la creazione di partecipazioni sintetiche. In primo luogo, infatti, la struttura negoziale e la flessibilità propria dei derivati consente, come si vedrà nel seguito, di dare luogo a una partecipazione sintetica in grado di replicare esattamente i flussi di cassa di una partecipazione azionaria, senza che il titolare dell'investimento si trovi in alcun rapporto con la società che ha emesso le azioni in questione. Inoltre, ove si considerino in particolare i derivati che prevedano il *regolamento in contanti* (cioè senza consegna, alla scadenza, delle azioni cui il contratto si riferisce), la tecnica negoziale in questione consente di prescindere del tutto dalla circolazione fisica dei titoli azionari isolando quindi completamente l'azionista “sintetico” dalla realtà organizzativa dell'emittente cui il derivato si riferisce.

Tale risultato, per contro, non è assicurato dalle fattispecie poc'anzi passate in rassegna. In alcuni casi, infatti, come nel pegno e nell'usufrutto su azioni, si assiste a una dissociazione tra “rischio” e “potere” legati alla partecipazione azionaria ⁽¹¹⁾, ma non è reciso il rapporto tra il soggetto che assume esposizione “economica” nei confronti della società, da un lato, e quest'ultima, dall'altro: tali soggetti, infatti, sono titolari di posizioni giuridiche rivendicabili direttamente nei confronti della società; la loro posizione non può, quindi, definirsi “sintetica”. Nel caso delle azioni di godimento, anzi, essi sono addirittura soci.

In altri casi, quand'anche la posizione dell'azionista “sintetico” non sia opponibile alla società (si pensi al riportato e al compratore a termine, i quali non sono proprietari delle azioni durante la vigenza del contratto), l'azionista sintetico è tuttavia vincolato a (ri)entrare in possesso delle azioni al momento della scadenza del contratto, assumendo quindi la posizione di socio nell'emittente. Ciò rende meno appetibile il ricorso agli strumenti negoziali in questione con la finalità di effettuare (per le ragioni che si esamineranno in seguito) un investimento di natura realmente sintetica in un emittente.

3. *Partecipazioni sintetiche attraverso i derivati azionari cash-settled.* – Se, come si è detto, i derivati su azioni costituiscono lo strumento elettivo per la costruzione di partecipazioni (realmente) sintetiche, non si può, viceversa, affermare che la sottoscrizione di qualsiasi derivato azionario consenta a un investitore di “costruire” questa tipologia di investimento.

⁹ Sul ruolo sistematico delle azioni di godimento nel quadro dei fenomeni di dissociazione tra proprietà e voto cfr. E. BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, p. 48 ss. Sulle azioni di godimento nella riforma v. da ultimo F. GHEZZI, *Commento all'art. 2353*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 511 ss.

¹⁰ V. i dati riportati *infra* in questo capitolo, nonché il successivo cap. 2.

¹¹ Dissociazione, peraltro, non priva di rilievi sistematici ai fini dell'inquadramento dei rapporti tra partecipazioni sintetiche e organizzazione societaria: si v. in particolare *infra*, al cap. 5.

Innanzitutto, 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 (sul punto si tornerà più diffusamente nel par. 7). Inoltre, come subito si vedrà, tra le diverse tipologie “classiche” di derivati azionari (i *forward*, le opzioni e gli *swap*)¹², soltanto questi ultimi (ed anzi, soltanto i c.d. *total return equity swap*) replicano fedelmente l'andamento di un titolo azionario. Diversamente, i *forward* e le opzioni possono essere utilizzati per costruire partecipazioni azionarie sintetiche soltanto con opportune “correzioni” negoziali, ovvero utilizzando più strumenti derivati in combinazione tra loro¹³.

Per illustrare la “meccanica” negoziale di un investimento azionario sintetico costruito attraverso i derivati, pare allora opportuno esaminare analiticamente il contratto noto alla prassi come *total return equity swap* (o *TRES*)¹⁴. Nello sviluppare questo aspetto, si farà riferimento allo schema contrattuale e alla terminologia elaborati dall'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA)¹⁵, che fornisce il modello contrattuale oggi largamente più diffuso, in ambito internazionale, per la negoziazione dei derivati azionari (e degli *swap* in particolare)¹⁶. Successivamente, si esamineranno sinteticamente altri strumenti

¹² Cfr., per questa tradizionale classificazione, F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, p. 501 ss.

¹³ Cfr. M.D. DAYAN - G.A. RAW, *OTC Equity Derivatives: Hedging Transactions and Equity Swaps*, in *Advanced Swaps & Other Derivatives, PLI Corp. L. Prac. Course Handbook Series No. 14074*, 2008, p. 19 ss.

¹⁴ Per un'approfondita analisi in chiave giuridica di questa tipologia contrattuale cfr., oltre agli autori citati nelle note precedenti, cfr. E. GREENE E AA., *U.S. Regulation of International Securities and Derivatives Markets*, New York, 2005⁸, vol. 1, p. 14-7 ss.; cfr. inoltre F. DIALTI, *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006, p. 428 ss., e, più sinteticamente, G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di G. Carcano, P. Balzarini e M. Ventoruzzo, vol. 2, Milano, 2007, p. 632 ss.; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, p. 116 ss.

¹⁵ Si tratta dell'associazione che riunisce i principali operatori del mercato degli *swap*. Sull'ISDA e sul suo ruolo nello sviluppo del mercato dei derivati in genere cfr. F. PARTNOY, *ISDA, NASD, NASD, CFMA and NYSD: The Four Horsemen of Derivative Regulation?*, sul sito 'www.ssrn.com', part. p. 4 ss.

¹⁶ Conforme E. GREENE E AA. (nt. 14), p. 15-6. In generale, per un'introduzione ai modelli contrattuali elaborati dall'ISDA cfr. ALLEN & Overy, *An Introduction to the Documentation of OTC Derivatives*, 2002, sul sito 'www.isdadocs.org'; F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 113 ss.; e, recentemente, soprattutto E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 305 ss.; v. anche, con specifico riferimento agli *equity swap*, INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, INC. (ISDA), *User's Guide to the 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions – 2003 Edition*, New York, 2003, p. 1 ss. Può essere utile ricordare, in proposito, che, secondo lo schema negoziale elaborato dall'ISDA, i singoli contratti derivati (anche di diversa tipologia) conclusi tra due soggetti sono regolati da un unico contratto-quadro (il *Master Agreement*, oggi utilizzato nella sua versione più recente, risalente al 2002) che, oltre a fornire le definizioni più importanti, stabilisce – tra l'altro – la valuta e le modalità di pagamento degli importi che saranno di volta in volta dedotti in obbligazione dalle parti, le regole applicabili alla compensazione, le dichiarazioni e garanzie delle parti, la disciplina dell'inadempimento e del recesso (dove assume rilievo centrale la clausola di *close-out netting*, di problematico inquadramento sotto il profilo civilistico e fallimentare [cfr. A. PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca borsa*, 1998, I, p. 51 ss.], ma oggi in qualche modo

finanziari nella prospettiva della creazione di investimenti azionari sintetici, indagando in quale modo essi differiscano, sul piano delle caratteristiche contrattuali e dei flussi finanziari, dallo schema base del *TRES*.

4. *Il total return equity swap, con specifico riferimento al modello contrattuale elaborato dall'ISDA.* – Nella sua definizione tradizionale, uno *swap* è un contratto con il quale due parti si obbligano alla prestazione di pagamenti reciproci sulla base di parametri di riferimento diversi⁽¹⁷⁾.

Con riferimento agli *swap* su *azioni*, lo “scambio” di pagamenti si caratterizza, nella sua forma più semplice, per il fatto che una delle parti (che il modello ISDA definisce «equity amount payer»⁽¹⁸⁾ e che, nel gergo finanziario, è spesso indicato come la parte “corta” del contratto) corrisponde alla controparte (definita «equity amount receiver»⁽¹⁹⁾ o parte “lunga” del contratto) il c.d. *total return* (cioè il rendimento finanziario complessivo) di una o più azioni individuate dalle parti⁽²⁰⁾⁽²¹⁾. L'*equity amount receiver*, per contro, corrisponde all'*equity amount payer* interessi al tasso convenuto tra le parti, computati con riferimento a un capitale “teorico” (il «notional amount», anch'esso contrattualmente predeterminato e

“codificata” anche dalla legislazione comunitaria e nazionale: cfr. l'art. 203 t.u.f., nonché l'art. 7 d. lgs. n. 170 del 2004: e v., in argomento, per tutti A.V. GUCCIONE, *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2007). Il *Master Agreement* è un documento in sé completo, ma “spersonalizzato”, oltre che redatto in modo da adattarsi all'applicazione in diverse giurisdizioni; le parti possono fare le loro scelte di “personalizzazione” in una *Schedule* sottoscritta insieme al contratto (tra queste scelte, è compresa anche la scelta della legge applicabile, su cui v. specificamente E. GIRINO (nt. 12), p. 498 ss., per un'attenta analisi dei problemi sollevati dalla scelta di una legge applicabile di *civil law* a un contratto concepito in un ordinamento anglosassone). Infine, moduli noti come *Confirmations* contengono le caratteristiche giuridiche e le condizioni economiche dei singoli contratti derivati che vengono di volta in volta conclusi tra le parti nel contesto normativo definito dal *Master Agreement*.

Per un'illustrazione dei principali modelli di *master agreements* alternativi al modello ISDA (segnatamente lo *European Master Agreement (EMA)*) si v. ancora E. GIRINO (nt. 12), p. 511 ss.

¹⁷ Secondo la definizione oggi prevalente in dottrina: cfr. per tutti F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 502. Lo “scambio” di pagamenti costituisce, come noto caratteristica comune di tutti i contratti di *swap*. Cfr. soprattutto G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, p. 39 ss.; F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 54 ss.; E. GIRINO (nt. 16), p. 62 ss.

¹⁸ Cfr. ISDA, *2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*, New York, 2002, *Sec.* 5.1 (di seguito le definizioni saranno anche indicate come “ISDA EDD”). Il contenuto e le definizioni ISDA sono illustrate e commentate in ISDA, *User's Guide to the 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions*, New York, 2003, ove anche utili schemi riassuntivi che chiariscono il funzionamento delle clausole contrattuali del modello.

¹⁹ Cfr. ISDA EDD, *Sec.* 5.2.

²⁰ Tali azioni sono comunemente richiamate come “sottostanti” o, nella terminologia anglosassone, come “*reference assets*”.

²¹ Nel lessico ISDA, i *TRES* che fanno riferimento a un singolo titolo azionario sono denominati «Share Swap Transaction», mentre i *TRES* che fanno riferimento a più titoli azionari sono denominati «Share Basket Swap Transaction»: cfr. ISDA EDD, *Sec.* 1.4.

così definito perché costituisce unicamente parametro di riferimento per la determinazione delle prestazioni tra le parti)⁽²²⁾.

Occorre ora soffermarsi su alcuni concetti fin qui solo rapidamente accennati, cominciando con la prestazione dell'*equity amount payer*. Nel complesso gioco delle definizioni ISDA, il *total return* che tale soggetto è tenuto a corrispondere alla controparte risulta essere la somma algebrica di: (i) un importo corrispondente ai *dividendi* che l'emittente le azioni sottostanti abbia corrisposto agli azionisti nel corso della durata del contratto; (ii) l'*apprezzamento* del titolo sottostante in tale periodo; (iii) il *deprezzamento* nel medesimo lasso di tempo. Evidentemente, non sempre l'*equity amount payer* corrisponderà effettivamente un pagamento all'*equity amount receiver*: ciò avverrà unicamente quando il *total return* del titolo, come sopra determinato, sia positivo; in caso contrario, sarà l'*equity amount receiver* a corrispondere il differenziale.

Occorre ancora precisare che, solitamente, il *total return* del sottostante è calcolato in termini percentuali, sotto forma di tasso di rendimento del titolo rapportato al suo prezzo all'inizio del contratto. Il tasso viene poi applicato a un capitale (anch'esso "teorico") sottostante, denominato «equity notional amount».

Corrispettivamente, gli interessi sul *notional amount* che l'*equity amount receiver* sarà tenuto a corrispondere sono di norma determinati in base a un tasso di interesse interbancario internazionale (tipicamente, il LIBOR o l'EURIBOR), maggiorato di un certo *spread*). Teoricamente, i due capitali "teorici" in base ai quali sono determinate le reciproche prestazioni delle parti (cioè l'*equity notional amount* – sulla base del quale è determinata la prestazione dell'*equity amount payer* – e il *notional amount* – sulla base del quale è determinata la prestazione dell'*equity amount receiver*) possono essere di diverso ammontare; tuttavia essi normalmente coincidono, rendendo così simmetrici i parametri di riferimento per il calcolo delle prestazioni dedotte in contratto ⁽²³⁾.

Un esempio aiuta a chiarire la dinamica di un *TRES* nella sua forma più semplice, e con alcune semplificazioni.

Si supponga che due parti concludano uno *swap* avente come sottostante le azioni emesse dalla società Alfa. Il contratto ha le seguenti caratteristiche:

- *equity notional amount*: Euro 1.000.000,00;
- *notional amount*: Euro 1.000.000,00;
- durata del contratto: 1° gennaio – 31 dicembre 20XX;
- tasso di riferimento: EURIBOR (come rilevato 2 giorni lavorativi prima della data di inizio del contratto)⁽²⁴⁾ + 3%.

Le variabili rilevanti sono così quantificate:

²² Capitale solo "teorico" perché, come noto, nello schema dei contratti differenziali tra cui lo *swap* rientra, esso non forma oggetto di prestazione tra le parti.

²³ La determinazione concreta delle prestazioni contrattuali è affidata, nel modello ISDA, a un «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. Naturalmente il ruolo del *calculation agent* può essere affidato a una delle due parti, nell'interesse di entrambe.

²⁴ È questa, come meglio si vedrà in seguito, l'opzione più comunemente scelta nella prassi.

- EURIBOR di riferimento: 2%;
- prezzo delle azioni Alfa sul mercato regolamentato di riferimento ⁽²⁵⁾ al 1° gennaio: Euro 100,00;
- prezzo delle azioni Alfa sul mercato regolamentato di riferimento al 31 dicembre: Euro 110,00;
- nessun dividendo corrisposto da Alfa ai propri azionisti nel corso della durata del contratto.

Alla data del 31 dicembre, il *total return* delle azioni Alfa può essere così calcolato ⁽²⁶⁾:

$$\frac{(\text{prezzo finale}) - (\text{prezzo iniziale})}{\text{prezzo iniziale}} = \frac{110 - 100}{100} = 0,1$$

La prestazione dell'*equity amount payer* sarà dunque pari a:

$$\text{Equity notional amount} \times \text{total return}$$

e, dunque, pari a:

$$\text{Euro } 1.000.000,00 \times 0,1 = \text{Euro } 100.000,00$$

La prestazione dell'*equity amount receiver* sarà invece pari a:

$$\text{Notional Amount} \times (\text{EURIBOR} + 3\%)$$

e, dunque, pari a:

$$\text{Euro } 1.000.000,00 \times (0,2 + 0,3) = \text{Euro } 50.000,00$$

In via di compensazione, pertanto, lo *swap* sarà regolato dal pagamento, dalla parte “corta” a quella “lunga”, di un importo pari a Euro (100.000,00 – 50.000,00), cioè Euro 50.000,00.

Come si evince dallo schema delineato, la parte “lunga” (o *equity amount receiver*) assume, nei confronti del sottostante, un rischio paragonabile a quello di un azionista: lucra flussi di cassa positivi proporzionali al capitale di riferimento in conseguenza dell'apprezzamento del valore delle azioni sottostanti e dalla eventuale distribuzione di dividendi da parte dell'emittente di riferimento; i flussi di cassa sono invece negativi in

²⁵ Sul punto v. *infra*.

²⁶ Le parti, peraltro, spesso adottano meccanismi di “*averaging*”: per determinare il prezzo finale delle azioni di riferimento si riferiscono a una media di prezzi rilevata nei giorni di mercato aperto precedenti la data di chiusura del contratto. Ciò consente di evitare che “picchi” anomali nei prezzi di borsa influenzino indebitamente il regolamento contrattuale nonché, naturalmente, rendono più difficili azioni manipolative da parte dei contraenti.

caso di deprezzamento delle azioni sottostanti. La parte “lunga” di un *TRES* è, insomma, il titolare di una partecipazione sintetica costituita dalle azioni di riferimento; più precisamente, il valore iniziale della partecipazione in questione è pari al capitale nozionale sul quale viene applicato – come veduto – il tasso che indica *total return* delle azioni di riferimento. Per converso, la parte “corta” (o *equity amount payer*) assume, nei confronti del sottostante, un rischio opposto, di tipo “ribassista”.

Occorre, d'altra parte, considerare l'obbligo di corrispondere gli interessi sul capitale nozionale, che grava sull'*equity amount receiver*. In sostanza, dunque, la posizione di tale soggetto è equiparabile a quella di chi prende a mutuo un capitale per l'acquisto di una partecipazione azionaria, con l'aspettativa di lucrare un profitto netto dai flussi di cassa che quest'ultima sarà in grado di generare, dedotto il costo del capitale in prestito.

5. (segue): *Variabili contrattuali di un total return equity swap: in particolare, il moltiplicatore e le valuation dates periodiche.* – Tanto osservato sullo schema più semplice di *TRES*, è opportuno ricordare che il modello di base è sovente alterato dall'impiego di alcune variabili, che saranno talora richiamate nel seguito di questo lavoro.

Anzitutto, la posizione della parte “lunga” del contratto – fin qui equiparata a quella del possessore di una partecipazione azionaria sintetica – può essere resa più o meno “sensibile” al rendimento delle azioni sottostanti. Ciò avviene, tipicamente, attraverso l'impiego di un *moltiplicatore*, da applicare nel calcolo del *total return* del sottostante ⁽²⁷⁾. Tornando all'esempio numerico del paragrafo precedente, l'impiego di un moltiplicatore pari – poniamo – a 1,2 modificherà in questo modo il tasso che indica il *total return* delle azioni di riferimento:

$$(0,1 \times 1,2) = 0,12.$$

Di conseguenza, la prestazione dell'*equity amount payer* sarà pari a:

$$\text{Euro } 1.000.000,00 \times 0,12 = 120.000,00$$

In sostanza, il rischio legato all'investimento sintetico del *receiver* viene amplificato dall'utilizzo di un moltiplicatore maggiore di 1. L'opposto, naturalmente, si verifica con l'impiego di un (de)moltiplicatore compreso tra 0 e 1.

Una seconda, importante variabile contrattuale riguarda la *cadenza temporale* dei pagamenti ⁽²⁸⁾. Nell'esempio del paragrafo precedente, lo *swap* ha una durata annuale, con un regolamento unico stabilito al termine della durata del contratto. Tuttavia, è frequente

²⁷ Cfr. ISDA EDD, *Sec. 1.22*. Il meccanismo di funzionamento è illustrato in ISDA, *User's Guide* (nt. 18), p. 67.

²⁸ Cfr. ISDA, *User's Guide* (nt. 18), p. 67.

osservare contratti in cui sono stabiliti termini di pagamento intermedi (tipicamente trimestrali)⁽²⁹⁾.

Più specificamente, secondo il modello ISDA, le parti possono stabilire periodiche «valuation dates», in corrispondenza delle quali viene rilevato (a cura del *calculation agent*) il prezzo delle azioni sottostanti (e a quella data si verifica altresì l'eventuale pagamento di dividendi da parte dell'emittente di riferimento). Su tale base, viene determinata la differenza di prezzo dell'azione sottostante tra la data di inizio del contratto e la *valuation date* stessa. Sicché, in data di poco successiva alla *valuation date* (es.: 2 giorni lavorativi dopo: c.d. «cash settlement payment date»), la parte “lunga” è tenuta al pagamento del differenziale di prezzo osservato nel corso del periodo. Naturalmente, per quanto riguarda i periodi di tempo compresi tra una *valuation date* e la successiva, la differenza di prezzo rilevante sarà quella calcolata sulla base dei prezzi rilevati in corrispondenza di ciascuna *valuation date* ⁽³⁰⁾.

Similmente, il contratto può prevedere che anche gli interessi sul capitale nozionale, da corrispondersi a cura della parte “corta”, siano computati periodicamente. In questo caso, la data rilevante per l'inizio del computo è nota come «reset date», e il tasso di riferimento è – normalmente – quello rilevato due giorni lavorativi prima della *reset date* stessa. Il pagamento avviene in data di poco successiva alla *reset date*. Usualmente, *valuation date* e *reset date* coincidono (così come le rispettive date di pagamento), dando alle prestazioni contrattuali delle due parti veste simmetrica.

Un'ulteriore precisazione riguarda l'impatto finanziario delle pattuizioni poc'anzi illustrate. Qualora le parti stabiliscano *valuation dates* e *reset dates* nel corso della durata del contratto, è possibile altresì convenire che, anziché fare luogo ai pagamenti, i capitali nozionali di riferimento siano di volta in volta rideterminati *ex novo* («reset») sulla base del valore del sottostante rilevato in corrispondenza di ciascuna *valuation date*, secondo un meccanismo che riflette il metodo di contabilizzazione c.d. *mark-to-market*.

E così, ad esempio, se l'*equity notional amount* e il *notional amount* sono inizialmente pari a Euro 1.000.000,00, il *total return* delle azioni rilevato alla prima *valuation date* (es.: +10%) contribuirà a rideterminare il capitale di riferimento per il periodo successivo, portandolo da Euro 1.000.000,00 a Euro 1.100.000,00. Il *total return*, in sostanza, viene “capitalizzato” in corrispondenza di ciascuna *valuation date* ⁽³¹⁾.

6. (segue): *Trattamento dei dividendi*. – Le esemplificazioni condotte finora hanno per semplicità trascurato l'ipotesi di pagamento di dividendi da parte dell'emittente di

²⁹ Nel gergo finanziario, la previsione di termini di pagamento intermedi distingue gli *swap* che potremmo definire *TRES* “in senso stretto” dai c.d. *bullet swap*. Anche per questi ultimi contratti, peraltro, è consueta la previsione di termini intermedi (*valuation dates*, tipicamente trimestrali) nei quali le differenze di prezzo del sottostante sono rilevate e “capitalizzate” nell'*equity notional amount*.

³⁰ Cfr., per le definizioni riportate nel testo, ISDA EDD, *Art. 6*, ove si trova anche la complessa disciplina dei casi di alterazione delle date dovute a eventi di mercato, quali la sospensione dei corsi, la chiusura dei mercati e altri.

³¹ Questa previsione è di prassi nei c.d. *bullet swap* (cfr. *supra*, nt. 29).

riferimento. Come precisato in apertura del capitolo, tuttavia, la considerazione dell'impatto dei dividendi sui flussi di cassa stabiliti dal contratto derivato costituisce un elemento essenziale per la costruzione di una partecipazione sintetica. Anzi, il computo dei dividendi distingue il modello del *total return swap* da quello del *price return swap* in base al quale – appunto – i flussi di cassa dovuti tra le parti sono calcolati unicamente in relazione al *prezzo* delle azioni sottostanti, senza tenere in considerazione i dividendi eventualmente pagati.

In tema di dividendi, le parti dispongono di svariate alternative⁽³²⁾. Innanzitutto, le parti possono scegliere in che modo computare i dividendi spettanti durante la pendenza del contratto: secondo un criterio di cassa (spetteranno, cioè, alla parte “lunga” tutti i dividendi *pagati* dall'emittente di riferimento nel corso della durata del contratto), ovvero secondo il criterio della *record date* (qualora la data che attribuisce il diritto al dividendo sia compresa nella durata del contratto), ovvero ancora secondo il criterio della *data di stacco* del dividendo (in questo caso, saranno attribuiti alla parte “lunga” i dividendi la cui data di stacco sia compresa nella durata del contratto)⁽³³⁾.

Inoltre, in presenza di un contratto che preveda più di una *valuation date*, le parti possono convenire che i dividendi spettanti in base alle previsioni contrattuali siano automaticamente “reinvestiti” (e, dunque, come nel caso del *capital gain/loss* sopra esaminato, capitalizzati nell'*equity notional amount*, che sarà di conseguenza modificato) anziché essere corrisposti alle scadenze previste⁽³⁴⁾.

Infine, le parti possono stabilire come intendono trattare dividendi di natura straordinaria⁽³⁵⁾.

7. (segue): *Modalità di regolamento*. – Fino a questo punto, l'analisi si è soffermata su tipologie di contratti *swap* regolati *in contanti* (c.d. *cash-settlement*): la posizione, infatti, di un

³² Cfr. ISDA EDD, *Sec.* 10.

³³ Cfr. ISDA EDD, *Sec.* 10.1. Ancora una volta, un esempio numerico aiuta a chiarire le diverse alternative. Si ipotizzi che l'emittente di riferimento riconosca il diritto al dividendo agli azionisti che siano titolari delle azioni in data 20 gennaio, che quindi le azioni comincino a essere scambiate “*ex dividendo*” a partire dal 21 gennaio e che, infine, l'emittente provveda al pagamento del dividendo in data 24 gennaio. Se, ad esempio, il termine finale del contratto è fissato al giorno 23 gennaio, la parte “lunga” avrà diritto, nei confronti della controparte, al pagamento dei dividendi sulle azioni sottostanti soltanto se sia stato adottato il criterio della *record date* o quello della data di stacco (entrambe comprese nel termine di durata del contratto). Diversamente, qualora fosse adottato il criterio dell'effettivo pagamento della cedola, l'investitore in questione non avrebbe diritto alla corresponsione di un importo corrispondente al dividendo erogato. Sulla divergenza tra la data di “stacco cedola” e quella di pagamento dei dividendi nei mercati regolamentati italiani (nonché sui vincoli che gli emittenti incontrano nello stabilire le date in questione) si v. *Art.* 2.6.7 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., nella versione in vigore dal 28 giugno 2010. In argomento v. P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, p. 245 s., part. nt. 155.

³⁴ Cfr. ISDA EDD, *Sec.* 10.4.

³⁵ Cfr. ISDA EDD, *Sections* 10.6 e 10.7. Se le parti non hanno definito le caratteristiche di “straordinarietà” del dividendo, la definizione è rimessa al *calculation agent*.

investitore titolare di una partecipazione sintetica non importa la necessità che questi sia in possesso delle azioni sottostanti alla scadenza del contratto.

Il modello ISDA contempla, peraltro, l'alternativa della consegna delle azioni alla conclusione del rapporto (c.d. *physical settlement*) – obbligazione che incomberà sull'*equity amount payer* in sostituzione della corresponsione del differenziale di prezzo secondo lo schema descritto nel par. [4] ⁽³⁶⁾. In questo caso, le parti sono solite specificare nel contratto, anziché un “capitale nozionale”, un *numero di azioni* al quale il contratto si riferisce, e che formeranno oggetto di consegna a scadenza (nella prassi, un contratto fa di solito riferimento a 100 azioni).

Si noti che le parti possono scegliere di configurare la clausola sulle modalità di *settlement* del contratto alla stregua di un'*obbligazione alternativa*, nella quale la facoltà di scelta può essere rimessa sia all'investitore in posizione “lunga”, sia alla controparte “corta”. In questa eventualità, il modello ISDA si incarica di disciplinare i termini entro i quali la «electing party» ha l'onere di comunicare all'altra la propria scelta. In mancanza di comunicazione (così come nel caso in cui le parti non specificano, nel contratto, alcuna modalità di *settlement*) lo *swap* sarà regolato in contanti ⁽³⁷⁾.

Si noti come la previsione di una clausola di *cash* o di *physical settlement* abbia spesso conseguenze dirimenti sul piano della disciplina – specie di trasparenza – applicabile ⁽³⁸⁾: anzi – come già anticipato – il problema dell'assoggettabilità dei derivati azionari regolati in contanti alla disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti costituisce questione centrale intorno alla quale si svilupperà l'analisi affrontata nei successivi capitoli 3 e 4. Nel nostro ordinamento, peraltro, uno *swap* azionario è qualificato come strumento finanziario (*ex art. 1, comma 2 t.u.f.*) indipendentemente dalla modalità di regolamento prevista dalle parti (cfr. in particolare lett. *d*))⁽³⁹⁾.

³⁶ Cfr. ISDA EDD, *Sec. 9.3*.

³⁷ Cfr. ISDA EDD, *Sec. 7.1*.

³⁸ Rimandando al cap. 3 per una più ampia illustrazione del problema, basti qui anticipare che, ai sensi dell'art. 116, lett. *d*), del. Consob n. 11971/1999, soltanto le azioni che costituiscono il sottostante di contratti derivati attribuiscono a una delle parti il diritto alla consegna delle azioni stesse danno luogo ad obblighi di comunicazione secondo la disciplina delle partecipazioni rilevanti.

³⁹ Così era stabilito già in seguito all'attuazione del d. lgs. Eurosim (n. 416/1996), l'art. 1, comma 1, lett. *b*). La scelta è poi stata confermata in sede di attuazione del t.u.f. (cfr. in argomento R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, p. 36; F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 171; v. anche la Comunicazione Consob n. DIN/1055860 del 19 luglio 2001) e in sede di attuazione della direttiva 2004/39/CE (la direttiva Mifid, infatti, classifica tutti i derivati azionari alla stregua di strumenti finanziari: cfr. Allegato I, Sezione C, n. 4). Come è noto, la questione della assimilabilità di un contratto di *swap* a un “valore mobiliare” era assai controversa sotto il vigore della l. n. 1 del 1991, dove la nozione di valore mobiliare era parametro per valutare il rispetto delle riserve di attività in materia di intermediazione finanziaria stabilite dalla legge (la questione fu affrontata prevalentemente con riferimento a contratti di *swap* su valuta, e precisamente rispetto ai *domestic currency swap*): cfr. in luogo di molti, in dottrina, F. CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, in *Banca borsa*, 1991, I, p. 792 ss. (favorevole a ricomprendere tutti i contratti in questione tra i valori mobiliari; E. TONELLI, *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, *ivi*, 1993, I, p. 342 ss. (con orientamento più articolato); R. COSTI, *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. banc.*, 1992, I, p.

8. *Varianti del total return equity swap: in particolare, i contracts for difference.* – La prassi internazionale conosce alcune varianti del modello di *TRES* sopra descritto.

Si è già fatto cenno al c.d. *bullet swap*, così denominato perché prevede che lo scambio delle prestazioni tra le parti abbia luogo in un'unica soluzione in corrispondenza del termine finale del contratto, anziché ripetutamente in corrispondenza delle varie *valuation dates* (solitamente trimestrali) individuate dal contratto ⁽⁴⁰⁾.

Assimilabile al modello del *TRES*, ma con alcune significative varianti, è il *contract for difference* (comunemente: *CfD*), ideato nei primi anni '90 del secolo scorso, che ha conosciuto in tempi recenti una straordinaria diffusione sul mercato inglese, dove alcuni *CfDs* sono quotati sui mercati regolamentati ⁽⁴¹⁾. Come nel caso dei *bullet swap*, anche i

159; G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. X, Torino, 1993, p. 77 ss.; A. PERRONE, *Osservazioni a Trib. Milano 21 febbraio 1995 (ord.) e Trib. Milano 11 maggio 1995 (ord.)*, in *tema di applicabilità agli swaps della legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in *Banca borsa*, 1996, II, p. 447 ss. (Autori, questi ultimi, contrari a ricomprendere gli *swap* tra i valori mobiliari). La giurisprudenza assumeva invece, in generale, atteggiamento più rigoroso (la natura di valore mobiliare degli *swap* su valute fu affermata, da ultimo, anche dalla S.C.: cfr. Cass. 11 novembre 1997, n. 11279). Ampi riferimenti in F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 163 ss. e in E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, tomo II, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2004, p. 1087 ss.

Ferma, oggi, la riconducibilità degli *swap* alla categoria degli strumenti finanziari, questione diversa riguarda l'individuazione dei limiti alla libertà dei privati di stipularli e negoziarli. Sotto il profilo della *negoziabilità*, non pare esservi dubbio che essa, quando esercitata professionalmente e nei confronti del pubblico, ricada nella riserva di attività di cui all'art. 18 t.u.f. e non possa, pertanto, essere svolta se non da banche e imprese di investimento autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti (cfr. per tutti ancora F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 171). Controverso è, invece, se anche la *stipulazione* di un contratto di *swap* incontri le stesse limitazioni: l'Autore da ultimo citato propende per la negativa (cfr. p. 171); ma, in senso affermativo, si v. l'orientamento della Consob, ancora ribadito (sia pure con riferimento a contratti *swap* su energia elettrica) nella citata Comunicazione DIN/1055860 del 19 luglio 2001 (ove richiami a orientamenti già espressi in precedenza).

⁴⁰ Come detto, peraltro, nei *bullet swap* è d'uso prevedere la "capitalizzazione" trimestrale dei flussi di cassa rilevati tra una *valuation date* e la successiva, con conseguente aggiornamento dell'*equity notional amount*. Cfr. *supra*, nt. 29. Una analitica descrizione comparativa dei flussi di cassa di un *TRES* e di un *bullet swap* rispetto all'andamento di un titolo azionario comune è contenuta nella presentazione "*Equity Derivative Transactions*", che ho potuto consultare per la cortesia degli autori J.B. Carlson e J. Telpner dello studio legale Mayer Brown di New York.

⁴¹ L'analisi dei *contracts for difference* è spesso confinata in una trattazione di carattere pratico, con scarsa attenzione ai profili giuridici. Cfr. peraltro, in argomento, le considerazioni di A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, Londra, 2006, p. 15-5 s. Per alcuni dati statistici sulla diffusione dei *CfD* nel mercato inglese, cfr. FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference - Consultation and draft Handbook text*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.gov.uk', p. 3 ss.; per altri dati statistici relativi alla diffusione di questi strumenti in altri paesi, anche non comunitari, si può consultare il sito 'www.contracts-for-difference.com'. I *CfDs* hanno ricevuto un espresso "riconoscimento" in sede comunitaria, allorché la direttiva Mifid li ha annoverati quali categoria a sé stante tra gli strumenti finanziari derivati: cfr. direttiva 2004/39/CE, Allegato I, Sezione C, n. 9. E v., corrispondentemente, art. 1, comma 2, lett. i), t.u.f. Negli

CfDs prevedono il regolamento in un'unica soluzione dopo lo scioglimento del contratto. Tuttavia, a differenza dei *TRES* e dei *bullet swap*, i *CfDs* sono, di norma, stipulati a tempo indeterminato; le parti (o, almeno, la parte "lunga" che acquista l'investimento sintetico) sono peraltro libere di recedere liberamente del contratto in ogni momento, facendosi quindi luogo al *settlement*.

Sul piano della definizione dei flussi di cassa, i *CfDs* prevedono, a differenza dei modelli contrattuali fino a questo punto esaminati, una rivalutazione *giornaliera* delle azioni sottostanti, nonché una corrispondente capitalizzazione degli interessi maturati. Di fatto, le prestazioni delle parti di un *CfD* sono definite in base a una rigorosa applicazione del metodo del *mark-to-market*; ciò che comporta una maggiore esposizione dell'investitore in posizione "lunga" nei confronti della *volatilità* dei titoli sottostanti, anziché del solo rendimento degli stessi⁽⁴²⁾.

Da ultimo, è il caso di ricordare che i modelli contrattuali utilizzati per redigere i *CfDs* non sono quelli ISDA, ancorché spesso le parti introducano tali varianti al modello più diffuso nella *schedule* sottoscritta a *latere* di un *Master Agreement* ISDA⁽⁴³⁾.

9. *La costruzione di una partecipazione sintetica attraverso contratti derivati non riconducibili allo swap: in particolare, attraverso contratti aventi "delta" pari a uno.* – I *TRES* (e le loro varianti in precedenza delineate) non sono gli unici contratti derivati capaci di offrire alla parte in posizione "lunga" un'esposizione sintetica alle azioni sottostanti.

In particolare, risultati simili possono essere conseguiti con l'impiego di derivati azionari diversi dallo *swap*, in quanto rispondenti a schemi causali differenti, ma accomunati a quest'ultimo dalla caratteristica di replicare fedelmente – in termini di flussi di cassa – l'andamento delle azioni sottostanti⁽⁴⁴⁾. Si è soliti riferirsi a questi derivati come a derivati con "delta" pari a uno (in gergo, *delta-one derivatives*), con riferimento al coefficiente che misura la variazione del prezzo di un derivato in dipendenza del prezzo dello strumento finanziario sottostante⁽⁴⁵⁾.

L'esempio più semplice è quello dei derivati *forward* che replicano – sia pure, forse, sulla base di uno schema causale diverso – lo schema di una vendita a termine di azioni

Stati Uniti, invece, la stipulazione di *CfD* da parte di intermediari nei confronti del pubblico non è consentita, in quanto – parrebbe – i contratti in questione non sono ricompresi tra gli *swap* esentati dalla regolamentazione dei giochi e delle scommesse ai sensi del *Commodity Futures Modernization Act* del 2000: in argomento cfr. E. GREENE E AA. (nt. 14), p. 14-9 ss.

⁴² La volatilità, infatti, è un parametro che misura la variabilità dei rendimenti in relazione al tempo: cfr. A. ROSS E AA. (nt. 1), p. 452 s.

⁴³ Cfr. A. HUDSON (nt. 41), p. 15-6. Sui rapporti tra *Master Agreement* e *Schedule* nell'architettura dei modelli contrattuali ISDA cfr. *supra*, nt. 16.

⁴⁴ Cfr. M.D. DAYAN - G.A. RAW (nt. 13), p. 22.

⁴⁵ Cfr. per tutti J. HULL, *Options, Futures and Other Derivative Securities*, Upper Saddle River (NJ), 1993, p. 298: il più diffuso manuale in tema di tecnica e valutazione degli strumenti derivati definisce il *delta* di un derivato come «the rate of change of its price with respect to the price of the underlying asset». In sostanza, se il *delta* di un derivato azionario è pari a 1, all'aumento di un'unità nel prezzo nell'azione sottostante fa riscontro un aumento di proporzione identica nel valore del contratto.

(46). Naturalmente, anche con riferimento ai *forward* le parti possono pattuire che il regolamento delle posizioni contrattuali avvenga per contanti (47).

E così, il contratto – riferito ad un numero predeterminato di azioni – prevedrà che, a scadenza ovvero in corrispondenza di una delle *valuation dates* intermedie stabilite dalle parti, queste ultime si corrispondano la differenza tra il prezzo effettivo delle azioni di riferimento alla scadenza convenuta (definito «settlement price» nella terminologia ISDA) e il prezzo pattuito contrattualmente (c.d. «forward price»). Naturalmente, se la differenza tra i due prezzi è positiva, la differenza sarà corrisposta al “compratore” (cioè dal soggetto interessato a lucrare da un incremento dei prezzi delle azioni sottostanti – la parte “lunga”); viceversa, la differenza sarà corrisposta al “venditore” (il soggetto con aspettative opposte – la parte “corta”) (48).

⁴⁶ Come noto, è assai dibattuto se un contratto *future* condivida con la vendita a termine la natura commutativa e non sia invece, a differenza di quest’ultimo tipo contrattuale, caratterizzato da causa aleatoria. La questione, che ha fondamentale rilievo pratico ai fini dell’applicabilità ai derivati in questione del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta *ex artt.* 1467 e 1469 c.c., nonché per l’applicazione ai derivati in questione delle norme codicistiche in tema di vendita a termine, vede gli interpreti schierarsi sul almeno tre posizioni diverse (le quali si sono, per la verità, confrontate soprattutto sul terreno dell’*interest rate swap* e del *currency swap*, i quali, peraltro, possono essere scomposti in una serie di contratti a termine). Da un lato, vi è chi non dubita della natura aleatoria del derivato, sulla base dell’osservazione che il valore di almeno una delle prestazioni dedotte nel contratto è determinato da un evento futuro e incerto, quale la variazione del valore del sottostante (per questa tesi cfr. soprattutto R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, I, p. 112 ss.; v. anche F. CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, in *BBTC*, 1991, p. 792 ss.; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *BBTC*, 1995, II, p. 82 ss.; e, sia pure con prospettiva prevalentemente incentrata sull’analisi del c.d. *swap* domestico, anche B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, p. 597 ss. Da altro lato, si afferma la natura commutativa del contratto derivato, osservando che «il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell’alea normale del contratto di swap, di quell’alea cioè che non si inserisce nel contenuto del contratto sì da qualificarne la funzione, ma rimane ad esso estrinseca per quanto di fatto connessa con lo svolgimento esecutivo del rapporto contrattuale»: così F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 76 s., il quale altresì osserva come molti degli elementi negoziali adottati a sostegno della tesi dell’aleatorietà siano in realtà eventuali oppure unicamente attinenti alle motivazioni di chi conclude il contratto, ma non alla causa di questo. Nello stesso senso v. anche G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, p. 587 ss. Su posizione intermedia si attesta chi ritiene che solo eventualmente i derivati siano contratti aleatori, mentre essi possono assumere natura commutativa sia pure in presenza di «un’alea norma “illimitata”» (così G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 41). Su posizione intermedia anche E. GIRINO (nt. 12), p. 283, osservando, in critica a tutte le tesi sopra richiamate, come «il derivato si sottrae al rimedio di cui all’art. 1467, non già perché sia aleatorio o perché la sua alea norma sia illimitata, ma perché la fluttuazione dei parametri di riferimento costituisce propriamente, specificamente, tipicamente lo strumento per apprezzare il valore delle prestazioni dedotte in contratto e per pervenire alla formazione del differenziale».

⁴⁷ Nel modello ISDA, peraltro, a differenza di quanto avviene per i *TRES*, in caso di mancata specificazione della *settlement method* di un contratto *forward*, il regolamento si intende in natura (cfr. ISDA EDD, *Sec.* 7.1).

⁴⁸ Cfr. ISDA EDD, *Sec.* 8.4 - 8.5.

Così come nel caso degli *swap*, le parti possono inoltre prevedere il pagamento dei dividendi al “compratore”, ovvero il periodico “reinvestimento” degli stessi nel capitale di riferimento: in tal modo, l’esposizione sintetica del compratore alle azioni sottostanti diviene completa.

In conclusione, dunque, sul piano delle caratteristiche della partecipazione sintetica che il derivato consente di costruire, la principale differenza del *forward* rispetto allo *swap* (a prescindere dalla diversa matrice causale dei due contratti)⁽⁴⁹⁾ è determinata dal fatto che, nei *forward*, il prezzo rispetto al quale è determinata la prestazione differenziale caratteristica del contratto non corrisponde al prezzo delle azioni sottostanti al tempo in cui il contratto è stato concluso, bensì ad un diverso prezzo (il *forward price*) determinato *ad hoc* dalle parti in contratto. Stipulando un contratto *forward*, le parti, in sostanza, non calibrano le proprie aspettative di profitto circa il rendimento delle azioni sottostanti rispetto al rendimento di un capitale prestato a mutuo (ciò che – si è detto – si verifica nello *swap*) in un dato periodo di tempo, bensì rispetto a 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 viene sottoscritto.

10. (segue): *La costruzione di partecipazioni sintetiche attraverso le opzioni: opzioni call con prezzo di esercizio nullo...* – Ciò detto con riferimento ai derivati c.d. *delta one*, si registra, nella prassi, l’utilizzo di strutture più complesse che, sia pure con l’impiego di derivati che non replicano in misura proporzionale le variazioni di prezzo del sottostante, consentono la creazione di una posizione contrattuale che attribuisce all’investitore in posizione “lunga” flussi di cassa assimilabili a quelli di uno *swap* ⁽⁵⁰⁾.

Le opzioni rappresentano la principale tipologia di derivato con coefficiente “delta” diverso da 1. Come è noto, infatti, le opzioni attribuiscono al beneficiario un’esposizione *asimmetrica* nei confronti dello strumento finanziario sottostante, poiché l’esercizio del diritto che incorporano è rimesso alla discrezione del beneficiario e ragionevolmente avverrà soltanto quando la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo dello strumento finanziario al momento in cui l’opzione viene esercitata sia conveniente per il beneficiario stesso (cioè quando l’opzione è – secondo la comune espressione – *in the money*). Tale caratteristica, all’evidenza, è decisiva nella determinazione del prezzo (e del valore) dell’opzione stessa ⁽⁵¹⁾.

⁴⁹ Il *forward* non contempla, infatti, l’obbligo della parte “lunga” di corrispondere alla controparte gli interessi sul *notional amount* stabilito contrattualmente negli *swap*.

⁵⁰ Per un’illustrazione di tali strutture cfr. M.D. DAYAN - G.A. RAW (nt. 13), p. 22.

⁵¹ Il teorema per la determinazione del prezzo delle opzioni, infatti, “proietta” all’indietro nel tempo lo scenario che si presenterà di fronte al beneficiario dell’opzione alla scadenza di questa: il prezzo dell’opzione è infatti funzione – tra l’altro – del prezzo dell’azione sottostante, della sua varianza, nonché del tempo che separa la data in cui la valutazione è effettuata dalla scadenza del derivato (cfr., per una piana esposizione di questi concetti, prodromici alla dimostrazione del teorema di Back-Scholes, cfr. S.A. ROSS E AA. (nt. 1) p. 446 ss.).

Tuttavia, è possibile costruire strutture “delta 1” anche utilizzando le opzioni. Una prima tecnica è quella di impiegare opzioni c.d. *zero-strike*, cioè opzioni di tipo *call* il cui prezzo di esercizio è pari a zero: in sostanza, a seguito dell’esercizio dell’opzione (e ipotizzando che il contratto sia regolato per contanti), il beneficiario avrà diritto a ricevere un pagamento corrispondente all’intero prezzo dell’azione sottostante (come se, in caso di regolamento in natura, avesse acquistato azioni gratuitamente⁵²). In questo caso, l’opzione può essere esercitata gratuitamente, ed è quindi sempre *in the money* (l’azione sottostante, infatti, non può avere prezzo negativo); di conseguenza, anche il premio per la concessione di un’opzione *zero-strike* sarà pari, in ogni momento della durata del contratto di opzione, al prezzo delle azioni sottostanti moltiplicato per il numero di tali azioni⁵³. Naturalmente, come negli altri casi veduti, le parti potranno convenire di aggiustare il prezzo di esercizio tenendo conto dei dividendi distribuiti dall’emittente di riferimento tra la data di conclusione del contratto e la data di esercizio dell’opzione, così da rendere completa l’esposizione del beneficiario ai flussi di cassa legati all’azione sottostante.

La differenza con le tipologie di derivati finora esaminate è peraltro evidente sotto più aspetti. Innanzitutto, salvo che l’opzione sia concessa gratuitamente, il beneficiario si obbliga nei confronti del concedente a pagare un corrispettivo (premio) a fronte dell’irrevocabilità della proposta; ciò che, invece, non costituisce la norma in tema di *swap* e *forward*, dove la posizione “simmetrica” delle parti non dà origine, solitamente, a prestazioni nel momento in cui il contratto è concluso⁵⁴. Inoltre, e soprattutto, il contratto di opzione ha la funzione di mantenere ferma una proposta irrevocabile che il beneficiario ha la *facoltà* di accettare, sicché – a differenza che nel caso degli *swap* e del *forward* – i flussi di cassa che scaturiscono dal derivato non sono soltanto incerti nel

⁵² Cfr. ancora M.D. DAYAN - G.A. RAW (nt. 13), p. 22. La concessione del diritto ad acquistare gratuitamente l’azione sottostante (o al pagamento del corrispondente differenziale in contanti) pone, in diritto italiano, il problema della riconducibilità di tale contratto ad un’opzione in senso proprio (art. 1331 c.c.) (ed infatti, le opzioni su azioni sono ricondotte dalla dottrina, a differenza di altre opzioni, alla fattispecie codicistica: cfr. F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 502). In verità, non pare vi siano ragioni da tale tradizionale inquadramento in relazione alle opzioni *zero strike*; basterà osservare, in proposito, che, nelle opzioni con prezzo di esercizio nullo, al beneficiario è concessa, peraltro di regola non gratuitamente, la facoltà di concludere un contratto gratuito, come la giurisprudenza pare riconoscere (cfr. ad es. Cass. 6 aprile 1981, n. 1944, in *Giust. civ.*, 1981, I, p. 2272, allorché si ammette che il contratto cui l’opzione è finalizzata può avere «la più svariata natura o contenuto»).

⁵³ In ogni dato momento, il prezzo di un’opzione certamente *in the money*, infatti, è pari alla differenza tra il prezzo del sottostante in tale momento e il valore attuale del prezzo di esercizio (cfr. ancora S.A. ROSS E AA. (nt. 51), p. 450); orbene, se il prezzo di esercizio è pari a zero, il prezzo dell’opzione finirà per corrispondere, in ogni dato momento, al prezzo dell’azione sottostante.

⁵⁴ Tale differenza tende, in realtà, ad assottigliarsi ove si consideri che, nei casi in cui la conclusione di contratti *swap* o *forward* costituisce il contenuto di un servizio di investimento offerto da un intermediario finanziario ai propri clienti, quest’ultimo potrà stabilire il pagamento di una commissione per la prestazione del servizio. Ciò costituisce la prassi, ad esempio, nel caso dei *contracts for difference*, che prevedono il pagamento, in via anticipata, di una commissione da parte dell’investitore in posizione “lunga”.

quantum, ma anche nell'*an* e, se l'opzione è di tipo "americano" (cioè esercitabile in ogni momento dalla sua conclusione fino alla scadenza) o una variante intermedia di questo tipo (c.d. *Bermuda options*), anche nel *quando*.

11. (segue): ... e contratti *put&call*. – Una seconda – e più diffusa – tecnica per replicare un investimento di tipo "delta 1" consiste nell'utilizzo di due opzioni incrociate, rispettivamente di tipo *put* e di tipo *call* (entrambe, come di consueto, regolate in contanti).

Più in particolare, l'investitore che intende costruire una partecipazione azionaria sintetica "acquista" un'opzione di tipo *call* sulle azioni di proprio interesse, e contestualmente "vende" una simmetrica opzione di tipo *put* sulle medesime azioni e al medesimo prezzo di esercizio⁽⁵⁵⁾. Talché, in qualunque momento del periodo di esercizio delle due opzioni e per qualsiasi valore del sottostante, una delle due parti avrà convenienza ad esercitare, secondo i casi, il diritto di acquisto o il diritto di vendita, salvo l'effetto dei premi pagati per l'acquisto delle due opzioni⁽⁵⁶⁾; di conseguenza, il flusso di cassa atteso in relazione all'investimento descritto – specie ove le parti scelgano di tenere conto dell'eventuale pagamento di dividendi da parte dell'emittente di riferimento – è, per l'acquirente dell'opzione *call* (rispettivamente, venditore della *put*) in tutto assimilabile a quello di un investimento di tipo *delta-one*, fatte salve le differenze (pagamento del premio, discrezionalità dell'esercizio del diritto) già evidenziate con riferimento alle opzioni *call* con prezzo di esercizio nullo.

Sebbene non si possa, in questa sede, soffermarsi a fondo sulle complesse questioni legate alle opzioni azionarie che prevedano la consegna del sottostante, occorre ricordare – anche a beneficio di quanto si osserverà in uno dei successivi capitoli, in tema di trasparenza delle partecipazioni potenziali⁽⁵⁷⁾ – che gli incroci di *put&call* "fisiche" hanno suscitato un vivace dibattito tra gli studiosi italiani, precisamente per la loro attitudine a replicare (dal lato "lungo") un investimento azionario e (dal lato "corto") a rendere il proprietario di una partecipazione azionaria "reale" immune dalle conseguenze

⁵⁵ Nel gergo delle opzioni, come noto, per "acquisto" di una opzione si intende l'acquisto del diritto che l'opzione incorpora (sia esso diritto ad accettare una proposta contrattuale di acquisto o di vendita), mentre per "vendita" di una opzione si intende la concessione del medesimo diritto all'"acquirente".

⁵⁶ Esemplificando, si ipotizzi che un investitore acquisti, contestualmente, un'opzione *call* e un'opzione *put* su 100 azioni Alfa. La durata delle due opzioni coincide, ed è altresì identico il prezzo di esercizio, stabilito in Euro 10. Si ipotizzi, inoltre, che il premio complessivo pagato dall'investitore per l'acquisto delle due opzioni sia pari a Euro 10. Qualora il prezzo delle azioni Alfa sia pari ad Euro 11 (o superiore), l'investitore avrà convenienza ad esercitare l'opzione *call*, con diritto a ottenere il pagamento di un importo pari alla differenza tra prezzo del titolo alla data dell'esercizio e prezzo di esercizio (quindi, Euro 10 o più). Diversamente, qualora il prezzo delle azioni Alfa sia pari a Euro 9 (o inferiore), l'investitore avrà convenienza ad esercitare l'opzione *put*, con diritto a ottenere il pagamento di un importo pari alla differenza tra prezzo di esercizio e prezzo del titolo alla data dell'esercizio (anche in questo caso Euro 10 o più).

⁵⁷ Cfr. cap. 3, par. 6.

economiche del proprio investimento ⁽⁵⁸⁾. È controverso, inoltre, l'inquadramento degli accordi in questione tra i patti parasociali ⁽⁵⁹⁾.

Sezione II. – La copertura delle posizioni “corte” in derivati azionari.

12. *Il problema della copertura alla luce del diritto societario.* – Come più diffusamente si illustrerà nella sezione successiva, la considerazione del fenomeno delle “partecipazioni sintetiche” nel quadro della disciplina delle società quotate e del mercato finanziario nasce dall'osservazione, nella pratica, di una frequente sovrapposizione tra piani differenti: il rapporto, tipicamente privatistico-bilaterale ⁽⁶⁰⁾, che si instaura tra le parti di un derivato azionario, può interferire con gli interessi del pubblico di coloro che investono nella società quotata cui il derivato fa riferimento e, in alcune circostanze, con gli interessi dell'emittente stesso e dei suoi soci.

Il tramite di questa interferenza è costantemente rinvenuto nel *possesso di azioni* da parte del soggetto che ha sottoscritto il derivato in posizione “corta”, il quale le acquista, contestualmente o immediatamente dopo la conclusione del contratto, per finalità di *copertura del rischio* assunto attraverso il derivato stesso.

L'illustrazione di alcune tecniche di copertura dei derivati azionari assolve dunque, in questa sezione, la funzione di illustrare l'espedito tecnico attraverso il quale si realizza la menzionata interferenza tra derivati azionari e sfera dell'organizzazione societaria (ciò che costituisce il tema del presente lavoro). Non si intende, per contro, procedere a un'analisi organica delle tecniche di copertura dell'esposizione acquisita attraverso derivati azionari ⁽⁶¹⁾, né dei profili bilancistici che interessano gli strumenti di copertura ⁽⁶²⁾, né – tanto meno – si intendono esaminare le complesse questioni legate all'utilizzo *dei derivati stessi* quali strumenti di copertura, e il loro impatto su ambiti delicati del diritto dell'impresa e del mercato finanziario ⁽⁶³⁾.

13. *Copertura delle posizioni “corte”.* – Negli schemi contrattuali analizzati nella sezione precedente, l'investitore in posizione “lunga” sottoscrive un contratto derivato con la

⁵⁸ Il tema sarà affrontato nel cap. 5: cfr. sin d'ora E. BARCELLONA, *Clausole di put&call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di correttezza*, Milano, 2004; G. OPPO, *Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 527; L. GUGLIELMUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884 ss.

⁵⁹ Sulla questione si tornerà diffusamente *infra*, cap. 3, sez. IV.

⁶⁰ Che spesso è tale, oltre che sul piano giuridico, anche per l'empirica circostanza di essere stato negoziato e concluso al di fuori di una *venue* “pubblica” – *over the counter*, appunto.

⁶¹ V. peraltro, per un interessante esame dei molteplici problemi civilistici e di intermediazione finanziaria legati al tema dello *hedging*, la trattazione di E. GIRINO (nt. 12), p. 517 ss.

⁶² Su cui cfr., da ultimo, E. CALANDRO, *Quando i principi contabili modificano le strategie aziendali: i benefici generati dallo Ias 39 sulle operazioni in strumenti derivati*, in *Riv. dott. comm.*, 2009, p. 195; L. TARQUINIO, *Strumenti finanziari derivati e principi contabili internazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2002, p. 473; M. ALLEGRINI, *Gli strumenti finanziari derivati nella contabilità e nel bilancio delle imprese*, in *Riv. dott. comm.*, 1998, p. 537 ss.

⁶³ Per ragguagli si v. l'Introduzione, part. nt. 1-12 e testo corrispondente. V. inoltre il cap. 5.

finalità di acquistare esposizione finanziaria sintetica nei confronti di un titolo azionario (o di un insieme di titoli in caso di derivati riferiti a *baskets* o a indici di mercato).

La controparte di tale investitore è – nell’ipotesi più frequente – un *intermediario finanziario* che, sottoscrivendo il derivato in posizione “corta”, offre all’investitore in questione l’opportunità di acquistare l’esposizione sintetica di cui si è detto. L’assunzione di posizioni “corte” costituisce pertanto la prestazione, su base professionale, di un *servizio di investimento* nei confronti di un cliente. Ciò implica che, di norma, l’intermediario non coltiva intenzioni speculative opposte a quelle del suo cliente, né utilizzi il derivato per coprire rischi operativi assunti, ovvero ancora con finalità di arbitraggio⁽⁶⁴⁾. Al contrario, l’intermediario avrà interesse a rimanere *neutrale* rispetto alla posizione contrattualmente assunta, e realizzerà tale interesse con l’acquisto di strumenti di copertura dal rischio assunto con la stipulazione del derivato (c.d. *hedge*). La necessità di acquistare strumenti di copertura, anzi, sarà spesso indotta dall’esigenza di rispettare i parametri di patrimonializzazione e contenimento del rischio imposti in sede di vigilanza regolamentare nel settore finanziario.

Il rischio che un intermediario assume concludendo un contratto derivato con un cliente è, come noto, scomponibile in diverse componenti⁽⁶⁵⁾. In questa sede, interessa soffermarsi unicamente su quella parte del c.d. rischio di mercato⁽⁶⁶⁾ che dipende dalla *variabilità dei flussi finanziari* legati al contratto derivato in funzione dell’andamento del titolo sottostante⁽⁶⁷⁾. Quando l’intermediario assume una posizione “corta” su un derivato azionario, la copertura del relativo rischio avviene assumendo una posizione opposta (“lunga”) rispetto al medesimo strumento finanziario, a condizione che tra le due posizioni esista una simmetria tale da rendere la posizione dell’intermediario indifferente al rischio di oscillazioni del valore del sottostante. Tale impostazione è recepita, in termini più analitici, anche dalle vigenti disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche⁽⁶⁸⁾.

⁶⁴ Su queste “tradizionali” finalità dei contratti derivati e sul loro impatto sull’inquadramento della loro causa v., anche per riff., F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 4 ss., 501 ss.; E. GIRINO (nt. 12), p. 23 ss.

⁶⁵ Cfr. ancora per tutti F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 4 ss.

⁶⁶ In generale, cfr. ancora F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), p. 15 ss.

⁶⁷ Si parla, in proposito, di “rischio di posizione” di tipo “specifico”, cioè del rischio di perdite causate da una sfavorevole variazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati dovuta a fattori connessi con la situazione dell’emittente: si v. in proposito, con riferimento alle banche, le *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, emanate dalla Banca d’Italia con Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, part. Titolo I, Cap. 1, Parte Terza.

⁶⁸ *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, part. Titolo II, Cap. 4, Parte Prima, con specifico riferimento allo *hedge* del c.d. portafoglio di negoziazione, contenente le attività « detenute a fini di negoziazione o di copertura del rischio inerente ad altri elementi dello stesso portafoglio». Più in particolare, le disposizioni di vigilanza ammettono la *compensazione* tra posizioni lunghe e corte rispetto al medesimo titolo azionario qualora i contratti derivati cui fanno riferimento siano omogenei e abbiano medesima scadenza (si v. la definizione di «posizione netta lunga o corta» nel capitolo delle disposizioni citato). La compensazione ha la funzione di “annullare” il rischio legato a una posizione (lunga o corta), talché essa non sarà computata quale elemento di rischio per l’intermediario e, pertanto, non sarà oggetto di ponderazione secondo le norme stabilite dalle stesse disposizioni di vigilanza (si parla, in proposito, di

Sul piano pratico, una prima modalità di copertura di una posizione “corta” consiste nell’acquisto di una posizione opposta *su un altro derivato* che abbia identiche caratteristiche e scadenza di quello oggetto di copertura; il derivato di copertura deve altresì consentire all’intermediario simmetrico diritto di sciogliersi dal contratto di copertura in corrispondenza dello scioglimento del derivato principale.

Ad esempio, l’intermediario che abbia “venduto”, in qualità di *payer*, al proprio cliente un *total return equity swap* relativo a 100 azioni emesse da Alfa potrà “acquistare” (da altro intermediario, ovvero da un investitore interessato ad assumere una posizione “corta” sulle azioni Alfa), in qualità di *receiver*, identico contratto riferito al medesimo numero di azioni Alfa.

Tale modalità, peraltro, non risulta essere la più diffusa, almeno con riferimento a derivati conclusi *over the counter* con riferimento a singole azioni ⁽⁶⁹⁾. Ciò si deve, principalmente, al fatto che un contratto derivato avente le caratteristiche richieste può non essere agevolmente “reperibile” sul mercato. Più precisamente, potrebbe essere difficile, per l’intermediario, rinvenire un altro soggetto disponibile a sottoscrivere il derivato necessario per la copertura qualora l’emittente di riferimento non sia quotato, ovvero – pur quotato – abbia ridotta capitalizzazione o limitato flottante: gli scambi azionari, in tali situazioni, potrebbero essere limitati ed esprimere prezzi non significativi, ciò che potrebbe viepiù scoraggiare un investitore dall’assumere una posizione “lunga” sulla specifica azione rispetto alla quale l’intermediario ricerca copertura ⁽⁷⁰⁾.

Alternativamente, un derivato “opposto” può essere difficilmente reperibile – anche nel caso in cui le azioni di riferimento siano negoziate sul mercato in condizioni di liquidità soddisfacente – se la posizione da coprire sia particolarmente ingente: in questo caso, sarà l’entità dell’investimento richiesto alla potenziale nuova controparte dell’intermediario a rendere più difficile la copertura attraverso la stipulazione di un nuovo contratto derivato ⁽⁷¹⁾.

Per tale ragione, gli episodi che saranno esaminati nel cap. 2 registrano spesso il ricorso, da parte degli intermediari interessati a coprire la propria esposizione, a

«insieme di attività coperte»). Su queste ultime norme, si v., sia pure sinteticamente e con trattazione non aggiornata alle più recenti modifiche, F. CAPUTO NASSETTI (nt. 12), pp. 175 ss., 510 s.

⁶⁹ Nel Regno Unito è stata condotta un’analisi empirica sulla tipologia di copertura prescelta dagli intermediari finanziari che offrano ai propri clienti la sottoscrizione di *contracts for difference*: cfr. PriceWaterhouseCooper (PWC), *Survey on Contracts for Difference*, in FSA (nt. 41), Allegato 3, p. 20 ss. L’analisi dimostra, in particolare, che solo il 46% degli intermediari intervistati (un campione, per la verità, piuttosto ristretto di 13 intermediari, con riferimento al solo mercato britannico) ricorre, peraltro in via non esclusiva, allo *hedge* tramite sottoscrizione di un derivato in posizione opposta a quella oggetto di copertura.

⁷⁰ Si v. l’analisi di questo problema nel ragionamento del giudice (neozelandese) che per primo è stato investito di una controversia relativa all’uso di schemi di proprietà sintetica di azioni con la finalità di eludere la disciplina degli assetti proprietari: cfr. *Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd.* (2004) 2 N.Z.L.R. 182 (C.A.), che si può leggere in *Dir. comm. int.*, 2006, p. 417 ss.

⁷¹ Si veda, in argomento, D. ZETZSCHE, *Continental vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law. A Matter of Law or Enforcement?*, in 10 *EBOR*, 2009, 115 ss.

un'opzione diversa: l'*acquisto diretto delle azioni sottostanti* il derivato che hanno “venduto”, azioni destinate a essere rivendute in corrispondenza dello scioglimento del contratto oggetto di copertura ⁽⁷²⁾.

In sintesi, dunque: la parte “lunga” del derivato ha acquistato esposizione sintetica nei confronti delle azioni di un certo emittente, mentre la parte “corta” del contratto si ricopre acquistando un'esposizione “reale” nei confronti delle medesime azioni ⁽⁷³⁾.

In questo caso, l'intermediario diviene *azionista* dell'emittente cui il derivato si riferisce: si crea così quel legame indiretto (ma potenzialmente “pericoloso”, per le ragioni che di seguito si illustreranno) tra il cliente-azionista “sintetico” e l'emittente di riferimento, attraverso l'intermediazione della parte “corta”.

Prima di soffermarsi ulteriormente su alcune questioni legate alla copertura tramite acquisto diretto di azioni, va osservato che le tecniche di copertura sopra indicate possono *combinarsi tra loro*, dando luogo a “catene” di posizioni che coinvolgono un numero anche elevato di investitori e intermediari. L'ipotesi caratteristica – e osservata in occasione di alcuni episodi in cui si è fatto impiego “problematico” dei derivati azionari ⁽⁷⁴⁾ – vede un investitore acquistare una partecipazione sintetica significativa con riferimento a una società quotata, attraverso la sottoscrizione di un derivato azionario *delta-one* con un intermediario finanziario. Quest'ultimo, poi, provvede a ricoprirsì stipulando contratti derivati identici, ma da opposta posizione, con una pluralità di intermediari finanziari disposti ad assumere il medesimo rischio a sua volta assunto dal primo intermediario. Gli intermediari in questione, da ultimo, ricoprono le proprie posizioni acquistando azioni sul mercato.

Si noti, sul piano della *quantità* di rischio generato dal sistema, che, nel caso di specie, a fronte di una azione emessa dalla società cui i contratti derivati fanno riferimento, si assiste ad (almeno) un raddoppio delle posizioni di rischio assunto dai vari partecipanti allo schema (sia sul lato lungo, sia sul lato corto); posizioni che, peraltro, si compensano tra loro di guisa che, analizzando il risultato “netto” dello schema in questione, si registra una sola posizione netta sul lato lungo (sopportata dall'investitore principale).

⁷² Un nuovo esempio numerico aiuta a chiarire il concetto espresso nel testo: si ipotizzi che un intermediario abbia sottoscritto con un proprio cliente, assumendo la posizione “corta”, un *TRES* relativo a 100 azioni Alfa; l'intermediario sceglie di ricoprire la propria posizione acquistando sul mercato 100 azioni Alfa. Durante la vigenza del contratto, Alfa paga un dividendo di 1 Euro per azione ai propri azionisti. Ciò comporta, sul fronte del *TRES*, che l'intermediario diviene debitore nei confronti di Euro 100 nei confronti della controparte; al tempo stesso, peraltro, l'intermediario “rientrerà” della propria esposizione incassando dividendi per pari importo sulle azioni Alfa direttamente possedute.

⁷³ Secondo PWC (nt. 69), l'85% degli intermediari compresi nel campione esaminato nello studio in questione ha dichiarato di ricoprire con l'acquisto diretto del sottostante la propria posizione corta assunta nei confronti dei *contracts for difference* offerti ai propri clienti.

⁷⁴ Così, ad esempio, nel caso tedesco Continental AG-Schaeffler AG (in argomento v. diffusamente il successivo cap. 2, nonché fin da ora D. ZETZSCHE (nt. 71), p. 115 ss.).

14. *Tecniche di “costruzione” dello hedge: il problema dell’oscillazione del prezzo delle azioni sottostanti.* – Come veduto, l’acquisto diretto di azioni costituisce uno strumento frequente – in verità, spesso, l’unico disponibile, almeno quando sono in gioco esposizioni sintetiche significative – per la copertura delle posizioni “corte” che fanno capo agli intermediari finanziari. In proposito, la prassi ha elaborato alcuni accorgimenti per neutralizzare gli ulteriori rischi di cui l’intermediario si fa carico in fase di acquisto e di dismissione degli strumenti di copertura.

Si è detto che l’acquisto diretto di azioni consente all’intermediario di procurarsi un efficace strumento di copertura anche rispetto a esposizione nei confronti di titoli caratterizzati da un mercato poco liquido, ovvero in relazione a esposizioni sintetiche particolarmente ingenti. È, tuttavia, evidente che l’acquisto delle azioni di copertura – proprio in ragione del numero elevato e/o delle circostanze di scarsa liquidità del mercato – può perturbare i prezzi provocandone un aumento. Per converso, la vendita delle azioni in seguito allo scioglimento del contratto derivato provoca il rischio opposto di deprimerne le quotazioni. Tali circostanze, a loro volta, rischiano di pregiudicare l’efficacia stessa dell’acquisto di azioni come strumento di copertura, provocando un disallineamento rispetto al derivato oggetto di copertura, come l’esempio in nota dimostra ⁽⁷⁵⁾.

Per fronteggiare simili eventualità, gli intermediari esigono talvolta dai loro clienti l’applicazione di un meccanismo in grado di *legare* la determinazione del prezzo del sottostante rilevante per la determinazione dei flussi di cassa *del derivato* all’effettivo prezzo corrisposto da o pagato all’intermediario per l’acquisto o la vendita degli strumenti di copertura. Il meccanismo, noto come *averaging-in* (per quanto riguarda la “costruzione” della copertura) e *averaging-out* (una volta che l’intermediario abbia a disfarsi della copertura stessa) è realizzato modificando i termini del contratto derivato nel modo seguente ⁽⁷⁶⁾:

⁷⁵ Un intermediario intende coprire la propria esposizione nei confronti di *swap* “venduti” a un cliente su un milione azioni Alfa (società con azioni quotate su un mercato regolamentato). Si ipotizzi che l’*equity notional amount* degli *swap* sia stato determinato sulla base del prezzo di riferimento delle azioni Alfa alla data di conclusione del contratto (pari a Euro 10). Qualora l’intermediario decida di ricorrere, il giorno successivo alla sottoscrizione degli *swap*, all’acquisto sul mercato di 1.000.000 azioni Alfa, è possibile – specie in condizioni di scarsa liquidità – che la quotazione delle azioni risenta dell’attività di ricopertura posta in essere dall’intermediario, portando il prezzo di riferimento delle azioni Alfa da 10 a 12 Euro (durante il lasso di tempo in cui l’intermediario provvede all’acquisto delle azioni): in conseguenza di ciò, il prezzo medio di acquisto dello *hedge* da parte dell’intermediario è pari a Euro 11 (per un esborso di complessivi Euro 1.100.000). Ipotizzando che, alla prima *valuation date*, il prezzo delle azioni Alfa rilevato per il *settlement* sia pari a Euro 12, l’intermediario dovrà corrispondere alla controparte un rendimento sull’*equity notional amount* degli *swap* pari al 20% (Euro 200.000); la copertura non sarà, però, stata efficace, dal momento che, rispetto al prezzo medio di “carico” dello *hedge*, il rendimento sarà stato pari soltanto al 9,09%. Nel momento, poi, in cui l’intermediario scelga di liberarsi degli strumenti di copertura (rivendendo le azioni sul mercato), va incontro ad analogo rischio (prezzo medio di vendita delle azioni inferiore al prezzo di *settlement* degli *swap*).

⁷⁶ Debbo ai suggerimenti del dott. Daniel Moeritz (Università di Muenster) l’illustrazione della prassi descritta nel testo.

(i) il prezzo di apertura (*initial price*) del contratto – che costituisce il primo fattore per il calcolo del rendimento di uno *swap* ⁽⁷⁷⁾ – viene fatto corrispondere alla *media ponderata* dei prezzi pagati dall'intermediario per l'acquisto delle azioni di copertura;

(ii) il prezzo di chiusura (*final price*) – cioè il secondo fattore per il calcolo del rendimento dello *swap* – viene fatto corrispondere alla *media ponderata* dei prezzi corrisposti all'intermediario per la cessione di tali azioni.

Così modificati i fattori per il calcolo del rendimento, l'intermediario diviene completamente *neutrale* rispetto al rischio di oscillazioni dei prezzi degli strumenti di copertura in fase di acquisto e di cessione dello *hedge* stesso. Il rischio in questione viene invece ribaltato sulla controparte la quale, a sua volta, avrà – come vedremo – evidente interesse a limitare quanto più possibile le oscillazioni degli strumenti di copertura causate dall'operatività dell'intermediario. In particolare, l'investitore in posizione lunga avrà interesse a evitare che l'intermediario provochi, attraverso la cessione sul mercato delle azioni di copertura, una diminuzione marcata del prezzo delle stesse, tale da provocare – attraverso il meccanismo dell'*averaging-out* – una diminuzione del *final price* dello *swap* e, per questa via, una diminuzione del rendimento del derivato ⁽⁷⁸⁾.

15. (segue): *Conseguenze sulla posizione dell'investitore in posizione "lunga". La determinazione dello hedge unwind period.* – La posizione di neutralità dell'intermediario nei confronti dei prezzi delle azioni acquistate (e vendute) a scopo di copertura, da un lato, e l'assunzione, da parte dell'investitore, di un corrispondente rischio *aggiuntivo* rispetto a quello caratteristico del derivato, dall'altro, trasforma in modo importante l'assetto di interessi delle parti nel corso dello svolgimento del rapporto contrattuale.

In effetti, sulla base di tale assetto di interessi, l'investitore in posizione "lunga" è in grado di *condizionare*, nel proprio interesse, l'attività di "costruzione" e di cessione della copertura posta in essere dall'intermediario (divenuto neutrale rispetto a questo rischio). Tali condizionamenti sono frequentemente osservati nella prassi, al punto che è comune, tra gli operatori, l'affermazione che l'intermediario finanziario costruisce la propria posizione di copertura *sulla base delle indicazioni fornite dal cliente* ⁽⁷⁹⁾.

Un primo, naturale esempio di condizionamento riguarda il *periodo* di riferimento per il calcolo della media di prezzi sulla base della quale si determina il prezzo di acquisto (o vendita) delle azioni di copertura (c.d. *hedge building/unwind period*).

L'intermediario avrà, anzitutto, interesse a che tale periodo sia contenuto, così da evitare il rischio di oscillazioni di prezzo imprevedibili. Tale interesse è, peraltro, controbilanciato da un interesse contrario: se l'operatività dell'intermediario in acquisto o

⁷⁷ Rendimento che sarà a sua volta applicato all'*equity notional amount*: cfr. *supra*, par. 4.

⁷⁸ Naturalmente il medesimo ragionamento vale, *mutatis mutandis*, per i *future* e le opzioni – nonché per i *contracts for difference*, la cui struttura è modellata su quella di uno *swap*.

⁷⁹ Tale osservazione è, per esempio, contenuta in un memorandum predisposto dallo studio legale Freshfields Bruckhaus Deringer – visionato per cortesia di uno degli estensori – ad uso della commissione governativa incaricata di rivedere l'assetto normativo della trasparenza della proprietà azionaria in Germania.

in vendita è oltremodo concentrata nel tempo, vi sarà il rischio che l'operatività di questi alteri le dinamiche della domanda e dell'offerta sul mercato dei titoli azionari, specie in condizioni di liquidità limitata. Di conseguenza, il periodo di riferimento in questione è solitamente determinato intorno ai cinque giorni di mercato aperto. Inoltre, è consuetudine esigere – specie con riferimento allo *hedge unwind period* – che la concentrazione delle vendite degli strumenti di copertura non superi, per ogni singolo giorno del periodo rilevante, il 25 per cento della media storica dei volumi giornalieri del titolo interessato.

SEZIONE III. – *Derivati e azioni di copertura: illustrazione dei profili problematici sul fronte del diritto societario e dei mercati finanziari.*

16. *Azioni di copertura, diritto societario e diritto dei mercati finanziari.* – La presente sezione prende le mosse dalla prassi osservata nel paragrafo che precede, in materia di accordi tra le parti di un derivato azionario circa il trattamento degli strumenti di copertura, nello specifico caso in cui tali strumenti siano rappresentati dalle azioni dell'emittente di riferimento.

Come si è veduto (anche attraverso l'esemplificazione di alcune pratiche cui si fa frequente ricorso), l'investitore in posizione "lunga" diviene in grado di condizionare la propria controparte rispetto ai tempi e ai modi dell'acquisto e della dismissione delle azioni di copertura. In alcuni casi, tale influenza può rivelarsi problematica, sia nella prospettiva della trasparenza e correttezza della *governance* della società cui il contratto derivato fa riferimento, sia dall'angolo visuale, più allargato, della regolamentazione dei mercati finanziari.

Le fattispecie problematiche – nei confronti delle quali si è concentrata negli ultimi anni l'attenzione delle corti e delle autorità di vigilanza di alcuni paesi, nonché di giuristi e di operatori di mercato in molti altri ⁽⁸⁰⁾ – sono di due tipi.

La prima fattispecie (che, come si vedrà nel capitolo successivo, è anche quella registrata con maggiore frequenza sui mercati internazionali) riguarda la capacità dell'investitore "lungo" di entrare in possesso delle azioni detenute dalla controparte (intermediario finanziario) a scopo di copertura, in corrispondenza, o subito a seguito, dello scioglimento del contratto derivato tra loro in essere.

La seconda fattispecie (rimasta per lo più alla stato di ipotesi informalmente confermata da alcuni operatori di mercato)⁽⁸¹⁾ riguarda la capacità dell'investitore, titolare di una partecipazione sintetica, di influenzare l'esercizio del voto che spetta alla propria controparte sulla base delle azioni detenute a scopo di copertura.

Le due fattispecie sono analizzate più in dettaglio nei paragrafi che seguono.

⁸⁰ Cfr., per un inquadramento generale e per i primi raggugli bibliografici, l'Introduzione.

⁸¹ Interessanti, in proposito, sono i dati contenuti in PWC (nt. 69), p. 23 ss. Su di essi si tornerà *infra*.

17. *Possibile influenza dell'investitore in posizione "lunga" sulla cessione delle azioni di copertura, in tre possibili scenari.* – La prima delle due forme di influenza cui si è sopra accennato rappresenta quella più frequentemente riscontrata sul piano empirico, come dimostra la casistica che si riporterà nel successivo cap. 2. In questa sede, è importante illustrare gli espedienti di carattere tecnico che consentono agli investitori, in diversi contesti di riferimento, l'esercizio della forma di influenza in esame.

A tal fine, occorre prendere in considerazione il momento dello scioglimento del contratto derivato, sia esso determinato dalla scadenza del termine finale stabilito dalle parti, ovvero – come più frequentemente avviene – indotto da altra causa (scioglimento per mutuo dissenso o per recesso di uno dei contraenti, se consentito dal contratto, o per intervenuta insolvenza o inadempimento di una delle parti). Si ipotizzerà, trattandosi dell'ipotesi più lineare e frequente, che il derivato utilizzato dalle parti sia un *total return equity swap*.

Come si è visto, intervenuto lo scioglimento del contratto l'intermediario finanziario incontra la necessità di liberarsi degli strumenti di copertura (si tratta – come detto – di necessità indotta dalla sua politica di gestione del rischio e, ancor prima, dalla necessità di osservare i parametri di contenimento del rischio imposti dalla vigilanza regolamentare). È evidente, infatti, che, venuto meno il rischio oggetto di copertura (quello legato all'esposizione "corta" assunta nei confronti della controparte), le azioni possedute come *hedge* si trasformano, a loro volta, in fattore di rischio per l'intermediario. Non sempre, peraltro – come si è veduto – l'intermediario finanziario si ricopre acquistando direttamente azioni, essendo altresì disponibile l'alternativa della sottoscrizione di contratti derivati "opposti".

Alla luce di quanto precede, possono delinearci tre principali scenari:

(i) l'intermediario si ricopre mediante acquisti diretti di azioni sottostanti; inoltre, il contratto prevede che il prezzo di chiusura (*final price*) del contratto sia determinato *indipendentemente* dalla sorte delle azioni di copertura possedute dall'intermediario (non vi sono, cioè, clausole di *averaging-out*);

(ii) come nel caso precedente, l'intermediario si ricopre mediante acquisti diretti di azioni sottostanti; tuttavia, il contratto prevede un meccanismo di *averaging-out* per la determinazione del prezzo di chiusura del contratto, secondo il modello delineato nel precedente par. 15, tale da ribaltare sul cliente il rischio legato al prezzo di cessione delle azioni di copertura;

(iii) diversamente dai due casi precedenti, la controparte dell'investitore in posizione lunga si ricopre stipulando un altro derivato con un intermediario terzo; quest'ultimo, a sua volta, annulla il rischio operativo acquistando azioni sul mercato.

I tre scenari sono analizzati in dettaglio nei paragrafi che seguono.

18. (segue): (i) *Acquisto diretto di azioni, senza adozione della clausola di averaging-out.* – In questo scenario il rischio di un disallineamento tra il prezzo di chiusura del derivato e il prezzo di cessione delle azioni di copertura ricade – per le ragioni vedute nella sezione precedente – sull'intermediario.

Orbene, l'intermediario sarà disponibile a vendere le azioni di copertura a chi gli offra un prezzo unitario medio *superiore* a quello (unitario medio) che si determinerebbe in conseguenza della pressione di vendita esercitata dall'intermediario nella fase di "uscita" dallo *hedge* ⁽⁸²⁾.

Per le ragioni che si esamineranno nel capitolo successivo, è possibile che l'investitore – fino a quel momento titolare di una partecipazione "sintetica" che si limita a replicare i flussi di cassa delle azioni sottostanti – intenda divenire "*reale*" *azionista* dell'emittente di riferimento. In questo caso, l'investitore può avere convenienza ad acquistare le azioni di copertura *direttamente dalla propria controparte*.

I vantaggi di simile acquisto sono più d'uno. In primo luogo, è assai probabile che il prezzo minimo al quale l'intermediario è disposto a cedere le *hedge shares* sia *inferiore* a quello che si determinerebbe sul mercato a causa degli acquisti effettuati dall'investitore. Ciò, a maggior ragione, se la partecipazione interessata dall'acquisto è ingente e non vi è elevata liquidità del mercato di riferimento ⁽⁸³⁾.

In secondo luogo, il trasferimento della partecipazione di riferimento *fuori* dal mercato regolamentato sul quale sono scambiate le azioni possedute dall'intermediario garantisce alle parti la riservatezza dell'operazione (fintanto, almeno, che le norme in materia di comunicazione degli assetti proprietari non impongano alle parti la *disclosure* dell'operazione al pubblico).

In conclusione, se nella fase di "chiusura" del derivato l'investitore in posizione "lunga" è interessato all'acquisto di una partecipazione nell'emittente, è facile aspettarsi che egli proceda ad acquistare le azioni possedute dalla sua controparte a scopo di copertura, dal momento che per entrambe le parti – alla luce degli assetti che si determinano in ragione delle clausole contenute nel derivato delle dinamiche di mercato – la realizzazione di una vendita fuori dal mercato è più conveniente rispetto all'acquisto (per l'investitore), rispettivamente alla vendita (per l'intermediario) delle azioni sul mercato. Tale convenienza aumenta quanto maggiore è l'entità della partecipazione di interesse e quanto minore è la liquidità del mercato di riferimento.

Di fatto, attraverso lo schema descritto, l'investitore è in condizioni di utilizzare una partecipazione *sintetica*, costruita attraverso un contratto derivato, per acquistare, quando

⁸² Con un esempio numerico: si supponga che lo *swap* concluso tra le parti su 100 azioni Alfa preveda che il *final price* determinante per il calcolo del rendimento (cfr. *supra* par. 4), sia quello di chiusura delle azioni sul mercato regolamentato di riferimento tre giorni prima della data prevista per il *settlement*. Si supponga, quindi, che, in tale data (*valuation date*), il prezzo di chiusura delle azioni Alfa sia Euro 10. Se l'intermediario stima – alla luce delle condizioni di liquidità del mercato delle azioni Alfa nonché dell'entità della partecipazione acquistata a scopo di copertura – che per effetto del suo intervento in sede di vendita delle *hedging shares* il prezzo unitario di vendita di tali azioni sia, in media, pari a Euro 9, l'intermediario avrà interesse a cedere le azioni in questione a qualunque soggetto offra più di Euro 9 per azione (e possibilmente, di rivenderle a un prezzo il più vicino possibile a Euro 10, così da rilevare perdite in fase di chiusura dello *swap*).

⁸³ Sul meccanismo di trasmissione della *domanda* di azioni rispetto al loro *prezzo* nei mercati finanziari efficienti si v. in seguito il cap. 4, par. 2: e cfr. sin d'ora R.J. GILSON - R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 549 ss.

diverrà conveniente ⁽⁸⁴⁾, una partecipazione *effettiva* nell'emittente, senza che il mercato ne sia informato. In una frase, si potrebbe affermare che l'investitore è in grado di servirsi degli acquisti fatti dalla sua controparte a titolo di *hedge* per entrare in possesso (in modo occulto) di una partecipazione azionaria.

19. (segue): (ii) *Acquisto diretto di azioni*, con *adozione della clausola di averaging-out*. – Rimane da verificare in che modo lo schema sopra descritto si modifichi quando – come molto spesso accade – le parti abbiano scelto di determinare il prezzo di chiusura del derivato in funzione del prezzo medio ricavato dall'intermediario dalla vendita delle azioni di copertura.

In questo caso, come illustrato in precedenza, il rischio di un disallineamento tra i due prezzi ricade sull'investitore in posizione "lunga". Di conseguenza, sia pure nel rispetto delle clausole definite nel contratto, all'intermediario divengono idealmente indifferenti il prezzo di cessione delle azioni di copertura e le modalità di cessione (in blocco ad un acquirente solo, ovvero sul mercato). In teoria, dunque, l'intermediario non ha particolare convenienza a cedere alla propria (ex) controparte, anziché sul mercato, le azioni di copertura ⁽⁸⁵⁾.

L'affermazione deve essere tuttavia corretta alla luce di una rilevante circostanza di fatto. Occorre, infatti, considerare il naturale interesse dell'intermediario a costruire o consolidare una *relazione d'affari* con il proprio cliente; ciò lo indurrà – ove ciò sia compatibile con il quadro regolamentare entro cui l'intermediario si muove, e sia altresì finanziariamente sostenibile – ad assecondare l'eventuale volontà della sua controparte a "convertire" la propria partecipazione sintetica in una partecipazione effettiva ⁽⁸⁶⁾.

Secondariamente, va considerato che, per quanto l'intermediario sia indifferente rispetto al prezzo di realizzo dalla cessione degli *asset* di copertura, i costi transattivi di una vendita sul mercato, non ribaltabili sulla controparte, potranno occasionalmente rivelarsi maggiori dei costi di una cessione in blocco ad un solo acquirente.

Si noti, infine, che la stessa tecnica dello *averaging-out* potrebbe essere preferita, *ex ante*, dall'investitore, qualora quest'ultimo coltivi, fin dal tempo della conclusione del contratto derivato, l'intenzione di acquistare una partecipazione azionaria nell'emittente. Data l'indifferenza dell'intermediario al prezzo di cessione delle azioni di copertura, l'investitore potrà liberamente scegliere (anche perseguendo la politica fiscale più conveniente) come

⁸⁴ I tempi sono "a disposizione" dell'investitore nella misura in cui la sua controparte, consapevole degli assetti descritti nel testo (e quindi della possibilità di cedere con certezza lo *hedge* all'investitore), acconsente a risolvere consensualmente il contratto quando l'investitore lo richieda.

⁸⁵ Pertanto, non appare in prima battuta condivisibile l'opposta conclusione alla quale giunge il giudice neozelandese nel caso *Ithaca/Perry*. Cfr. *Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd.*, citata *supra* alla nt. 70.

⁸⁶ Sull'importanza della relazione d'affari tra intermediario e investitore in questo contesto cfr., in luogo di altri, H.T.C. HU – B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 862; D. ZETZSCHE, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – A Matter of Law or Enforcement?*, in 10 *EBOR*, 2009, p. 115 ss.

allocare il costo dell'operazione complessiva, ripartendolo tra il (minore) prezzo di uscita dallo *swap* e un (maggiore) prezzo di acquisto della partecipazione nell'emittente.

In conclusione, a differenza del caso esaminato nel paragrafo precedente, qualora uno *swap* contenga una clausola di *averaging-out*, l'intermediario non ha, per effetto dei soli assetti di mercato che si delineano al momento dello scioglimento del derivato, incentivi a cedere le azioni di copertura alla propria controparte "investitrice". Tuttavia, una convenienza in questo senso può derivare da altri elementi di fatto, sia pure eventuali e assai meno "dimostrabili", quali – primariamente – la relazione d'affari che si crea (o si consolida) tra le parti del derivato.

20. (segue): (iii) *Combinazione tra copertura mediante stipulazione di altro derivato e acquisti diretti di azioni*. – L'ultima ipotesi richiede di verificare gli assetti che si determinano quando lo schema delle coperture comprenda più di un passaggio: segnatamente, allorché il "primo" intermediario si ricopra dalla posizione di rischio assunta con l'investitore stipulando, dal lato "opposto", un contratto derivato con una pluralità di intermediari che, a loro volta, neutralizzano il rischio assunto acquistando direttamente azioni sul mercato (cfr. *supra* par. 13 *in fine*).

In questa ipotesi (come veduto, frequente allorché l'*equity notional amount* del contratto principale sia di rilevante entità in relazione ai volumi del mercato delle azioni sottostanti) le opportunità di cui dispone l'investitore per convertire con facilità la propria partecipazione "sintetica" attraverso l'acquisto dello *hedge* sono – in apparenza – decisamente inferiori rispetto a quanto accade nelle ipotesi esaminate nei due paragrafi precedenti. In effetti, nel caso che qui interessa, vi è un elemento che si interpone tra l'investitore in posizione "lunga" e gli intermediari che possiedono direttamente le azioni. Il rapporto solo indiretto che si crea tra i due estremi della "catena" rende più difficile, per l'investitore, entrare in possesso delle azioni di copertura: anzitutto perché gli intermediari possessori delle azioni possono essere sconosciuti al potenziale acquirente; inoltre, perché "trattare" con una pluralità di potenziali venditori, anziché con uno soltanto, potrebbe comportare rischi di comportamenti opportunistici da parte di alcuni di essi e, in ogni caso, maggiori costi di negoziazione per l'investitore.

Vi sono peraltro due casi in cui l'investitore viene a trovarsi in una posizione più favorevole per l'acquisto della partecipazione di interesse dagli intermediari che hanno acquistato le azioni di copertura. Il primo - ovvio - è quello in cui l'intermediario in posizione "centrale" svolga (come spesso accade: v. *infra*) un ruolo di "regista" nell'intera operazione, mettendo così in contatto intermediari e investitore e rendendo possibile il trasferimento delle azioni di copertura a quest'ultimo.

Il secondo, meno intuitivo, riguarda l'ipotesi in cui la partecipazione "sintetica" oggetto di conversione sia di tale rilevanza che, una volta risolto il contratto derivato, l'esigenza degli intermediari di liberarsi delle coperture dia luogo a una *selling pressure* sui prezzi delle azioni così importante da facilitare, in taluni casi, l'acquisto delle azioni da parte dell'investitore a prezzo contenuto. Nel capitolo successivo si esamineranno, a partire da casi concreti, alcuni casi in cui simili circostanze si sono verificate.

21. *Possibile influenza dell'investitore in posizione "lunga" sul voto esercitato dall'intermediario in relazione alle azioni di copertura.* – Una seconda forma di interferenza tra investitore “sintetico” e azioni di copertura riguarda la possibile influenza che tale soggetto sia in grado di esercitare sull'assemblea dell'emittente, orientando l'espressione del voto da parte dell'intermediario finanziario che ha acquistato le azioni a scopo di copertura.

L'investitore, infatti, potrebbe avere interesse ad impartire indicazioni (se non vere e proprie istruzioni) di voto all'intermediario finanziario sua controparte, così da “controllare” – pur senza averne il diretto possesso – una partecipazione azionaria (non sintetica) ad altri intestata. L'intermediario, a sua volta, potrebbe mostrarsi disponibile, soprattutto per ragioni di interesse commerciale, ad assecondare indicazioni di voto impartite dalla controparte, nella certezza che da ciò non potranno di norma derivare conseguenze economiche pregiudizievoli, dato che l'incrocio tra derivato e *hedge* pone l'intermediario al riparo dalle oscillazioni di prezzo dei titoli azionari acquistati.

Per tali ragioni, la conclusione di un contratto derivato coperto con acquisto diretto di azioni corre il rischio di trasformarsi nel tramite di un vero e proprio esercizio *occulto* del voto da parte di un soggetto (l'investitore in posizione lunga) che non è socio e di cui, in mancanza di spontanea *disclosure* da parte di questi, né l'emittente né gli altri suoi soci conoscono l'identità.

A ben vedere, il rischio in questione può assumere intensità variabile, a seconda delle intese intercorse tra le parti del contratto derivato, nonché della *policy* di voto seguita dall'intermediario in relazione alle azioni possedute a scopo di copertura. Nei paragrafi seguenti si tenta di rappresentare tre diversi gradi di intensità di una possibile influenza occulta dell'investitore sul voto esercitabile dall'intermediario.

22. (segue): (i) *Influenza di grado "forte": esistenza di accordi sul voto.* – Il grado maggiore di “intensità” dell'influenza sul voto si ha, evidentemente, quando esistano veri e propri *accordi* tra l'investitore e l'intermediario aventi ad oggetto il voto esercitabile da quest'ultimo sulle azioni di copertura.

L'intermediario, in particolare, con un accordo concluso *a latere* del derivato, potrebbe obbligarsi nei confronti della controparte a esercitare il proprio voto *solo* se richiesto dall'investitore, e/o nella direzione indicata da quest'ultimo. Naturalmente, perché ciò sia possibile, è necessario che l'intermediario che acquista le azioni sia la controparte diretta dell'investitore (ciò che, all'evidenza non si verifica in presenza degli schemi esaminati nel par. 13)⁽⁸⁷⁾.

Sulla effettiva diffusione di simili pratiche, non esistono riscontri sicuri; l'unica ricerca empirica svolta in argomento rivela dati contraddittori: da un lato, gli intermediari tendono a negare recisamente l'esistenza di accordi sul voto delle *hedge shares* con i loro clienti, dall'altro un limitato numero di essi rivela di aver concluso accordi con i clienti

⁸⁷ La qualificazione giuridica di simili accordi sarà oggetto di trattazione nel successivo capitolo 3.

sull'esercizio del voto delle azioni di copertura, precisando peraltro che tali accordi sarebbero sempre «documentati» (88).

23. (segue): (ii) *Influenza di grado "intermedio": in assenza di accordi, spontaneo allineamento dell'intermediario ai desiderata della controparte.* – Postulando, invece, l'assenza di accordi sul voto tra le parti del derivato, è possibile ipotizzare che l'intermediario scelga "unilateralmente" di assecondare, di volta in volta, le preferenze di voto espresse dalla controparte.

Ciò potrebbe avvenire, per esempio, nel caso in cui l'intermediario, scelga di "imitare" il voto del proprio cliente in assemblea, nell'ipotesi in cui questi possieda direttamente una partecipazione nell'emittente. Diversamente, l'intermediario potrebbe acquisire, attraverso un canale informativo aperto con il proprio cliente, l'orientamento di voto di questi rispetto a specifiche deliberazioni all'ordine del giorno nell'assemblea dell'emittente, scegliendo poi autonomamente di allinearsi a quest'ultimo.

In ogni caso, anche l'ipotesi in esame – come la precedente – richiede che la controparte dell'investitore in posizione "lunga" proceda direttamente ad acquisti di azioni. Al contrario, in presenza di schemi più complessi come quelli veduti al precedente par. 13, l'esistenza di "controparti indirette" rende assai meno probabili tali ipotesi di collaborazione.

L'esistenza di simili pratiche è documentata dall'esistenza di scambi di informazione, di carattere occasionale o periodico, tra l'intermediario e il cliente, ove tale scambio avrebbe ad oggetto (anche e soprattutto) il voto sulle azioni di copertura (89). È peraltro incerto definire la frequenza e l'intensità di simili prassi. In ogni caso, la precisa valutazione delle pratiche descritte in questo paragrafo potrebbe rivelarsi assai complessa, specialmente in relazione alla necessità di distinguere tra l'esecuzione effettivamente *spontanea* di orientamenti espressi dalla controparte e la formazione di un effettivo accordo sull'esercizio del voto. Sul punto si tornerà diffusamente nel capitolo 3.

24. (segue): (iii) *Influenza di grado "debole": l'intermediario si astiene dall'esercizio del voto in relazione alle azioni oggetto di copertura.* – Infine, è ipotizzabile che l'intermediario scelga, di volta in volta o – più spesso – in ottemperanza a *policy* adottate in relazione a tutte le azioni di

⁸⁸ Cfr. PWC (nt. 69), p. 20, dove il redattore dello studio annota: «during the interviews firms all categorically said they do not vote and this would be clearly stated in their policies». Successivamente, peraltro, lo studio rivela che il 15 per cento degli intervistati ha dichiarato: «[o]n limited occasions we have entered into agreements with clients whereby we agree to exercise the voting rights attached to the underlying hedge position in accordance with the client's instructions. Such agreements are always documented» (*ibid.*, p. 21).

⁸⁹ Cfr. *ibid.*, p. 22: il 54 per cento degli intermediari intervistati dichiara di avere «non-routine communication» con i clienti sottoscrittori di *contracts for difference*. Secondo alcuni intervistati, tali scambi di informazione «mostly relate to requests to vote and actions around tenders or other corporate events». Per altri, più prudentemente: «there have been occasions where we are contacted by clients [...] re voting rights. Our policy is never to discuss voting rights with any third parties».

copertura, di non esercitare il diritto di voto in relazione alle azioni possedute con finalità di *hedge*. Il mancato esercizio del voto può esprimersi, naturalmente, attraverso il mancato intervento in assemblea, oppure attraverso la vera e propria astensione da parte del socio intervenuto; alternativamente, gli intermediari adottano talvolta una *policy* consistente nel replicare con le proprie azioni, su base proporzionale, il voto espresso dagli altri soci dell'emittente, o, nei sistemi anglo-americani, seguendo le indicazioni del consiglio di amministrazione.

Nel caso in esame, l'investitore in posizione "lunga" non fornisce (neppure nella forma non vincolante veduta al paragrafo precedente) alcuna indicazione di voto. Tuttavia, egli si trova di fatto – e, si direbbe, anche indipendentemente dalla sua volontà – a influenzare l'esito del voto in assemblea, *sottraendo* al novero delle azioni votanti un pacchetto di entità corrispondente alla propria partecipazione "sintetica".

Si noti anzi come, a differenza che nelle due ipotesi esaminate in precedenza, l'influenza attraverso l'astensione dal voto si verifica tanto nel caso in cui gli intermediari-controparti dell'investitore in posizione "lunga" procedano direttamente all'acquisto di azioni, quanto nel caso in cui i medesimi coprano il proprio rischio stipulando altri derivati: ciò avviene nella misura in cui all'acquisto di azioni procedano, mossi a loro volta da esigenze di copertura, le controparti di questi ultimi contratti.

L'analisi empirica evidenzia un ampio ricorso degli intermediari alle *policy* in esame, dal momento che l'astensione dal voto in relazione alle azioni di copertura (e, più in generale, in relazione alle azioni detenute nel *trading book*) costituisce prassi frequente⁹⁰. Una recente indagine, già più volte citata, a proposito delle prassi utilizzate dagli intermediari in relazione alle azioni di copertura rispetto a posizioni assunte con *contracts for difference* evidenzia che la larga maggioranza degli intervistati adotta, almeno di regola, le *policy* in questione⁹¹.

25. *Le clausole contrattuali relative al trattamento degli strumenti di copertura (con particolare riferimento al modello ISDA)*. – Da ultimo, occorre ricordare che i contratti derivati contengono talvolta clausole volte a disciplinare la "gestione" degli strumenti di copertura cui ciascuna

⁹⁰ Come testimoniato, tra l'altro, dalla specifica esenzione dagli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti resa disponibile dalla direttiva 2004/109/CE (c.d. direttiva *Transparency*) in relazione alle azioni possedute nel "portafoglio di negoziazione" delle imprese di investimento, sul presupposto che i diritti di voto relativi a tali azioni non siano esercitati (e v., in recepimento di questa esenzione, l'art. 119-*bis* delib. Consob n. 11971 del 1999: v. *amplius*, sul tema, al cap. 4. Sulla nozione di "portafoglio di negoziazione" si v. l'art. 11 della direttiva 2006/49/CE, che lo definisce come «[l']insieme delle posizioni in strumenti finanziari e su merci, detenute per la negoziazione o la copertura del rischio inerente ad altri elementi dello stesso portafoglio».

⁹¹ Cfr. PWC (nt. 69), p. 23. Si tratta, sembrerebbe, di *policies* derogabili; ed infatti, alcuni intermediari precisano la complessità "burocratica" dei passaggi interni necessari ad ottenere l'autorizzazione all'esercizio del voto in relazione alle azioni di copertura. Spiega, per esempio, un intermediario: «[w]e have a policy not to vote on hedge positions. On rare occasions there may be a sound business reason to vote but, in these cases, approval would be required from senior Business Management and Legal/Compliance seniors».

delle parti potrà ricorrere al fine di neutralizzare i rischi assunti con la conclusione del derivato stesso. Tali clausole possono riguardare e disciplinare ciascuna o entrambe le forme di influenza che l'investitore è in grado di esercitare sulle azioni di copertura possedute dalla controparte.

È opportuno ricordare la presenza di queste clausole perché – come si avrà modo di dimostrare in seguito ⁽⁹²⁾ – esse possono rendere, almeno nel nostro ordinamento, più difficile la prova dell'esistenza di accordi tra le parti sulla futura cessione “fisica” delle azioni sottostanti ovvero in merito all'esercizio del voto su di esse.

Convieni, allora, menzionare almeno la clausola-tipo contenuta nel modello contrattuale elaborato dall'ISDA (il più diffuso tra gli operatori professionali, sia in sede internazionale, sia domestica). In particolare, il *Master Agreement* dell'ISDA attribuisce alle parti la facoltà di dichiarare che, salvo diverso accordo scritto, nessuna di esse farà affidamento sulla tipologia di tecnica di copertura, o di strumenti utilizzati a tale scopo, che l'altra parte di volta in volta adotti in relazione ai rischi assunti con il contratto ⁽⁹³⁾. Inoltre – ciò che più conta ai fini che qui interessano – da un lato le parti si danno atto che ciascuna di esse potrà coprire la propria posizione attraverso l'acquisto diretto degli strumenti finanziari sottostanti il derivato; dall'altro, esse confermano che tali strumenti sono di proprietà della parte che li ha acquistati, e *che quest'ultima non li detiene per conto o nell'interesse della controparte*, di guisa che la parte in questione avrà piena discrezionalità nelle modalità di acquisto, di utilizzo e di cessione degli strumenti in questione ⁽⁹⁴⁾.

⁹² Cfr. *infra*, cap. 4.

⁹³ Cfr. articolo 13.2(a)(i) del *Master Agreement* ISDA. Si tratta, peraltro, di una *opt-in provision*, che trova applicazione se «specified as applicable in the related Confirmation», cioè in ogni singolo contratto sottoscritto in attuazione del contratto quadro.

⁹⁴ Più precisamente l'art. 13.2(a)(ii) del *Master Agreement* ISDA sancisce l'accordo delle parti sul fatto che «each party ... is not holding the Hedge Positions or engaging in the Hedging Activities on behalf or for the account of or as agent or fiduciary for the other party, and the other party will not have any direct economic or other interest in, or beneficial ownership of, the Hedge Positions or Hedging Activities»; inoltre, «the decision to engage in Hedging Activities is in the sole discretion of each party, and each party ... may commence or ... suspend or cease the Hedging Activities at any time as it may solely determine».

CAPITOLO 2

Derivati azionari, partecipazioni sintetiche e “proprietà occulta”: una ricognizione degli episodi più rilevanti

SOMMARIO: 1. Premessa. La proprietà azionaria “occulta” come fenomeno solo apparentemente unitario. – 2. Proprietà occulta come strumento di “attivismo” degli investitori professionali (con particolare riferimento al caso CSX/TCD). – 2.1. Il ruolo dei contratti derivati nell’ambito delle strategie “attiviste”. Incremento del rendimento dell’investimento. – 2.2. (*segue*): Pressioni nei confronti del *management*. – 2.3. (*segue*): Esercizio “occulto” del voto sulle azioni di copertura. – 2.4. (*segue*): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni. – 2.5. (*segue*): Sintesi. – 3. Proprietà occulta come strumento per agevolare il successo di offerte pubbliche d’acquisto ostili (con particolare riferimento ai casi Schaeffler/Continental e Porsche/Volkswagen). – 3.1. Ruolo dei contratti derivati nel quadro di una scalata ostile. Incremento del rendimento dell’investimento. – 3.2. (*segue*): Sorpresa nei confronti del mercato e dell’emittente. – 3.3. (*segue*): Esercizio “occulto” del voto sulle azioni di copertura. – 3.4. (*segue*): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni. – 3.5. (*segue*): Sintesi. – 4. Altri impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche d’acquisto volontarie. – 5. Impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche obbligatorie. – 5.1. Il caso Brierey/Fairfax. – 5.2. (*segue*): Il caso Ifil/Exor. – 5.3. (*segue*): Possibili elusioni dell’obbligo di offerta. – 6. Impieghi di partecipazioni sintetiche da parte dell’emittente, di esponenti aziendali e soci rilevanti. In particolare: la reazione a offerte pubbliche d’acquisto ostili. – 6.1. (*segue*): Il caso Perry/Rubicon. – 6.2. (*segue*): Il ruolo dei derivati. – 7. Effetto dello *hedge* in funzione puramente speculativa. – 8. Considerazioni conclusive.

1. *Premessa. La proprietà azionaria “occulta” come fenomeno solo apparentemente unitario.* – I riflessi problematici delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati, descritti nel capitolo precedente nella loro (astratta) “meccanica” contrattuale, hanno avuto numerose e significative manifestazioni nei mercati finanziari di numerosi paesi. Investitori appartenenti a varie tipologie, infatti, hanno sottoscritto derivati azionari con l’intenzione di “costruire” partecipazioni azionarie sintetiche in società quotate, facilmente “convertibili” in partecipazioni effettive, secondo gli schemi descritti nel capitolo precedente ⁽¹⁾.

Un iniziale “campionario” degli episodi più significativi è stato fornito dai due studiosi che per primi hanno affrontato il fenomeno della proprietà “occulta” di azioni quotate, i quali hanno altresì evidenziato l’utilizzo di partecipazioni sintetiche in funzione

¹ Cfr. cap. 1, sez. 4. Il fenomeno è stato descritto da Hu e Black – come già veduto – come *hidden (morphable) ownership*, perché la proprietà (potenziale) delle azioni resterebbe, per tutta la durata del contratto derivato alla base della partecipazione sintetica, allo stato latente. Cfr., anche in luogo dei numerosi altri scritti dei due Autori sul tema, H.T.C. HU – B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss. Cfr. inoltre la bibliografia menzionata nell’Introduzione (nt. 10-13).

di *obiettivi diversi* (2). In particolare, i due autori hanno distinto, da un lato, l'impiego di schemi finalizzati a eludere gli obblighi, stabiliti negli ordinamenti che ospitano i principali mercati azionari, di comunicare l'acquisto di partecipazioni rilevanti in una società quotata; dall'altro, l'impiego di complesse strategie che consentano a un investitore di non promuovere un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria negli ordinamenti in cui sia previsto un obbligo in tal senso, al ricorrere di alcuni presupposti (3). Peraltro, negli scritti di Hu e Black le criticità derivanti dall'adozione di strategie di questo tipo sono state analizzate in modo *unitario*, offrendo ai problemi evidenziati soluzioni ritenute adattabili nei confronti delle diverse strategie utilizzate; analoga impostazione si riscontra, altresì, nella trattazione di alcuni degli studiosi che hanno ulteriormente sviluppato le considerazioni dei due giuristi americani (4).

Attraverso l'analisi casistica affrontata nel presente capitolo (la quale ha ad oggetto i casi già individuati da Hu e Black, nonché altri casi non esaminati da tali autori, ovvero riscontrati successivamente all'ultimo dei loro contributi sul tema in esame)⁽⁵⁾, si intende evidenziare che l'impiego di schemi di "proprietà occulta" è finalizzato ad obiettivi più articolati rispetto a quelli individuati dai due studiosi. A tale proposito, si cercherà di porre in rilievo il diverso potenziale di criticità – per gli emittenti, i loro azionisti e gli investitori in generale – che può derivare dall'impiego di ciascuna delle strategie esaminate. Le riflessioni svolte a partire dall'esame dei casi consentiranno – nel capitolo 3 – di valutare le strategie in esame rispetto agli assetti normativi vigenti (con particolare riferimento alla disciplina italiana) e soprattutto – nel capitolo 4 – di valutare l'impatto di tali strategie e dei rimedi, *de iure condendo*, che rispetto ad esse sono stati proposti nel dibattito internazionale sul piano dell'efficienza del mercato delle partecipazioni azionarie.

Il presente capitolo ripercorre i principali episodi di "proprietà occulta" noti alle cronache finanziarie, ordinandoli per tipologia di obiettivi perseguiti dagli investitori (6).

² Cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, (nt. 1), p. 836 ss.

³ *Ibid.* I due Autori statunitensi fanno poi riferimento ad «altri usi» dei derivati azionari in funzione di *hidden ownership*, di cui peraltro si riporta un solo esempio, consistente nell'acquisizione di una partecipazione di blocco tale da impedire l'esercizio di un diritto di acquisto a seguito di offerta pubblica (nel caso australiano Centennial/Glencore). V. *infra*, par. 4.

⁴ Cfr. per es. M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure in Europe. Empty Voting, Hidden Ownership and the Transparency Directive*, in 15 *Stan. J. L. Bus. Fin.*, 2009, 127 ss.; D. ZETZSCHE, *Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, in 10 *EBOR*, 2009, 115 ss. Diversamente G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, vol. II, p. 629 ss., il quale distingue chiaramente, sulla base del tessuto normativo italiano, la soluzione da offrire al tema della comunicazione al pubblico delle partecipazioni rilevanti da quello delle partecipazioni rilevanti ai fini dell'obbligo di opa.

⁵ H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008, 625 ss.

⁶ Per comodità di esposizione, e con l'eccezione di alcuni casi ritenuti particolarmente importanti, la descrizione dei fatti alla base dei singoli episodi di *hidden ownership* sarà contenuta nelle note, mentre il testo tratterà un quadro generale della dinamica che tipicamente connota le singole strategie analizzate.

In primo luogo, si esaminano le strategie di “proprietà occulta” impiegate da investitori c.d. attivisti (par. 2 ss.). Successivamente, si descriveranno gli impieghi di schemi di *hidden ownership* nel contesto di offerte pubbliche di acquisto volontarie ostili e obbligatorie (parr. 3-5). Si analizzeranno, poi, alcuni impieghi degli schemi in questione da parte degli stessi emittenti e dei loro amministratori (par. 6) e, infine, l’impiego di strategie di proprietà occulta con finalità speculativa (par. 7).

2. *Proprietà occulta come strumento di “attivismo” degli investitori professionali (con particolare riferimento al caso CSX/TCI).* – In un primo, numeroso gruppo di episodi, le strategie di *hidden ownership* descritte nel capitolo precedente sono utilizzate da investitori o gruppi di investitori nell’ambito di azioni di pressione sugli amministratori di una società quotata, al fine di ottenere un mutamento di rotta nelle strategie di gestione o, in alcuni casi, la sostituzione del *management* o il cambio del controllo della società (7).

In questo contesto, la strategia tipicamente adottata dall’investitore consiste nell’acquisto (non dichiarato al pubblico) di una partecipazione sintetica attraverso la sottoscrizione, dal lato “lungo”, di derivati azionari con intermediari finanziari di fiducia; normalmente, la partecipazione sintetica incrementa (talvolta anche raddoppiando, o più) una partecipazione diretta già posseduta dall’investitore. Una volta raggiunto il livello di esposizione sintetica ritenuto efficace, l’investitore esce allo scoperto, rivelando la propria identità e l’entità della partecipazione sintetica posseduta, e avanzando le proprie istanze nei confronti degli amministratori: ciò avviene sia in occasioni istituzionali di confronto tra *management* e azionisti (tipicamente nel corso dell’assemblea della società), sia attraverso richieste avanzate attraverso organi di stampa, o direttamente indirizzate agli amministratori (8).

⁷ Come è noto, la pressione sul *management* al fine di modificare il *business plan* della società, di ostacolare o di incoraggiare il compimento di operazioni straordinarie che implicano mutamenti radicali nella composizione del capitale della società, ovvero ancora la promozione di nuovi assetti di *corporate governance* costituiscono il cuore dell’“attivismo” degli investitori professionali (e soprattutto degli *hedge fund*), con l’obiettivo di una valorizzazione rapida del proprio investimento: cfr. M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss.; A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *J. Fin.*, 2009, p. 208 ss.; T.W. BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, in 32 *J. Corp. L.*, 2007, 682 ss.). In ambito nordamericano, un’analisi empirica dell’importanza di questa strategia nel complesso degli interventi degli investitori istituzionali nelle società quotate si legge in A. BRAV E AA., *The Returns to Hedge Fund Activism*, in 64 *J. Fin.*, 2008, p. 1729 ss., secondo cui gli *hedge fund* dichiarano di perseguire una o più delle menzionate strategie (eventualmente anche congiuntamente tra loro) nel 51,7 per cento dei casi rilevati. In ambito europeo, si v. M. BECHT E AA., *Hedge Fund Activism in Europe, ECGI Working Paper Series No. 283/2010*, 2010, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’; con riferimento alla situazione italiana cfr. lo studio di M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?*, *CLEA 2009 Annual Meeting Paper*, 2009, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’.

⁸ Questa forma di impiego delle posizioni “lunghe” è la più frequente, se rapportata al complesso degli episodi di cui chi scrive ha rinvenuto traccia nelle cronache finanziarie. Naturalmente, a tale dato non è opportuno conferire particolare significato statistico, dal momento che l’“uscita allo scoperto” dell’investitore costituisce un presupposto essenziale della strategia in esame, mentre è ben possibile che

L'importante e controversa vicenda CSX/TCI, portata anche all'attenzione delle corti federali americane ⁹⁾, costituisce un esempio particolarmente calzante della strategia

altri episodi non riconducibili a questa categoria di fattispecie non siano stati resi pubblici proprio perché l'investitore è riuscito nel perseguimento della propria strategia all'oscuro del pubblico degli investitori.

Tra i più significativi episodi riconducibili allo schema descritto nel testo (quasi tutti, peraltro, hanno avuto luogo sul teatro di mercati anglosassoni), si possono ricordare, in ordine di tempo: (i) nel 2004, la campagna intrapresa dal fondo Laxey Partners nei confronti di British Land, finalizzata, tra l'altro, a un ampio ricambio del *management* (il fondo aveva acquistato una partecipazione sintetica dell'1,8 per cento in *contracts for difference* (CfDs) in aggiunta alla partecipazione diretta dell'1,1 per cento e al prestito titoli per un ulteriore 8,17 per cento: cfr. ASHURST, *Use of CFDs in Public M&A*, 2004, sul sito 'www.ashurst.com/doc.aspx?id_Content=926', p. 3); (ii) ancora nel 2004, l'iniziativa del fondo Polygon nei confronti dell'inglese DFS nel 2004 (in questo caso con il possesso di una sola azione della *target* e il 3 per cento di esposizione economica attraverso *equity swap*: v. H.T.C. HU - B.S. BLACK, (nt. 1), p. 848); (iii) nel 2005 le manifestazioni di supporto presentate da alcuni *hedge funds*, titolari, attraverso CfDs, di una partecipazione occulta superiore all'8 per cento nei confronti della richiesta avanzata da un potenziale acquirente della società inglese Marks&Spencer di poter effettuare una *due diligence* sulla società (cfr. *ex multis* J. SINGER, *With Rising Clout, Hedge Funds Start to Sway Mergers*, in *Wall St. J.*, 25 gennaio 2005, p. A1); (iv) nello stesso anno, la campagna lanciata dal fondo Pershing Square (protagonista dell'impiego dei derivati nell'ambito delle proprie strategie di investimento) in favore dello scorporo di alcuni rami d'azienda della società quotata Wendy's International Inc. (Pershing dichiarò il possesso di opzioni per oltre il 6 per cento delle azioni di Wendy's: cfr. K. WHITEHOUSE E AA., *Activist Hedge Funds Use Derivatives To Target Lager Prey*, in *Dow Jones Newswires*, 11 luglio 2007); (v) nel 2006, l'iniziativa del fondo Atticus Capital per la vendita della società Phelps Dodge, nei confronti della quale si era massicciamente esposto con *swap* e opzioni (*ibid.*); (vi) nel maggio 2007, le pressioni esercitate dai fondi SAC Capital Advisors e Jana Partners sull'impresa di brokeraggio TD Ameritrade Holding Corp. per favorire la fusione con un'impresa concorrente (cfr. *ibid.*, ove si riferisce di *economic interest* accumulato – attraverso *swap* e opzioni – pari all'8,4 per cento delle azioni in circolazione); (vii) nel luglio 2007, l'iniziativa "attivista" del fondo Spencer Capital Management nei confronti del gruppo dirigente della catena di librerie americane Borders Group Inc. (oltre il 2% dell'esposizione attraverso opzioni: *ibid.*); (viii) nello stesso mese, il fondo Pershing dichiarò che avrebbe promosso cambiamenti strategici presso il *management* della catena di distribuzione americana Target nella quale aveva acquistato, anche attraverso derivati, una partecipazione superiore al 10 per cento (cfr. J. BIRCHALL, *Ackman Takes Stake in Target to Push for Change at Retailer*, in *Fin. Times*, 17.7.2007); (ix) si v. anche, tra il 2006 e il 2007, l'azione del fondo Laxey Partners sull'impresa meccanica svizzera Saurer, che uscì allo scoperto dichiarando un'esposizione complessiva nei confronti dell'emittente pari al 13 per cento del capitale di esso, composta da azioni e opzioni *call*, e reclamando mutamenti nella *governance* della società (cfr. H.T.C. HU – B.S. BLACK (nt. 5), p. 657).

⁹⁾ CSX Corp. v. The Children Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, (S.D.N.Y. 2008), p. 539 ss. Tra i commenti cfr. D. BERTACCINI, *To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes*, in 31 *Cardozo L. Rev.*, 2009, p. 267 ss.

La vicenda, che si sviluppò tra l'ottobre del 2006 e i primi mesi del 2008, può essere così sinteticamente riassunta. Cinque fondi speculativi appartenenti al gruppo The Children's Investment Fund ("TCI") iniziarono a sottoscrivere in posizione "lunga", con diversi intermediari finanziari, *equity swap* sulle azioni della quotata CSX, una delle principali compagnie ferroviarie degli Stati Uniti. Successivamente, esponenti dei fondi del gruppo TCI avvicinarono il consiglio di amministrazione di CSX insistendo affinché adottasse radicali cambiamenti nella gestione della società e nei suoi assetti di *corporate governance* e facendo valere, a mo' di vera e propria minaccia, l'entità della partecipazione sintetica (quasi il 14 per cento) che avrebbe potuto essere rapidamente «convertita in azioni» CSX (*ivi*, p. 527). È importante osservare che il *management* di CSX respinse le pressioni ricevute, ma rese noto al pubblico l'accaduto, indicando altresì –

nell'informativa trimestrale depositata nell'aprile 2007 – l'esistenza della ingente partecipazione sintetica accumulata da TCI.

In epoca di poco successiva, quattro fondi speculativi appartenenti al gruppo 3G seguirono la strategia di TCI, coordinandosi con esso. Anche tali iniziative furono respinte dal consiglio di amministrazione di CSX. A questo punto i fondi, che nel frattempo avevano integrato il proprio investimento in derivati con significativi acquisti diretti di azioni, decisero di intraprendere una sollecitazione delle deleghe, promuovendo, tra l'altro, la nomina di cinque amministratori nel *board* della società e la modifica dello statuto di essa per facilitare la convocazione di un'assemblea da parte della minoranza, con l'intenzione di proporre l'approvazione delle modifiche a suo tempo proposte al *management*. I fondi annunciarono la loro intenzione di procedere alla sollecitazione congiuntamente al deposito di una comunicazione di superamento della soglia di partecipazione rilevante ai sensi della *Section 13(d)* del *Securities Exchange Act* del 1934 (5 per cento: i fondi TCI e 3G dichiararono il possesso dell'8,3 per cento delle azioni CSX, nonché l'ulteriore esposizione attraverso *equity swap* con diverse banche di investimento per l'11,8 per cento). Il *board* reagì nel marzo 2008 con un'azione legale, nella quale si contestavano ai due fondi numerose violazioni del diritto federale (tra l'altro, la violazione della citata *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)* del *Securities Exchange Act* in materia di *disclosure* da effettuarsi in caso di sollecitazione delle deleghe) e altre presunte violazioni del diritto dello stato della Virginia (stato in cui CSX ha sede) (*ibid.*, p. 538). La controversia fu dapprima decisa dalla corte federale distrettuale del Southern District dello stato di New York (*CSX v. TCI*, cit., emessa in data 11 giugno 2008). Con sentenza che attribui alla CSX una «Pyrrhic victory» (secondo l'espressione di J.C. COFFEE JR., *Regulators need to shine a light on derivatives*, in *Fin. Times*, 30 giugno 2008, p. 9), il giudice L.A. Kaplan accolse la domanda di CSX fondata sulla violazione della *Sec. 13(d)*, rigettando sia le difese sia le domande riconvenzionali svolte dai convenuti; la Corte, peraltro, rigettò la cruciale istanza cautelare, con la quale CSX aveva chiesto di inibire l'esercizio del diritto di voto da parte dei due fondi nella assemblea di prossima celebrazione: cfr. *CSX v. TCI*, cit., p. 572 ss.). La Corte d'Appello per il Secondo Circuito ha successivamente confermato la sentenza di primo grado (cfr. *CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt (UK) LLP*, 292 Fed. Appx. 133, in data 15 settembre 2008).

La stampa specializzata e gli *alerts* dei principali studi legali hanno dato grande risalto alla vicenda in esame: ad alcuni anni dalla vicenda, è il caso di ricordare il commento di J.C. COFFEE JR., cit., p. 9. La sentenza ha presto richiamato l'attenzione della dottrina: tra i contributi specificamente dedicati alla pronuncia cfr., oltre al commento di D. Bertaccini, sopra citato, S.M. DONAHUE, *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposal for Reform*, in 4 *Brook. L. Corp. Fin. & Com. L.*, 2010, p. 221 ss.; E. KHASINA, *Disclosure of "Beneficial Ownership" of Synthetic Positions in Takeover Campaigns*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2009, p. 904 ss.; R.T. LAW, *The Deraiment of Section 13(d) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(d) Disclosure*, in 59 *Cath. U. L. Rev.*, p. 259 ss. Cfr., inoltre, le considerazioni di C.M. NATHAN, *CSX: Opportunities and Implications for Companies and Activist Investors*, in *PLI Corp. L. Prac. Course Handbook Series* (PLI Order No. 18744), 2009, p. 653 ss.; S.M. DAVIDOFF, *Defining the Spirit of 13(d)*, in *DealBook*, 2008, disponibile sul sito dealbook.blogs.nytimes.com; e L. RIBSTEIN, *CSX and the Law Professors*, 2008, disponibile sul sito busmovie.typepad.com/ideoblog. E v. altresì, nel tentativo di inserire la pronuncia in commento in un quadro più ampio, D.J. BERGER - K.M. MURRAY, *As the Market Turns: Corporate Governance Litigation in the Age of Stockholder Activism*, in 5 *NYU J. L. & Bus.*, 2009, p. 207 ss. (part. p. 225 ss.). Inoltre, numerosi professori universitari sono intervenuti nella causa in qualità di consulenti o di *amici curiae*: si vv. in particolare, tra i documenti pubblicamente disponibili, la lettera dei proff. J. Grundfest, H. Hu e M. Subrahmanyam in data 2 giugno 2008, nonché le considerazioni svolte da alcuni professori universitari e da ex commissari dell'autorità di vigilanza americana nell'*Amicus Brief* depositato in fase d'appello in data 18 luglio 2008. Altri documenti, come il parere del prof. F. Partnoy, non sono stati resi pubblici.

descritta. Infatti, i protagonisti di questa vicenda (due fondi speculativi), effettuarono inizialmente il proprio investimento nella società ferroviaria americana CSX Corp. *unicamente in forma sintetica*, attraverso *equity swap* sottoscritti nel giro di pochi mesi per un ammontare molto rilevante (quasi il 14 per cento delle azioni di CSX per il solo fondo TCI)⁽¹⁰⁾; di fatto, per alcuni mesi, i due fondi tentarono di esercitare pressioni sul consiglio di amministrazione della società, avanzando le proprie richieste di mutamento nella gestione, senza aver acquistato una sola azione. Tuttavia, l'incalzante azione dei due fondi non ottenne i mutamenti sperati, sicché i due investitori decisero di avviare, prima di essere temporaneamente interrotti da un'azione legale promossa dalla società, una sollecitazione delle deleghe di voto in vista dell'assemblea più prossima ⁽¹¹⁾.

È da notare come quasi tutte le iniziative riconducibili al tipo di strategia in esame siano state promosse nei confronti di società quotate sui mercati di giurisdizioni anglosassoni. Probabilmente, l'osservazione può essere spiegata tenendo presente che, in generale, iniziative attiviste dirette a promuovere un mutamento nelle politiche di gestione della società hanno, negli ordinamenti caratterizzati da più elevato grado di concentrazione della proprietà azionaria, una rilevanza assai minore ⁽¹²⁾. Del resto, lo stesso ricorso alla sollecitazione delle deleghe, che negli Stati Uniti costituisce – come dimostrato dal caso CSX – lo scenario ultimo della contrapposizione tra investitori *insurgent* e amministratori *incumbent*, appare poco probabile in presenza di soci che controllano, almeno di fatto, l'emittente destinatario dell'attività degli investitori istituzionali ⁽¹³⁾.

2.1 – (segue): *Il ruolo dei contratti derivati nell'ambito delle strategie "attiviste". Incremento del rendimento dell'investimento.* – Si tratta, a questo punto, di comprendere più precisamente quale ruolo giochino i derivati nell'ambito della strategia in esame, anche alla luce delle considerazioni vedute nel capitolo precedente circa possibili utilizzi dei derivati azionari in funzione dell'esercizio di forme di influenza sulla società *target*.

Una prima funzione consiste nell'accrescere il rendimento della partecipazione azionaria (diretta), acquistata dall'investitore prima o dopo la sottoscrizione dei derivati

¹⁰ Cfr. CSX v. TCI (nt. 9), p. 523 ss.

¹¹ A parere di chi scrive, è più corretto annoverare il caso CSX nel gruppo di episodi relativi all'"attivismo" di investitori istituzionali piuttosto che tra gli episodi che hanno conosciuto un utilizzo di *equity derivatives* finalizzato all'acquisto del controllo tramite un'operazione ostile (si v. il par. successivo). Infatti, per lungo tempo prima di intraprendere una sollecitazione delle deleghe, i fondi si sono limitati a esercitare pressioni sul *management*, mentre era rimasto allo stato di progetto l'iniziale tentativo di promuovere un *leveraged buyout* sulla società, ottenendone l'uscita dal mercato di borsa (CSX v. TCI (nt. 9), p. 526).

¹² In Europa continentale, in particolare, gli *hedge fund* sono inclini ad adottare strategie diverse: cfr. M. BECHT E AA. (nt. 7), *passim*; v. inoltre *amplius infra*, cap. 4, par. 7 ss.

¹³ Condivide tale osservazione in relazione allo scarso "attivismo" dei fondi speculativi sul mercato azionario italiano M. EREDE (nt. 7), p. 23, ove anche osservazioni circa lo scarso successo delle poche iniziative intraprese da *hedge funds* in società italiane quotate attraverso l'esercizio di diritti della minoranza (*ivi*, a p. 37 ss.).

(14). Ciò è reso possibile dal fatto che l'acquisto di una partecipazione sintetica non comporta di regola costi iniziali (specie se si fa ricorso al *total return equity swap* tradizionale o a un *forward*)⁽¹⁵⁾, garantendo un rendimento atteso pari a quello di una partecipazione "reale". L'effetto è di accrescere il rendimento dell'investimento complessivo effettuato, restando invariato il costo di acquisto di un numero (ridotto) di azioni.

Merita considerazione il significato che questa funzione dell'investimento sintetico riveste di fronte al mercato. Si può ipotizzare, infatti, che il pubblico degli investitori interpreti la rilevante esposizione sintetica dell'investitore come segnale della sua determinazione ad ottenere un mutamento delle politiche di gestione dell'emittente che conducano, *nell'orizzonte temporale dell'investimento stesso*, ad una massimizzazione del valore delle azioni sottostanti i derivati. In altri termini, è ragionevole attendersi che, conosciuta dal mercato la natura e l'entità dell'investimento in questione, la reazione dei prezzi delle azioni della società *target* sarà positiva, e quantitativamente più significativa rispetto all'ipotesi in cui sia annunciato l'acquisto di una sola partecipazione diretta (16). Di conseguenza, l'investimento in derivati consentirà all'"attivista" di trarre profitto dalla propria azione di convincimento nei confronti degli amministratori della partecipata, *in misura maggiore* di quanto possibile sulla base del solo investimento in azioni (17). L'osservazione contribuisce a spiegare la ragione per cui la posizione acquisita sui derivati forma oggetto di comunicazione al pubblico nell'imminenza dell'azione intrapresa dall'investitore, e scalfisce al tempo stesso l'opinione diffusa che concepisce le tecniche di *hidden ownership* quali funzionali a strategie di investimento attuate interamente di nascosto dal mercato (18).

2.2. (segue): *Pressioni nei confronti del management*. – Una seconda funzione dell'utilizzo dei derivati nell'ambito della strategia in questione consiste nel ricollegare all'iniziativa dell'investitore dissidente un effetto di vera e propria *sorpresa* sugli amministratori della

¹⁴ Sebbene tale ragione prettamente finanziaria appaia spesso trascurata nella discussione del tema che occupa – se non addirittura quasi additata a pretesto per nascondere la priorità di altre finalità tipicamente "societarie" – essa emerge quale fondamentale nelle poche ricerche empiriche svolte sul tema: cfr. in particolare PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP (di poi, PWC), *Survey on Contracts for Difference*, in FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference - Consultation and draft Handbook text*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.gov.uk', Annex 4, p. 8, dove «leverages» e «ability to go long/short» raccolgono 20 delle 39 risposte al quesito «[w]hat reasons do your clients express for entering into a CFD rather than buying the underlying stock directly?».

¹⁵ Diversamente, per la "variante" di *equity swap* rappresentata dai *contracts for difference*, l'investitore paga solitamente una commissione all'intermediario, mentre, come noto, l'acquisto di opzioni comporta il pagamento di un premio. Cfr. *supra*, cap. 1.

¹⁶ Il tema è sviluppato diffusamente nel cap. 4.

¹⁷ In tal senso, v. lo spunto in D. MOERITZ, *Equity Derivatives, Economic Ownership, and Hidden Voting Power: Should We Allow People to Game Ownership Disclosure*, dattiloscritto consultato per la cortesia dell'Autore. L'analisi proposta nel testo riecheggia il problema delle "partecipazioni di appoggio" (*toeholds*) nell'analisi economica delle opa ostili. Sul punto si tornerà *infra* par. 3.

¹⁸ V. per esempio M.C. SCHOUTEN (nt. 4), part. p. 160 ss.

società *target*. L'*insurgent*, infatti, come veduto, tende a uscire allo scoperto per formulare le proprie richieste al *management* soltanto una volta che la partecipazione sintetica nella società abbia già raggiunto un livello significativo.

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 ⁽¹⁹⁾.

Occorre, tuttavia, indagare meglio le ragioni per cui una partecipazione in prevalenza (o talvolta integralmente) *sintetica* dell'investitore costituisce una minaccia credibile nei confronti degli amministratori bersaglio della strategia attivista. Per comprenderlo è opportuno declinare e soppesare, nel contesto della strategia in esame, le forme di potenziale influenza che l'investitore può esercitare sulle azioni emesse dalla società bersaglio e che si sono esaminate, in astratto, nel capitolo precedente.

2.3. (segue): *Esercizio “occulto” del voto sulle azioni di copertura*. – In primo luogo, l'efficacia della pressione che l'*insurgent* è in grado di esercitare sugli amministratori della società bersaglio può dipendere dal pericolo che egli influenzi la volontà dell'assemblea della società attraverso l'esercizio del diritto di voto spettante alle azioni di copertura che le sue controparti hanno acquistato ⁽²⁰⁾.

Come si è veduto in precedenza, l'evidenza empirica dell'effettivo esercizio “occulto” del voto è piuttosto scarsa e contraddittoria. Tuttavia, la cronaca degli episodi sopra riportati evidenzia che il *management* destinatario dell'iniziativa attivista percepisce il rischio che l'investitore “attivista” sia in grado di condizionare l'esercizio del diritto di voto da parte delle proprie controparti contrattuali, nel caso in cui queste ultime possiedano direttamente azioni della società. E la giurisprudenza investita della decisione di casi di *hidden ownership* ha talora dato decisivo risalto al materiale probatorio da cui potevano evincersi pratiche di condizionamento del voto ⁽²¹⁾.

L'enfasi data dalla giurisprudenza e da alcuni studiosi alla questione del voto occulto deve, tuttavia, essere ridimensionata sulla base di alcune considerazioni, basate sull'osservazione empirica delle pratiche in esame.

In primo luogo, come già evidenziato ⁽²²⁾, il condizionamento del voto può manifestarsi sia nella forma, più intensa, del controllo del voto da parte dell'investitore in

¹⁹ Nel sistema nordamericano, gli amministratori in carica nelle società quotate gestiscono il processo di sollecitazione delle deleghe che necessariamente precede, data la forte dispersione dell'azionariato, e nella sostanza sostituisce la riunione assembleare. Gli amministratori in carica, inoltre, possono procedere essi stessi alla sollecitazione di proposte assembleari (ciò che di regola accade in occasione del rinnovo del consiglio di amministrazione o di alcuni suoi componenti): di norma, le spese di tale sollecitazione sono poste a carico della società.

²⁰ Cfr. cap. 1, par. 21 ss.

²¹ Cfr. soprattutto *CSX v. TCI* (nt. 9), p. 543 ss.

²² Ciò che si verifica nella – frequente – ipotesi di *hedging*, che vede la partecipazione “a catena” di una pluralità di intermediari. Cfr. cap. 1, par. 20.

posizione “lunga” sia in forma più debole, come accrescimento del peso relativo del voto dell’investitore per via delle politiche di voto astensioniste spesso adottate dagli intermediari. In verità – come già si è avuto modo di osservare ⁽²³⁾ – solo la seconda forma di influenza sul voto può avere luogo anche all’insaputa dell’investitore (e, quindi, anche qualora la sua controparte non abbia acquistato *direttamente* azioni di copertura, bensì lo abbiano fatto gli intermediari finanziari cui tale controparte si sia, a sua volta, indirizzata per ricoprirsì), mentre la prima forma di influenza, invece (quella più problematica sul fronte societario e dell’informazione al mercato), è più difficilmente concepibile quando l’investitore non abbia diretto contatto con gli intermediari che abbiano acquistato le azioni di copertura.

In secondo luogo, anche assumendo che l’investitore “attivista” sia concretamente in grado di condizionare l’esercizio dei diritti di voto corrispondenti all’intera partecipazione sintetica che gli fa capo, l’entità di quest’ultima non assume, nella maggior parte dei casi, dimensioni tali da garantire all’investitore un’influenza dominante sull’assemblea della società.

Ciò non basta a ridimensionare del tutto l’importanza del problema delle influenze “occulte” di voto (e delle inefficienze che può comportare la mancata *disclosure* di possibili situazioni che vi diano adito). È peraltro possibile ipotizzare che simili condizionamenti del voto possano essere decisivi per la formazione della volontà dell’assemblea soltanto in presenza di votazioni molto combattute, nelle quali il ridotto pacchetto azionario sotto il controllo dell’attivista assume un ruolo determinante ⁽²⁴⁾; e vi è da chiedersi, in queste circostanze, se gli intermediari che subiscono l’influenza nell’esercizio del voto non cerchino di estrarre dall’investitore almeno una parte del valore del voto “marginale”, rendendo così assai meno conveniente per quest’ultimo l’esercizio occulto del voto rispetto all’acquisto diretto delle azioni ⁽²⁵⁾.

In terzo luogo, la successione di accadimenti che normalmente caratterizza gli interventi di pressione sul *management* della società bersaglio sembra ridimensionare la questione del voto occulto nell’attuazione della strategia attivista. Per un verso, l’esposizione in derivati viene sempre comunicata, se non direttamente al pubblico,

²³ *Ibid.*

²⁴ Tali situazioni, peraltro, sono divenute più frequenti nella realtà anglosassone, anche grazie al rinnovato attivismo degli investitori istituzionali: cfr. M. KAHAN - E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in 96 *Geo. L. J.*, 2009, p. 1227 ss. Inoltre, è più facile che si presentino situazioni del tipo descritto nel testo laddove la legge o lo statuto consentano l’elezione di alcuni o di tutti gli amministratori senza la presenza di un voto della maggioranza delle azioni presenti in assemblea, come avviene per le società americane che adottino il c.d. *plurality voting* (cfr. ad es. Sec. 212 Del. Gen. Corp. Code), ovvero, in forza dell’art. 147-ter t.u.f., per le società quotate italiane, in cui il voto di lista assicura alla minoranza l’elezione di almeno un componente dell’organo amministrativo. Vedi recentemente sul punto M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders in Directors’ Elections: A Revolution in the Making*, in *ECGI - Law Working Paper No. 147/2010*, 2010, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’.

²⁵ Secondo la tradizionale teoria del mercato del voto: cfr. R.C. CLARK, *Vote Buying and Corporate Law*, in 29 *Case West. L. Rev.*, 1979, p. 776 ss.; v. anche, in senso critico F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, part. p. 410 ss.

almeno agli amministratori della società bersaglio ⁽²⁶⁾; se così è, la notorietà dell'esposizione in derivati e, spesso, dell'identità delle stesse controparti contrattuali dell'*insurgent* trasforma il voto occulto in voto palese, ma condizionato dall'influenza dell'investitore (la cui identità è ora nota al pubblico), riducendo grandemente le asimmetrie informative esistenti sul mercato, al quale sarà piuttosto rimessa la valutazione sulle probabilità di un effettivo condizionamento degli intermediari.

Per altro verso, gli stessi fondi attivisti tendono a prospettare agli amministratori della società *target*, non tanto la loro abilità di influenzare il voto delle loro controparti finanziarie, bensì, piuttosto, la loro capacità di “convertire” in azioni, non appena lo vogliano, una “partecipazione potenziale” posseduta attraverso derivati ⁽²⁷⁾. Anzi, nel *leading case* Perry v. Ithaca (di cui si tratterà oltre), il fondo speculativo protagonista della vicenda, intendendo far contare i propri voti nell'imminente assemblea della partecipata, non si affidò alle proprie capacità di influenzare il voto della propria controparte finanziaria (Merril Lynch), ma preferì risolvere gli *swap* e acquistare dalla banca tutte le azioni di copertura pochi giorni prima della riunione, così da poter esercitare il voto in maniera diretta ⁽²⁸⁾.

Insomma, i dati disponibili inducono a ridimensionare, in parte, l'importanza di pratiche di voto occulto nel contesto delle iniziative di *shareholder activism*, che risultano spesso, in concreto, non determinanti per l'efficacia dell'iniziativa. D'altra parte, l'esistenza di politiche di voto che favoriscono in ogni caso condizionamenti indiretti del voto (si pensi alle *no-vote policies* adottate dai soggetti più attivi nell'offerta di posizioni sintetiche a opera delle controparti), nonché la diffusa percezione di un effettivo ricorso a tali pratiche da parte degli investitori “attivisti” rende necessario considerare attentamente queste ultime nel valutare le vie di riforma più efficaci per regolare il fenomeno della proprietà occulta (cfr. sul punto i due capitoli seguenti).

2.4. (segue): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni. – Più rilevante risulta, invece, la seconda forma di influenza esaminata nel precedente capitolo. Come si ricorderà, colui che sottoscrive un derivato azionario in posizione “lunga”, ha talora la possibilità di accedere alla proprietà delle azioni che la sua controparte ha acquistato a scopo di copertura. Tale possibilità si ravvisa in modo tanto più concreto quanto più la partecipazione sintetica sia rilevante, le azioni dell'emittente siano poco liquide e non esistano idonee alternative di copertura rispetto all'acquisto diretto delle azioni ⁽²⁹⁾.

A differenza di quanto si avrà modo di osservare in relazione alle operazioni dirette all'acquisto del controllo della società, un'iniziativa “attivista” è solitamente avviata sulla base di partecipazioni non particolarmente importanti, e la liquidità dei titoli non

²⁶ Esempio, in proposito, la vicenda CSX. Cfr. *supra*, nt. 9.

²⁷ Cfr. CSX v. TCI (nt. 9).

²⁸ Cfr. Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd. (2004) 2 N.Z.L.R. 182 (C.A.) (di poi, “Perry v. Ithaca”) § 112. Di questo episodio si dirà diffusamente più avanti.

²⁹ Cfr. cap. 1, par. 17 ss.

dovrebbe risultarne fortemente condizionata. Eppure, la relativa facilità con cui è possibile “convertire” l’esposizione sintetica in partecipazione azionaria reale costituisce lo strumento di persuasione più efficace nei confronti del *management* della società bersaglio⁽³⁰⁾. Anzi, in alcuni casi, la *credibilità* dell’iniziativa attivista di volta in volta intrapresa presso gli amministratori dell’emittente appare giustificata soltanto nella prospettiva dell’esistenza di una partecipazione sintetica che può essere rapidamente convertita in azioni⁽³¹⁾.

Anche a tale riguardo, peraltro, occorre ribadire un aspetto già evidenziato a proposito del voto occulto: affinché la partecipazione sintetica accumulata dall’intermediario possa assolvere la propria in funzione persuasiva nei confronti dell’emittente, è necessario che essa sia oggetto di comunicazione al pubblico. In altri termini, finché l’esposizione in derivati non è resa pubblica (o quanto meno comunicata al *management*), essa non può servire alcuno scopo persuasivo ai fini della maggiore efficacia dell’iniziativa intrapresa.

Di fatto, la scelta di acquistare dalle controparti “corte” – all’insaputa del pubblico e dell’emittente – le azioni di copertura da queste possedute amplifica l’effetto di sorpresa nei confronti del mercato, ma comporta un esborso significativo per l’investitore, il quale acquista le azioni *prima* di uscire allo scoperto per esercitare le proprie pressioni nei confronti degli amministratori della società *target*⁽³²⁾. Di contro, l’uscita allo scoperto prima che sia convertita la partecipazione sintetica consente di mantenere intatta l’efficacia persuasiva dell’iniziativa attivista senza collocare anzitempo l’esborso necessario all’acquisto delle azioni. Questa ragione, forse, contribuisce a spiegare perché, nei principali casi portati all’attenzione della cronaca finanziaria, l’annuncio al mercato dell’avvio della strategia attivista tende a *precedere*, e non a *seguire*, la “conversione” dei derivati in azioni⁽³³⁾.

In conclusione, quello dell’accesso, da parte dell’investitore attivista, alla partecipazione sottostante il derivato è uno strumento persuasivo importante nei confronti del *management* della società bersaglio, ma – nella maggior parte dei casi – la “conversione”,

³⁰ Lo si è già ricordato con riferimento al caso CSX, nel quale il fondo TCI, nell’intento di rafforzare le proprie pressioni, ventilò espressamente alla dirigenza della società ferroviaria la concreta possibilità di accedere in breve tempo a una partecipazione corrispondente alle azioni sottostanti l’ingente investimento in *equity swap* (cfr. *supra*, nt. 9).

³¹ Si pensi soprattutto alle vicende Polygon e Marks&Spencer, dove risulta che alcuni degli *insurgents* non avessero acquistato alcuna azione della società bersaglio (cfr. *supra*, nt. 8). È appena il caso di osservare, sulla base di quanto accaduto nelle vicende ricordate e dello stesso caso CSX, che il successo dell’iniziativa dei soci dissidenti non è affatto scontato. La vicenda Marks&Spencer si concluse con una “ritirata” degli *hedge fund* attivisti, mentre in CSX gli amministratori non cedettero alle insistenti pressioni dei fondi TCI e 3G, costringendo di fatto questi ultimi a passare alla più complessa (e costosa) promozione di una sollecitazione delle deleghe di voto.

³² Il vantaggio economico, peraltro, non è eliminato del tutto, perché l’accumulo in segreto della partecipazione sintetica attraverso la conclusione dei contratti derivati con gli intermediari avrà consentito di tenere basso il prezzo di acquisto dei titoli. Cfr. cap. 1, par. 18.

³³ Cfr. gli esempi riportati *supra*, in nt. 8.

laddove effettivamente sia condotta a termine, avviene dopo che la partecipazione occulta dell'investitore è stata resa pubblica.

2.5. (segue): *Sintesi*. – L'analisi appena condotta restituisce un quadro nel quale i diversi fattori di potenziale criticità, derivante dall'utilizzo con finalità (*lato sensu*) societarie dei derivati azionari, contribuiscono con pesi diversi alla riuscita delle strategie attiviste avviate con l'ausilio di partecipazioni "nascoste".

Il ricorso a forme di "voto occulto", che costituiscono il più problematico riflesso societario delle tecniche di *hidden ownership*, pur spesso invocato per stigmatizzare queste ultime, non è supportato da chiare evidenze empiriche.

Senza altro più rilevante è l'opportunità, della quale l'*insurgent* può facilmente disporre, di "convertire" la propria partecipazione sintetica in partecipazione effettiva attraverso l'acquisto delle azioni di copertura dalle proprie controparti contrattuali. Anche tale elemento, tuttavia, rimane sovente allo stato di minaccia nei confronti del *management*, e la "conversione" in azioni avviene dopo l'annuncio al pubblico dell'esistenza di una partecipazione sintetica.

Se tali fattori rimangono spesso allo stato di pericolo potenziale, la reale efficacia del ricorso a tecniche di *hidden ownership* nel perseguimento di strategie attiviste risiede, in primo luogo, nella sua convenienza economica, attesi i maggiori ritorni che l'esito positivo delle pressioni esercitate può assicurare grazie alla leva finanziaria caratteristica dei contratti derivati. Altrettanto efficace è l'effetto di sorpresa che l'improvvisa uscita allo scoperto dell'*insurgent* determina negli amministratori della società bersaglio, che non dispongono, a quel punto, di tempo sufficiente per difendersi dalla minaccia imminente.

Se così è, nei casi in cui strategie di proprietà occulta sono utilizzate con la finalità di modificare l'indirizzo di gestione di una società quotata, gli aspetti più problematici si riflettono (e le soluzioni giuridiche andranno di conseguenza indagate), da un lato, sul piano dei rapporti tra investitore *insurgent* e *management* della società bersaglio; dall'altro, sul piano del conflitto tra il medesimo investitore e la generalità degli azionisti e potenziali investitori nell'emittente, dal momento che l'accumulo di una partecipazione sintetica all'insaputa del mercato può costituire un pregiudizio all'efficienza nella formazione dei prezzi delle azioni, ma è al tempo stesso funzionale al perseguimento di una strategia di cui potenzialmente tali soggetti possono beneficiare.

3. *Proprietà occulta come strumento per agevolare il successo di offerte pubbliche d'acquisto ostili (con particolare riferimento ai casi Schaeffler/Continental e Porsche/Volkswagen)*. – Un secondo e rappresentativo insieme di episodi nei quali si è registrato l'utilizzo di derivati azionari in posizione lunga con finalità di tipo "societario" riguarda tentativi di acquisizione ostile del controllo di una società quotata.

Lo schema – talvolta richiamato come *stealth takeover* (o *stealth acquisition*)⁽³⁴⁾ – tipicamente vede un investitore professionale (sia “industriale” sia “finanziario”) accumulare una ingente esposizione nei confronti dei titoli azionari di una società quotata. Come nel caso precedente, l’esposizione è solitamente mista, e comprende sia azioni direttamente acquistate sul mercato, sia posizioni “lunghe” in derivati (sottoscritti con intermediari di fiducia). A differenza del caso veduto in precedenza, però, l’accumulazione della posizione in questione non prelude alla formulazione di richieste nei confronti degli amministratori, bensì anticipa l’annuncio di un’offerta pubblica d’acquisto ostile⁽³⁵⁾.

In alcuni casi, l’investitore ottiene la risoluzione (normalmente consensuale) dei contratti derivati prima dell’annuncio dell’offerta, innescando quel meccanismo di “conversione” della partecipazione sintetica in azioni “reali” cui si è più volte fatto cenno. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, l’offerente dà avvio all’opa senza avere risolto i contratti derivati ed essere entrato in possesso delle relative azioni di copertura. L’investitore, infatti, confida che – se i contratti verranno risolti *durante* il periodo di offerta – le controparti aderiscano all’opa apportandovi le azioni acquistate a scopo di copertura, di cui debbono, per le più volte menzionate ragioni di contenimento del rischio, disfarsi⁽³⁶⁾. In questo modo, a fronte di un investimento iniziale modesto (la sottoscrizione di contratti derivati non comporta rilevanti costi iniziali) l’offerente è in grado di aumentare le probabilità di successo dell’acquisizione.

Si sono registrati, nell’ultimo decennio, numerosi casi di impiego di strategie fondate sulla “proprietà occulta” di azioni nell’ambito di acquisizioni ostili⁽³⁷⁾. Sono peraltro

³⁴ Cfr. per esempio H.T.C. HU - B.S. BLACK, (nt. 5), *passim*; E.G. LEVIN, *Stealth Swaps, Stale Pills and Mystery Non-Voting Shareholders. Examining a Loophole on Ownership and Disclosure*, in *New York L. J.*, 2008, disponibile sul sito ‘www.law.com/jsp/nylj’.

³⁵ Peraltro, ciò non impedisce che, talvolta, l’annunciato lancio dell’opa provochi l’avvio di un negoziato con il *management* della società bersaglio (cfr. *infra*, nt. 37).

³⁶ Cfr. cap. 1, par. 12 ss. Sulla dinamica di tale comportamento si tornerà, con maggiore dettaglio, subito appresso.

³⁷ A questa tipologia di utilizzo delle partecipazioni sintetiche va ricondotto il primo episodio noto di *hidden ownership*, accaduto nel Regno Unito nel 1995: si tratta dell’offerta pubblica promossa da Trafalgar House nei confronti della società Northern Electric nel 1995, in cui l’offerente concluse una serie di contratti differenziali con l’intermediario Swiss Bank Corporation al fine di acquisire esposizione sintetica nei confronti di numerosi concorrenti della società *target*. L’offerente riteneva, infatti, che l’annuncio della propria offerta su Northern Electric avrebbe provocato un aumento generalizzato dei prezzi delle società del settore, così consentendo a Trafalgar House di coprire una quota importante dei costi dell’acquisizione. In argomento, si v. ad es. ASHURST (nt. 8) p. 2. Si considerino inoltre gli episodi seguenti.

(i) Nel 2003, un veicolo costituito dal finanziere Shami Ahmed accumulò una partecipazione sintetica nella società inglese Moss Bros pari a oltre il 20 per cento del capitale, facendo seguire l’annuncio di un’offerta pubblica d’acquisto, poi ritirato dopo il fallimento di un negoziato con il *management*. Un’inconsueta circostanza che caratterizza questo episodio è la sottoscrizione di un contratto tra l’offerente e la controparte “corta” avente ad oggetto *l’esercizio dei diritti di voto* relativi alle azioni di copertura detenute da quest’ultima; l’esistenza di tale contratto rese necessaria la comunicazione dell’investimento al pubblico.

recenti – ed entrambi registrati sul mercato tedesco – i due casi forse più eclatanti (e certamente più discussi) di *stealth takeover*, che è opportuno sintetizzare di seguito.

Nell'estate del 2008, Schaeffler KG Deutschland, costruttore di componenti per l'industria automobilistica, acquistò un'esposizione pari al 36 per cento del capitale sociale "votante" del suo principale concorrente Continental AG, all'epoca una delle prime 30 società per capitalizzazione quotate sul mercato azionario di Francoforte⁽³⁸⁾. Tale ingente

(ii) Nel gennaio 2003, dopo aver promosso un'offerta sulla società di servizi inglese (quotata) Regus, il fondo Indigo Capital incrementò la propria partecipazione in tale società, sia direttamente, sia attraverso contratti differenziali. Il fondo, curiosamente, comunicò al pubblico la propria esposizione in derivati come se si trattasse di investimenti in azioni (cioè ai sensi della Rule 8.3 del Takeover Code), provocando la reazione della FSA e del Takeover Panel, che aprirono separati procedimenti per stabilire se Indigo avesse provveduto a una *disclosure* ingannevole.

(iii) Nel 2004, British Land, che partecipava a una cordata per l'acquisizione di Canary Wharf Group, accumulò un'ingente posizione in derivati (il 7,7 per cento del capitale della *target*), provocando due interventi del Takeover Panel per stabilire se l'intermediario potesse effettivamente valersi, in relazione alle azioni di copertura, dell'esenzione dagli obblighi di *disclosure* previsti in capo ai *market makers* (cfr. ASHURST (nt. 8), p. 5 s.).

(iv) Sempre nel 2004, l'offerta pubblica d'acquisto della società australiana BHP Billiton sulla WMC Resources fu preceduta dall'acquisto di una partecipazione sintetica del 4,3 per cento per mezzo di un *cash-settled equity swap* stipulato con intermediari (cfr. CORRS CHAMBERS WESTGARTH, *Derivatives in Takeovers: The New Battleground?*, 2005, sul sito 'www.corrs.com.au'), p. 1 ss.

(v) Nell'autunno 2007, Royal Bank of Scotland (RBS) incrementò la propria partecipazione del 5% nel capitale di ABN Amro attraverso la conversione di posizioni derivate in azioni (*equity swap* e opzioni con regolamento in contanti), portandosi al 9,1%. L'incremento della partecipazione avvenne, all'insaputa del pubblico, nel corso della battaglia per il controllo della banca olandese, che opponeva, da un lato, Barclays Bank e, dall'altro, il gruppo Fortis, il Banco Santander e la stessa RBS (questa coalizione di banche poi prevalse). La posizione in derivati consentì al gruppo britannico di acquistare azioni ABN al prezzo di mercato, al momento dell'acquisto più basso del prezzo offerto agli altri azionisti dalla coalizione cui RBS partecipava (cfr. tra gli altri H. DUNNE, *Royal Bank of Scotland Builds 9.1% Stake in ABN Amro on the Cheap*, in *The Business*, 29 settembre 2007, p. 34 s.).

(vi) Tra 2006 e 2007, inoltre, diversi episodi del tipo descritto nel testo interessarono società quotate sul mercato di Zurigo (cfr. per questi casi H.T.C. HU - B.S. BLACK (nt. 5), p. 655 ss.). In particolare, la società Victory Holding, partecipata da investitori russi e austriaci, accumulò, attraverso opzioni *call* e *swap* con regolamento in contanti, stipulate con due banche d'investimento, un'ingente partecipazione occulta (circa il 32 per cento del capitale) in Sulzer, società di *engineering*. I derivati furono poi parzialmente "convertiti" in azioni e – con notevole "effetto sorpresa" – la partecipazione così acquisita (18 per cento), insieme con la restante partecipazione potenziale, fu comunicata al pubblico. L'*hedge fund* Laxey Partners tentò di realizzare la medesima strategia nei confronti della società meccanica Saurer (partecipazione complessiva del 24 per cento), prima che la società Unaxis facesse lo stesso (21 per cento), acquistando poi la partecipazione di Laxey e lanciando un'offerta ostile nei confronti della *target*. Lo stesso schema fu replicato, sempre nel 2007, nei confronti della società di riassicurazione Converium, dove la concorrente Scor acquistò azioni per l'8 per cento e una partecipazione occulta per il 24 per cento; una parte consistente di tale partecipazione, tra l'altro, venne acquistata, con un'azione concertata, da un veicolo costituito dal finanziere Martin Ebner.

³⁸ Per una dettagliata analisi dei fatti, nonché per considerazioni in chiave giuridica, cfr. almeno, in lingua inglese, D. ZETSCHE, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – A Matter of Law or Enforcement?*, in 10 *EBOR*, 2009, p. 115 ss.; D. MOERITZ (nt. 17), § 3, ove ampi riferimenti alle fonti

esposizione si componeva di una modesta partecipazione azionaria diretta (il 2,97 per cento); la restante parte era costituita da opzioni *call* su azioni Continental (per il 4,95 per cento) e da un *equity swap* con regolamento in contanti sottoscritto con la banca d'investimento Merrill Lynch (per il restante 28 per cento). Durante il periodo in cui accumulò questa esposizione, Schaeffler non effettuò alcuna comunicazione al pubblico⁽³⁹⁾.

L'ingente posizione in derivati fu, invece, comunicata ai vertici di Continental⁽⁴⁰⁾ appena prima di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto sulle azioni di tale società, al prezzo minimo consentito dalla legge⁽⁴¹⁾. Nel documento d'offerta, Schaeffler negò di esercitare alcun controllo sulle azioni eventualmente possedute da Merrill Lynch o da sue controparti a copertura del contratto di *swap*⁽⁴²⁾, ma rivelò l'intenzione di risolvere quest'ultimo nel corso del periodo d'offerta e tracciò come plausibile lo scenario in cui le controparti indirette avrebbero portato le proprie azioni di copertura all'offerta⁽⁴³⁾.

in lingua tedesca. Cfr. anche D. SCHAEFER E AA., *Schaeffler Bid Puts Disclosure in the Spotlight*, in *Fin. Times*, 18 luglio 2008, p. 17; L. SAIGOL, *Hostile Bid Used Loophole*, in *Fin. Times*, FT Report – Corporate Finance, 26 novembre 2008, p. 2.

³⁹ Schaeffler non era tenuta a comunicare la propria partecipazione diretta in azioni, dal momento che la legge tedesca fissa la partecipazione rilevante al 3 per cento delle azioni che conferiscono al possessore il diritto di voto (cfr. § 21 WpHG); né Schaeffler riteneva di essere tenuta a comunicare la posizione in opzioni – ancorché *physically-settled* – poiché la comunicazione di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto ad acquistare azioni con diritto di voto era richiesta soltanto al superamento della soglia del 5 per cento (cfr. § 25 WpHG). All'epoca dei fatti, le due soglie non erano in regime di "cumulo", e cioè non si faceva luogo ad alcuna somma tra partecipazioni dirette e partecipazioni in derivati ai fini del computo del superamento delle soglie sopra menzionate.

⁴⁰ All'atto di informare Continental circa la propria intenzione di acquistarne il controllo, Schaeffler chiarì di avere potenziale «accesso» a oltre un terzo del capitale della *target* tramite lo *swap* concluso con Merrill Lynch (cfr. C. KNOPP – H. PEINTSMEIER, *Die Position des Continental-Chefs wackelt*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21 luglio 2008, disponibile sul sito 'www.faz.net').

⁴¹ Cioè, ai sensi della legge tedesca (cfr. §§ 31(1) WpÜG e 5(1) WpÜGAngebotV), il prezzo medio ponderato delle azioni sul mercato regolamentato negli ultimi tre mesi. Per comprendere l'importanza dell'«effetto sorpresa» in questa vicenda, può osservarsi che, dopo che l'entità dell'esposizione di Schaeffler fu resa nota al pubblico, il prezzo delle azioni Continental salì da Euro 53,96 (prezzo di chiusura venerdì 11 luglio 2008) a Euro 65,80 (lunedì 14 luglio), raggiungendo Euro 73,93 nei due giorni successivi. Peraltro, Schaeffler dichiarò che non intendeva acquistare la maggioranza delle azioni di Continental, anche per evitare l'applicazione di clausole di *change of control* contenute in alcuni importanti contratti di finanziamento nonché la perdita di alcuni benefici fiscali. Continental contestò questa affermazione, insistendo sugli intenti ostili di acquisizione del controllo della concorrente. In ogni caso, Schaeffler dovette procedere ad un'opa totalitaria in ottemperanza alla legge tedesca (§31 WpÜG; cfr. D. ZETZSCHE (nt. 38), p. 115 ss.).

⁴² Fonti di stampa tedesche riportano che Merrill Lynch non si ricoprì acquistando direttamente azioni, bensì sottoscrivendo, dal lato "lungo", altri *equity swap* con diversi intermediari, ciascuno corrispondente ad azioni sottostanti di poco inferiori al 3 per cento (cioè la partecipazione rilevante soggetta ad obbligo di *disclosure*: riferimenti in D. MOERITZ (nt. 17), § 3 ss.; cfr. altresì D. ZETZSCHE (nt. 38), p. 115 ss.).

⁴³ Cfr. SCHAEFFLER KG DEUTSCHLAND, *Angebotsunterlage*, disponibile sul sito www.schaeffler-angebot.de, p. 15 s.

Il *management* di Continental, oltre a contestare la validità del piano industriale di Schaeffler, reagì sul piano legale, contattando l'autorità di vigilanza tedesca (BaFin) e denunciando violazioni della disciplina delle partecipazioni rilevanti e delle offerte pubbliche d'acquisto⁽⁴⁴⁾. Tuttavia, la BaFin concluse poco tempo dopo il procedimento aperto nei confronti di Schaeffler dichiarando che non era stato possibile accertare l'esistenza di accordi da cui fosse possibile inferire che Schaeffler possedesse indirettamente, tramite Merrill Lynch o altri intermediari finanziari che agivano per conto di Schaeffler, azioni Continental, ovvero l'esistenza di accordi in forza dei quali la stessa Schaeffler avesse il diritto di acquistare tali azioni dalle proprie controparti, ovvero ancora evidenza che l'investitore tedesco fosse in grado di concertare i diritti di voto in relazione alle *hedge shares* possedute dagli intermediari⁽⁴⁵⁾.

Oltre l'82 per cento degli azionisti di Continental aderì all'offerta, portando Schaeffler al controllo di oltre il 90 per cento del capitale⁽⁴⁶⁾. Nel corso del periodo d'offerta, Schaeffler aveva frattanto risolto il contratto di *swap* con Merrill Lynch.

Pochi mesi dopo la vicenda Continental/Schaeffler, un'altra acquisizione ostile condotta in modo ancora più spettacolare nel contiguo settore dell'industria automobilistica attirò l'attenzione dei *media* e delle autorità tedesche⁽⁴⁷⁾. Porsche SE aveva iniziato le proprie manovre per l'acquisizione della concorrente Volkswagen AG già nel 2005, allorché annunciò la volontà di acquistare una partecipazione del 20 per cento in tale società. Nello stesso periodo, Porsche cominciò ad accumulare un'ingente portafoglio di opzioni *call* con regolamento in contanti aventi ad oggetto azioni Volkswagen. L'operazione si rivelò estremamente profittabile per il costruttore tedesco, poiché il valore delle azioni sottostanti si apprezzava per effetto della stessa attività di Porsche sul mercato delle azioni Volkswagen⁽⁴⁸⁾. Nel 2007 la partecipazione diretta di Porsche in Volkswagen superò il 30 per cento delle azioni con diritto di voto, che costituisce la soglia in corrispondenza della quale, ai sensi della legge tedesca, sorge l'obbligo di promuovere un'offerta totalitaria. L'opa obbligatoria, peraltro, fu promossa al prezzo minimo consentito dalla legge, raccogliendo adesioni per il solo 0,6 per cento del capitale⁽⁴⁹⁾.

Successivamente, nonostante i *rumors* di mercato segnalassero l'intenzione di Porsche di accrescere la propria partecipazione nella concorrente fino al 75 per cento, il socio non procedette a ulteriori acquisti, dichiarando una partecipazione di poco superiore al 35 per

⁴⁴ Cfr. CONTINENTAL AG, *Continental Rejects Takeover Offer by Schaeffler Group* (comunicato stampa del 16 luglio 2008), disponibile sul sito 'www.conti-online.com'.

⁴⁵ BAFIN, *BaFin: keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt*, 21 agosto 2008, disponibile sul sito www.bafin.de. Cfr. anche D. ZETZSCHE (nt. 38), p. 115 ss.

⁴⁶ Cfr. L. SAIGOL (nt. 38), p. 2.

⁴⁷ Una ricostruzione completa si legge in M. ESTERL - E. TAYLOR, *While Auto Giants Stall, Porsche Engineers a Windfall*, in *Wall St. J.*, 8-9 novembre 2008, p. A1/A8.

⁴⁸ L. SAIGOL (nt. 38), p. 2, nota che gli utili derivanti dalle opzioni (3,6 miliardi di Euro per il solo bilancio 2006-2007) furono superiori al triplo di quelli derivanti dalla produzione automobilistica (circa 1 miliardo di Euro).

⁴⁹ M. ESTERL - E. TAYLOR (nt. 47), p. A8.

cento a metà settembre 2008. Un mese dopo, a sorpresa, Porsche dichiarò al mercato una partecipazione *diretta* del 42,6 per cento in Volkswagen, oltre al possesso di *call options* con regolamento in contanti per un ulteriore 31,5 per cento; soprattutto, Porsche dichiarò la propria intenzione di portare la propria partecipazione diretta in Volkswagen fino al 75 per cento ⁽⁵⁰⁾. La reazione del mercato alle dichiarazioni del costruttore tedesco fu inaudita, portando il prezzo delle azioni Volkswagen a livello tale che la società fu, per breve tempo, la prima al mondo per capitalizzazione di borsa ⁽⁵¹⁾.

Successivamente, l'autorità di controllo tedesca (BaFin) aprì un procedimento investigativo per accertare l'esistenza di condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato da parte di Porsche e di suoi esponenti aziendali durante l'operazione. Anche in questo caso, il procedimento fu concluso poco tempo dopo senza irrogazione di alcuna sanzione, dal momento che il BaFin non aveva ravvisato elementi sufficienti ad accertare abusi di mercato in capo a Porsche ⁽⁵²⁾. Peraltro, la vicenda ha avuto una doppia appendice giudiziaria sia in Germania (sul fronte penale), tutt'ora in corso ⁽⁵³⁾, sia negli Stati Uniti, dove Porsche è stata citata in giudizio sulla base di un'azione collettiva promossa da un gruppo di venditori allo scoperto di azioni Volkswagen ⁽⁵⁴⁾.

È altamente probabile che la straordinaria reazione dei corsi di borsa sia legata a particolari condizioni di ristretta liquidità del mercato delle azioni Volkswagen nel momento in cui Porsche fece il proprio annuncio. Anzi, secondo alcuni analisti, lo stesso offerente – attraverso il proprio comportamento nei momenti successivi all'annuncio – ebbe un ruolo importante nel condizionare il livello di liquidità ⁽⁵⁵⁾.

Riassunti i due principali episodi che hanno veduto l'impiego massiccio di contratti derivati a supporto di scalate ostili, è opportuno, come già nel par. 2, esaminare in dettaglio come i possibili riflessi “societari” dell'utilizzo di contratti derivati si intreccino fra loro nel quadro di una scalata ostile.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ Più precisamente, in seguito all'annuncio di Volkswagen in data 26 ottobre 2008, il prezzo balzò da Euro 210,85 (prezzo di chiusura di venerdì 24 ottobre) a Euro 945 (prezzo di chiusura di lunedì 27 ottobre). I prezzi calarono poi nelle settimane successive, riportandosi a Euro 398,21 in data 6 novembre 2008.

⁵² Cfr. C. RAUWALD - S. SLOAT, *Porsche's Net Profit Soars on VW Stake*, in *The Wall Street J.*, 1° aprile 2009.

⁵³ Cfr. A. KIRCHFELD - T. CZUCZKA, *Porsche Raided on Suspicion of Market Manipulation*, 20 agosto 2009, sul sito 'www.bloomberg.com'.

⁵⁴ D. GLOVIN, *Porsche is Sued for \$1 Billion by VW Short Sellers*, 26 gennaio 2010, sul sito 'www.bloomberg.com'. La causa, intentata avanti la corte per il *Southern District of New York* e tuttora pendente, è *Elliott Associates LP et al. v. Porsche Automobil Holding SE*, U.S. District Court for the SDNY, No. 10-0532. Nel luglio 2010, alcuni investitori hanno rinunciato agli atti della causa, e l'azione, mentre questo lavoro era in bozze, è stata dichiarata improcedibile sulla base del recente orientamento della Corte Suprema degli Stati Uniti in materia di *class action* internazionali (cfr. *Morrison et al. v. National Australia Bank Ltd. et al.*, 561 U.S. ____ (2010)).

⁵⁵ *Ibid.* Per tale ragione, si tornerà sulla vicenda Porsche/Volkswagen trattando dell'utilizzo di derivati azionari nell'ambito di episodi di manipolazione del mercato Cfr. *infra*, par. 8.

3.1. (segue): *Ruolo dei contratti di derivati nel quadro di una scalata ostile. Incremento del rendimento dell'investimento.* – Non diversamente da quanto avviene nell'ambito di una strategia attivista, i derivati azionari giocano un ruolo fondamentale come strumento in grado di assicurare all'offerente un profitto in relazione al proprio tentativo di acquisizione, tendenzialmente in modo indipendente dall'esito dello stesso.

Infatti, la capacità di acquistare prima dell'offerta – all'insaputa del pubblico e, di conseguenza, a prezzo contenuto – un'esposizione economica nei confronti della società *target* consente di profittare dell'aumento dei prezzi delle sue azioni, sia nel caso in cui l'offerta abbia successo, sia nel caso in cui l'offerente sia "sconfitto" da un'offerta concorrente ⁽⁵⁶⁾. Nel primo caso, l'offerente è in grado di trarre profitto dal proprio investimento preventivo, per il fatto che l'aumento dei corsi azionari, causato dall'offerta di un prezzo di acquisto superiore al prezzo di mercato, determina di riflesso un incremento del valore dell'esposizione acquistata, tale da diminuire il costo netto dell'offerta, e consentendo anzi all'offerente di offrire un prezzo più alto. Invece, nel caso in cui subentri un'offerta concorrente che risulti alla fine vittoriosa, l'esposizione economica alle azioni della società *target* funge da "premio di consolazione" per il rivale sconfitto, il quale potrà beneficiare degli ulteriori incrementi di prezzo delle azioni, determinati dal più elevato prezzo offerto dal concorrente.

L'esposizione economica acquisita strategicamente dal *raider* prima dell'offerta al fine di conseguire i benefici poc'anzi descritti è icasticamente nota come *toehold* ed è da tempo oggetto degli studi di finanza, che si sono peraltro concentrati sulla sola esposizione economica acquistata attraverso il possesso diretto di azioni della società bersaglio ⁽⁵⁷⁾. È peraltro naturale osservare che i medesimi vantaggi caratteristici di questo tipo di esposizione possono essere assicurati ugualmente dall'acquisto di una partecipazione sintetica, in particolare mediante la sottoscrizione di contratti derivati in posizione "lunga".

Anzi, rispetto ai *toeholds* "tradizionali", quelli sintetici offrono due significativi vantaggi: il primo, di ordine finanziario, consiste nel minor costo iniziale dell'investimento (e, dunque, correlativamente, in un maggior rendimento atteso); il secondo, di natura

⁵⁶ Per un'efficace illustrazione di tale funzione dell'acquisto di partecipazioni azionarie prima del lancio di un'offerta, si v. S.J. CHOI - A.C. PRITCHARD, *Securities Regulation. Cases and Analysis*, New York, 2008, p. 758 s.

⁵⁷ Lo rilevano anche H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 840 s. Sul tema si tornerà diffusamente *infra*, cap. 4, par. 4.1. Per il momento, si rinvia agli studi fondamentali di J. BULOW E AA., *Toeholds and Takeovers*, 107 *J. Pol. Econ.*, 1999, p. 427 ss.; D. HIRSHLEIFER - S. TITMAN, *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, 98 *J. Pol. Econ.*, 1990, p. 295 ss.; A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 *J. Pol. Econ.*, 1986, p. 461 ss. Cfr. altresì R. ROMANO, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, in *European Takeovers: Law and Practice* a cura di K.J. Hopt ed E. Wymmersch, 1992, p. 3 ss., a p. 28 ss. Nella letteratura italiana, cfr. M. PAGANO - F. PANUNZI - L. ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 152 ss., part. p. 166 s.

regolamentare, consiste nella sottrazione agli obblighi di *disclosure* che solitamente discendono dall'acquisto di una partecipazione azionaria rilevante (58). Entrambi i fattori favoriscono l'accumulazione di un investimento quantitativamente maggiore (superiore, cioè, alle soglie di rilevanza per la comunicazione delle partecipazioni significative) e più redditizio.

Naturalmente, affinché questa strategia sia efficace, all'offerente non converrà risolvere i contratti derivati fino alla conclusione del periodo d'offerta, onde poter profittare appieno sia degli aumenti di prezzo determinati dalla propria offerta, sia dell'eventuale subentro di offerte concorrenti (59).

3.2. (segue): *Sorpresa nei confronti del mercato e dell'emittente*. – Come nel caso delle iniziative attiviste, l'impiego di derivati su azioni in operazioni di scalata ostile trova un fondamentale punto di forza nella sorpresa che è in grado di suscitare, allo stesso tempo, presso il mercato e presso i vertici della società bersaglio (60). Si tratta di profili assai simili a quelli veduti nel par. 2.

Dall'angolo visuale del mercato – come veduto poc'anzi – l'assenza di comunicazioni al pubblico durante l'accumulazione della partecipazione sintetica 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 (61). Ciò – come già ricordato – costituisce per l'offerente un vantaggio significativo in termini finanziari, perché consente l'accumulazione di un *toehold* a prezzi contenuti.

Dal punto di vista dell'emittente, l'"effetto sorpresa" riduce grandemente lo spazio per lo studio e la realizzazione di misure difensive da parte del *management* della società bersaglio. Da un lato, l'azione dell'offerente è in grado di "disinnescare", laddove presenti, le misure difensive statutarie che reagiscono dal momento in cui l'offerente ha acquistato una determinata quantità di *azioni* (senza che, nel computo, si abbia riguardo alle partecipazioni sintetiche)(62). Da altro lato, la strategia dello *stealth acquiror* priva gli

⁵⁸ Cfr. *amplius infra*, capitolo 4, par. 4.1.

⁵⁹ Ad esempio, nella vicenda Continental, Schaeffler dichiarò di aver risolto lo *swap* con Merrill Lynch in data 20 agosto 2008, cioè 13 giorni prima della conclusione dell'offerta; in questo caso, però, gli accordi frattanto raggiunti tra l'offerente e il *management* della *target* rendevano piuttosto improbabile l'entrata in gioco di un nuovo offerente.

⁶⁰ Lo testimoniano le impennate dei prezzi di borsa che tipicamente seguono, nei casi sopra descritti, la "scoperta" da parte del mercato dell'iniziativa ostile dell'offerente.

⁶¹ Sul problema del *price decoding* e del *trade decoding* cfr. per tutti R.J. GILSON - R.R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 549 ss., a p. 570 ss. V. anche *infra*, cap. 4, par. 1 e 7 ss.

⁶² Nel contesto nordamericano, si tratta soprattutto delle tradizionali *poison pills* presenti negli statuti delle società quotate, che di norma divengono efficaci al superamento, da parte di un azionista o di un gruppo di azionisti, di una determinata soglia (tipicamente il 10 o il 15 per cento) di azioni possedute. Più precisamente, i *shareholder rights plans* in cui si sostanzia la *poison pill* fanno riferimento al concetto di *beneficial ownership* di azioni, riprendendo la terminologia e l'ambito di applicazione della Sec. 13(d) del *Securities Exchange Act* (cfr. *infra*, cap. 3, par. 2). La vasta letteratura sulle *poison pills* non può qui essere richiamata: si

amministratori della società *target* della possibilità di intercettare sul nascere l'iniziativa ostile, sicché essi non dispongono più del lasso di tempo intercorrente tra la comunicazione di una partecipazione rilevante e l'annuncio dell'opera per predisporre le difese ritenute adeguate. Lo spazio a disposizione degli amministratori per la preparazione di difese nei confronti dell'iniziativa dell'offerente si riduce a quello successivo all'annuncio dell'offerente, ciò che comporta, negli ordinamenti in cui è vigente, l'imminente applicazione della *passivity rule* ⁽⁶³⁾, e in ogni caso una limitazione significativa della possibilità di ricercare attivamente offerte concorrenti ⁽⁶⁴⁾.

3.3. (segue): *Esercizio "occulto" del voto sulle azioni di copertura*. – Nella struttura di una *stealth acquisition* non assumono rilevanza particolare i diritti di voto spettanti agli intermediari finanziari (controparti dell'offerente) in virtù del possesso di azioni di copertura ⁽⁶⁵⁾.

rimanda, per una descrizione generale del funzionamento e della disciplina dei *plans*, a R.J. GILSON - B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions - 1999 Supplement*, New York, 1999, p. 10 ss., e, per una ricognizione empirica, a HOULIHAN LOKEY HOWARD & ZUKIN, *Stockholder Rights Plan Study*, New York, 1999; inoltre, sulla effettiva capacità di una *poison pill* di raggiungere il proprio scopo, cfr. W.J. CARNEY - L.A. SILVERSTEIN, *The Illusory Protection of the Poison Pill*, in 79 *Notre Dame L. Rev.*, 2003, p. 101 ss. Nel contesto comunitario, invece, la questione delle difese "preventive" nei confronti delle opere è trattata, senza alcuna pretesa di completezza, da G. FERRARINI, *Share, Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, in *Company Law Reform in OECD Countries: A Comparative Outlook of Current Trends*, Stoccolma, 2000; M. VENTORUZZO, *The Thirteen Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, in 41 *Texas Int'l L.J.*, 2006, p. 171 ss.; L. ENRIQUES, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'. Con particolare riferimento al recepimento della direttiva 2004/25/CE (di poi, anche "direttiva opa") cfr. A. ANGELILLIS - C. MOSCA, *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss. In generale, per una recente trattazione comparatistica del tema, cfr. J. ARMOUR - D. SKEEL, JR., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Distinction of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in 95 *Geo. L.J.*, 2007, p. 1727 ss.; G. FERRARINI - G.P. MILLER, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, tra l'altro in 42 *Cornell Int'l L.J.*, 2010, p. 301 ss.; cfr., inoltre, AA.VV., *Diritto societario comparato*, trad. it. a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, p. 210 s., e, nella dottrina italiana, tra gli altri, E. DESANA, *Opere e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano 2003; M. VENTORUZZO, *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti: spunti di riflessione per la situazione europea*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 505 ss.; L.A. BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 506 ss.

⁶³ Si noti in particolare, con riferimento all'ordinamento comunitario, che, ove prevista, la *passivity rule* trova applicazione almeno a partire dal momento in cui la decisione di promuovere l'offerta è stata resa pubblica, con facoltà per gli stati membri di anticipare tale termine iniziale (cfr. art. 9, par. 1, comma 2, dir. opa).

⁶⁴ Attività consentita, in diritto comunitario, anche negli ordinamenti in cui trova applicazione la *passivity rule*: cfr. art. 9, par. 2, comma 1, dir. opa.

⁶⁵ Con la sola eccezione della vicenda Ahmed/Moss Bros (cfr. *supra*, nt. 37) (in cui, peraltro, la convenzione di voto sulle azioni di copertura possedute era stata resa nota al pubblico) non si ha conoscenza, infatti, di casi in cui l'offerente si sia valso della propria capacità di influenzare l'esito del voto assembleare nel contesto di una *stealth acquisition*. Ciò nonostante, la possibilità di un controllo delle azioni

Naturalmente, non sono da escludersi occasioni di esercizio del diritto di voto nell'ambito di un'offerta pubblica: si pensi all'«autorizzazione» richiesta all'assemblea competente nei confronti delle difese adottate dall'organo amministrativo contro un'offerta ostile, nelle società con sede nella Comunità Europea tenute ad osservare la *passivity rule* per obbligo di legge o di statuto⁽⁶⁶⁾. In questo caso, la capacità dell'offerente di esercitare forme di “voto occulto” potrebbe rivelarsi determinante per il successo dell'operazione. Peraltro, l'occorrenza relativamente rara, almeno negli ordinamenti europei continentali, di tali autorizzazioni diminuisce l'importanza di eventuali pratiche di *hidden voting* nelle operazioni in esame⁽⁶⁷⁾.

3.4. (segue): “Conversione” della partecipazione sintetica in azioni. – Al contrario, nel contesto di una *stealth acquisition* il ruolo dei derivati è determinante per accrescere le probabilità di successo dell'operazione. Per le ragioni che di seguito si esamineranno, l'offerente che abbia acquistato posizioni lunghe su derivati dispone – rispetto a un offerente che non lo abbia fatto – di uno strumento aggiuntivo di *condizionamento del mercato* tale da indurre un maggior numero di destinatari dell'offerta ad aderirvi. Ciò è dovuto al fatto che le posizioni in derivati risultano, nel contesto di un'opa, “convertibili” in azioni con particolare facilità.

In proposito, un primo aspetto che è opportuno considerare riguarda la probabilità che le controparti dell'offerente (in posizione “corta” nei derivati conclusi con quest'ultimo) neutralizzino il rischio della propria posizione attraverso l'acquisto diretto di azioni sul mercato anziché attraverso altre tecniche. Come si è veduto, tale probabilità è funzione, tra l'altro, dell'entità della partecipazione sintetica “riferita” dal derivato e del grado di liquidità delle azioni sottostanti. Orbene, l'entità notevole dell'esposizione acquistata da potenziali offerenti nei casi descritti in queste pagine (in media più elevata rispetto al caso degli investitori “attivisti”) dovrebbe rendere più frequente l'*hedging* delle posizioni “corte” assunte dagli intermediari attraverso l'acquisto diretto di azioni. Non solo: nella misura in cui tali intermediari sono in condizioni di prevedere l'iniziativa ostile che la propria controparte è prossima a intraprendere, la prospettiva di fluttuazioni significative nei corsi

di copertura da parte dell'offerente è stata tenuta in considerazione anche dalle autorità che si sono limitate a regolare il fenomeno della *hidden ownership* nell'ambito della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto: cfr. ad es., in ambito britannico, la posizione di PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS (“PANEL”), *Dealings in Derivatives and Options. Part I: Disclosure Issues*, 2005, sul sito, ‘www.thetakeoverpanel.org.uk’, p. 5.

⁶⁶ Cfr. le opzioni riservate agli stati membri ai sensi dell'art. 12 direttiva opa. Sulle recenti scelte compiute, in materia, dal legislatore italiano (cfr., dapprima, le modifiche apportate all'art. 104 t.u.f. con d. lgs. n. 229 del 2007 e, successivamente con il d.l. n. 185 del 2008, convertito in l. n. 2 del 2009, e con il d. lgs. n. 146 del 2009), cfr. E. CARDINALE, *Commento all'art. 104 t.u.f.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, vol. 2, p. 3158 ss.; A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Società*, 2010, p. 159 ss.; VENTURINI F., *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, p. 443 ss.

⁶⁷ Con riferimento all'esperienza italiana prima della recente riforma dell'art. 104 t.u.f., cfr. per es. C. MALBERTI, *Study on Italian Tender Offers 1998-2007*, 2008, sul sito ‘www.ssrn.com’, part. p. 39.

delle azioni della società *target* dovrebbe scoraggiare il ricorso a strumenti di copertura indiretti (quali azioni o derivati su azioni di altre società, indici ecc.), che potrebbero rivelarsi inadeguati allo scopo.

Un secondo aspetto riguarda il comportamento degli intermediari in posizione “corta” durante il periodo d’offerta. La decisione dell’offerente di risolvere simultaneamente tutti i contratti derivati in corso è in grado di creare – in presenza di una partecipazione sintetica consistente – un drastico e improvviso aumento dell’offerta di titoli sul mercato e una forte pressione ribassista sul relativo prezzo di mercato. Le controparti che si sono coperte attraverso l’acquisto di azioni si trovano, così, di fronte all’alternativa di liberarsi dei titoli di copertura vendendoli sul mercato, oppure di portare gli stessi all’offerta, con la garanzia di un prezzo prefissato (solitamente più alto di quello di mercato)⁽⁶⁸⁾.

Per comprendere, in questo frangente, quale sia la strategia più conveniente per l’intermediario, occorre riconsiderare le diverse possibili modalità di chiusura del derivato descritte nel capitolo precedente ⁽⁶⁹⁾. Si consideri dapprima il caso più semplice, in cui il “prezzo di uscita” dal contratto derivato (*final price*) è costituito dal prezzo di chiusura delle azioni della società bersaglio a una data di poco precedente il *settlement*, ovvero il prezzo medio delle stesse rilevato in un certo numero di giorni. In questo caso, la strategia migliore per l’intermediario è senz’altro quella di liberarsi della propria copertura partecipando all’offerta; diversamente, la forte pressione causata dalle vendite simultanee degli altri intermediari causerebbe una perdita notevole, portando il prezzo di realizzo delle azioni di copertura a livello inferiore del “prezzo di uscita” da corrispondere alla controparte in seguito alla risoluzione del contratto.

Come è evidente, nella fattispecie in esame, l’offerente è in grado di influire significativamente sull’esito dell’offerta, poiché l’ingente partecipazione “occulta” accumulata gli consente di esercitare – attraverso la decisione di risolvere simultaneamente i derivati in essere – una pressione sui prezzi del titolo tale da indurre le controparti a partecipare all’offerta ⁽⁷⁰⁾. Si noti, inoltre, come l’orchestrazione di questa operazione dipende “unilateralmente” dall’iniziativa dell’offerente, e non richiede alcuna cooperazione da parte degli intermediari finanziari che detengono le azioni di copertura ⁽⁷¹⁾.

⁶⁸ Sull’importanza di tale strategia insiste correttamente D. MOERITZ (nt. 17), p. § 4.

⁶⁹ Cfr. in particolare il par. 14.

⁷⁰ Non vanno sottovalutati i costi e i rischi di tale comportamento per l’offerente. In primo luogo, una forte pressione ribassista sui titoli oggetto di offerta può favorire le adesioni a quest’ultima, con aumento dei costi dell’operazione. Anzi, come dimostra il caso Continental/Schaeffler, una massiccia adesione all’offerta può rivelarsi addirittura problematica (in quel caso, l’offerente aveva interesse a non acquistare il controllo di diritto dell’emittente, a causa della presenza di clausole di *change of control* nei contratti di finanziamento sottoscritti da Continental).

⁷¹ Questa osservazione consente di superare quasi completamente, *con riferimento peraltro alle sola opa*, una obiezione spesso sollevata nei confronti di quanti sottolineano la facilità di “convertire”, attraverso il meccanismo delle *hedge shares*, partecipazioni potenziali in effettive: poiché – si afferma – i documenti contrattuali negoziati e sottoscritti tra le parti non contengono alcun accordo (o anzi escludono espressamente ogni accordo) circa la sorte degli strumenti di *hedging* acquistati dalla parte in posizione

Si consideri, ora, il più complesso – ma più frequente ⁽⁷²⁾ – caso in cui le parti abbiano calibrato il prezzo di uscita dal derivato azionario (specie con riferimento a *equity swaps*) secondo il meccanismo noto come *averaging-out*. In questo caso, la decisione dell’offerente di risolvere i contratti derivati durante il periodo d’offerta produce la medesima pressione al ribasso sul prezzo dei titoli, determinata dall’esigenza delle controparti contrattuali di disfarsi delle azioni di copertura entro un periodo determinato. Tuttavia, in questa ipotesi, gli intermediari in procinto di vendere le *hedge shares* hanno un più limitato incentivo ad aderire con tali azioni all’offerta, dal momento che il meccanismo dello *averaging-out* li rende tendenzialmente indifferenti rispetto al rischio di bassi prezzi di vendita delle proprie azioni – rischio che è ribaltato, in buona misura, sulla controparte ⁽⁷³⁾.

“corta” (cfr. *supra*, cap. 1, par. 25), l’investitore in posizione “lunga” non ha alcuna certezza circa la possibilità di entrare in possesso di tali strumenti in seguito alla risoluzione del contratto derivato (l’obiezione, per esempio, è stata sollevata – peraltro al di fuori del contesto di un’offerta pubblica – nel giudizio d’appello della causa Perry/Ithaca [cfr. Perry v. Ithaca (nt. 28), §§ 63 ss.], nonché da un gruppo di investitori intervenuti nel giudizio d’appello CSX v. TCI [cfr. *Brief of Amicus Curiae Coalition of Private Investment Companies in Support in Part of the Defendants-Appellees-Cross-Appellants and Reversal in Part of the Judgment of the District Court*, depositato in data 18 luglio 2008 presso la Corte d’Appello per il Secondo Circuito nella causa CSX v. TCI, 08-3016-cv, part. p. 14 ss.]). Orbene è vero che, dato il comune assetto contrattuale convenuto tra l’offerente e gli intermediari finanziari, il primo non ha un *diritto* di acquistare le azioni di copertura dai secondi. Tuttavia, come dimostrato nel testo, quando si è in presenza di partecipazioni nascoste significative, è il comportamento razionale degli intermediari finanziari a favorire la “conversione” di cui si è detto: essi, infatti, una volta risolti i contratti derivati sottoscritti con l’offerente, *devono* cedere le azioni acquistate come *hedge*: aderire all’offerta risulta allora il modo migliore per non alterare le condizioni di domanda e offerta sul mercato. Di conseguenza, quella che è spesso definita come (mera) «*influence*» della parte “lunga” (v. per tutti ISDA-SIFMA, *Brief of amici curiae International Swaps and Derivatives Association, Inc. and Securities Industry and Financial Markets Association*, depositato in data 18 luglio 2008 presso la Corte d’Appello per il Secondo Circuito nella causa CSX v. TCI, 08-3016-cv, p. 16 ss.), descrive in realtà – dal punto di vista delle controparti – una scelta sostanzialmente *inevitabile* per gli intermediari (salvo peraltro quanto si dirà subito appresso circa il meccanismo dello *averaging-out*).

⁷² Cfr. cap. 1, par. 14. Risulta allo scrivente che questo sia stato il metodo adottato nei contratti di *swap* sottoscritti tra Merrill Lynch e le sue controparti nella vicenda Schaeffler/Continental.

⁷³ Il punto è colto solo in parte, sia pure in contesto diverso da quello di un’offerta pubblica d’acquisto, dalla Corte d’Appello di Wellington nella sua analisi dei fatti nella vicenda Ithaca/Perry (cfr. Perry v. Ithaca (nt. 28), § 64). La Corte, infatti, correttamente si discosta dalla testimonianza di un esponente di una delle banche d’investimento coinvolte, il quale sosteneva che la vendita delle azioni di copertura alla controparte “lunga” (in quel caso, Perry Corp.) non sarebbe stata conveniente nel caso in cui un diverso acquirente avesse offerto un prezzo maggiore; infatti, cedendo a tale acquirente, l’intermediario si sarebbe trovato a corrispondere il maggior prezzo alla propria controparte, proprio in forza della clausola di *averaging-out* che determina il prezzo di uscita dal contratto di *swap* in funzione del prezzo di cessione dello *hedge*. Tuttavia, la Corte conclude sbrigativamente che la cessione delle azioni a Perry costituiva una scelta «*inevitable*», e non semplicemente una delle opzioni rispetto alle quali l’intermediario era *indifferente* (almeno sul piano finanziario): ciò che non convince sulla base della struttura finanziaria del derivato. A ben guardare, prima di giungere alla propria conclusione, la Corte avrebbe dovuto dimostrare la presenza di altri fattori (tipicamente, l’esistenza di una relazione d’affari consolidata tra Perry e l’intermediario) che rendessero effettivamente *inevitabile* la cessione delle azioni di copertura alla controparte.

A ben guardare, l'indifferenza degli intermediari a tale rischio non è, come veduto in precedenza, totale. Oltre a ragioni di carattere strettamente tecnico ⁽⁷⁴⁾, deve essere considerato il legame esistente tra l'offerente e gli intermediari con cui esso ha sottoscritto i contratti derivati, i quali potranno essere inclini a cedergli le azioni in virtù di una consolidata relazione di *business* tra loro esistente o, addirittura, in esecuzione di specifici accordi tra essi conclusi in relazione alla sorte delle *hedge shares*.

In sintesi, le circostanze legate alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto rendono altamente probabili sia il ricorso all'acquisto diretto di azioni da parte degli intermediari in posizione "corta", sia l'adesione di questi ultimi all'offerta con le azioni di copertura acquistate nel momento in cui i derivati vengono consensualmente risolti.

3.5. *Sintesi*. – Dall'esame dei vantaggi derivanti all'offerente dall'utilizzo dei derivati negli *stealth takeovers* emerge, rispetto allo scenario di una iniziativa attivista, un ruolo ancora più importante dell'opportunità, per il *raider*, di accedere alle azioni sottostanti i contratti derivati conclusi; e ciò per le particolari dinamiche di mercato che si creano durante lo svolgimento di un'opa.

Al contrario, la potenziale influenza sul voto non gioca ruoli di rilievo nella fattispecie in esame.

Nuovamente, invece, si osserva che la convenienza dell'operazione in esame risiede in vantaggi di carattere finanziario nonché nella sorpresa con cui il *raider* può cogliere l'emittente (e i suoi amministratori o soci di riferimento). Sicché, ancora una volta, la questione della proprietà occulta deve essere affrontata, oltre che sul piano dell'informazione del mercato, anche su quello dei rapporti tra il gruppo di comando dell'emittente e coloro che rappresentano una minaccia alla sua stabilità.

4. *Altri impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche d'acquisto volontarie*. – Le cronache finanziarie riferiscono di ulteriori impieghi di strategie basate sulla creazione di partecipazioni sintetiche in società quotate per determinare o influenzare i costi o l'esito di un'offerta pubblica d'acquisto volontaria.

Una *prima* forma di impiego delle partecipazioni sintetiche in quest'ambito riguarda l'ipotesi in cui un investitore intenda favorire il successo dell'opa promossa da un terzo (ovvero di una delle eventuali offerte concorrenti promosse) sfruttando una consistente partecipazione sintetica accumulata in precedenza. Il meccanismo attraverso cui tale strategia può essere attuata è simile a quello già veduto nel par. 3: l'investitore in posizione "lunga", interessato a favorire le sorti dell'offerente, risolve i contratti derivati di cui è

⁷⁴ Sulla base dell'osservazione delle clausole di *averaging-out* più frequentemente adottate, l'intermediario che non intenda cedere le azioni all'offerente sopporta su di sé il rischio di ribassi nei prezzi delle azioni sottostanti il derivato nella misura in cui proceda alla vendita delle azioni di copertura al di là del lasso di tempo (generalmente, cinque giorni di mercato aperto) previsto dal contratto. Similmente, l'intermediario sopporta il rischio in questione quando il volume di vendite ecceda una percentuale (solitamente, il 25 per cento) del volume medio giornaliero di scambi per il titolo in questione. Cfr. cap. 1, par. 15.

parte durante il periodo d'offerta, causando una pressione sul prezzo di mercato delle azioni sottostanti e inducendo le controparti ad aderire all'offerta ⁽⁷⁵⁾.

Anche in questo caso devono essere notati i vantaggi finanziari che questa forma di accumulazione indiretta di azioni comporta, nella misura in cui essa non sia soggetta a *disclosure*: i bassi costi d'accesso ai derivati azionari (anziché alle azioni) rendono più semplice e profittevole, per un investitore, "scommettere" sul successo di un'opera promossa da terzi, oppure addirittura sollecitare un terzo investitore affinché promuova un'opera (eventualmente concorrente) sulla società bersaglio ⁽⁷⁶⁾.

Una *seconda* forma di impiego dei derivati azionari nell'ambito delle opere riguarda la formazione di una minoranza di blocco tale da impedire all'offerente il raggiungimento della soglia di partecipazione necessaria per l'esercizio del *diritto di acquisto* eventualmente spettantegli ⁽⁷⁷⁾ ⁽⁷⁸⁾.

⁷⁵ Naturalmente, come già nel caso veduto nel paragrafo precedente, è possibile che l'adesione dell'intermediario in posizione "corta" all'offerta altrui derivi da un accordo tacito tra le parti (eventualmente indotto dalla frequenza delle loro relazioni d'affari). Simili accordi sono intervenuti, per esempio, per fornire supporto all'opera concorrente promossa nel 2005 da BAe Systems sulla società quotata inglese Alvis, già soggetta all'opera di General Dynamics. In questo caso, un gruppo di *hedge fund*, che aveva accumulato una partecipazione sintetica stipulando *contracts for difference* in misura pari al 16,2 per cento del capitale di Alvis, convinse i vertici di BAe Systems – società già socia di Alvis con una quota del 29 per cento – a lanciare un'opera concorrente a prezzo superiore, assicurando l'adesione dei fondi all'offerta. L'adesione fu poi effettivamente assicurata, in alcuni casi, attraverso la novazione dei contratti differenziali nel senso di prevedere la consegna fisica dei titoli anziché il regolamento in contanti e, nei restanti casi, ottenendo una dichiarazione irrevocabile di adesione all'offerta dalle controparti in posizione corta: cfr. J. SINGER (nt. 8), p. A1; la vicenda è anche riassunta, tra gli altri, da H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 838, e da PANEL (nt. 65), p. 6. È interessante osservare, peraltro, che, indipendentemente dall'esistenza di accordi tra le parti, le condizioni di mercato create dall'azione coordinata degli investitori sul lato "lungo" può facilmente rendere il comportamento di chi detiene azioni di copertura – che può non esserne la diretta controparte, come già più volte chiarito – pressoché inevitabile.

⁷⁶ Come è avvenuto nel caso Alvis/ BAe Systems (cfr. nota precedente).

⁷⁷ L'acquisto coattivo delle azioni dei soci di minoranza (*squeeze-out* o, nella tradizione nordamericana, *freeze-out*) può trovare fonte in un vero e proprio diritto di acquisto conseguente alla conclusione di un'opera, come quello previsto, al ricorrere di alcuni presupposti, dall'art. 15 direttiva opa. In dottrina, cfr. per tutti C. VAN DER ELST - L. VAN DER STEEN, *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, in 6 ECFR, 2009, p. 497 ss. In altri casi, come noto, l'esercizio di diritti d'acquisto prescinde dalla previa promozione di un'offerta pubblica e può essere attuato, per esempio, nel contesto di una fusione di società (per un'introduzione all'istituto del *freezeout* negli Stati Uniti cfr., per un inquadramento istituzionale, R.J. GILSON - B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, 1995, p. 1237 ss.; cfr. inoltre, *ex multis*, più recentemente, M. SIEGEL, *Going Private: Three Doctrines Gone Astray*, in 4 NYU J. L. Bus., 2008, p. 399; A.C. PRITCHARD, *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, in 1 Berkeley Bus. L. J., 2004, p. 83 ss.; G. SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, in 115 Yale L. J., 2005, p. 2 ss.; nella letteratura giuseconomica si v., in ambito europeo, il contributo di M. BURCKART - F. PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini e aa., Oxford, 2008, p. 737 ss.; in ambito nordamericano, quello di Y. AMIHUD - M. KAHAN - R. SUNDARAM, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, in 59 J. Fin., 2004, p. 1325 ss.). Per un approccio

Sebbene apparentemente distante dalle altre fattispecie descritte, anche quella in esame condivide con esse alcune caratteristiche di fondo. L'investitore in posizione "lunga" è in grado di determinare, attraverso il meccanismo dello *hedge*, il comportamento di quanti detengono le azioni di copertura, tendenzialmente anche in assenza di specifici accordi presi con tali soggetti (e ancorché costoro non siano controparti dirette dell'investitore). Più specificamente, fintanto che l'investitore non risolve i contratti derivati in corso – ed egli non sarà intenzionato a farlo durante il periodo d'offerta né nel successivo periodo a disposizione dell'offerente per esercitare il diritto di acquisto – le azioni detenute dagli intermediari restano tendenzialmente "vincolate" allo scopo della copertura, impedendo così, *de facto*, l'adesione degli intermediari all'offerta, o la cessione dei titoli nel successivo periodo a disposizione dell'offerente per l'esercizio del diritto d'acquisto.

Anche nella fattispecie in parola, come in tutte le precedenti, l'asimmetria informativa tra l'offerente e alcuni azionisti (dunque, l'elemento della sorpresa) gioca un ruolo determinante. Al momento del lancio dell'offerta – e della riserva di futuro esercizio del diritto d'acquisto – l'offerente non è consapevole del reale grado di concentrazione della

comparatistico, cfr. recentemente M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50 *Va. J. Int'l L.*, 2010, p. 843 ss.

⁷⁸ Due episodi di questo genere sono stati registrati sul mercato delle società quotate australiane. Un primo episodio riguarda l'opa di Cleveland-Cliffs su Portman Ltd., nel 2005. In questa occasione, durante il periodo d'offerta un gruppo di *hedge funds* accumulò all'insaputa del pubblico, nella forma indiretta di azioni di copertura acquistate dalle controparti di *equity swap* (nella specie, banche di investimento), una partecipazione pari all'11,5 per cento del capitale di Portman. Tale minoranza di blocco impedì a Cleveland-Cliffs il ricorso allo *squeeze-out* che, ai sensi della legge australiana, può essere esercitato soltanto ove il socio di controllo abbia raggiunto una partecipazione del 90 per cento. Le richieste della società *target*, rivolta alle banche di investimento, di rendere nota l'identità delle loro controparti non rimasero prive di riscontro. Per una ricostruzione di questo episodio cfr. CORRS CHAMBERS WESTGARTH (nt. 37), p. 2. Un secondo, più noto episodio riguarda la società mineraria Austral Coal Limited, oggetto nel febbraio 2005 di un'offerta pubblica d'acquisto da parte della società Centennial Coal Company Ltd., la quale intendeva acquistare il controllo totalitario della *target* e ritirarne le azioni dal mercato. Durante il periodo d'offerta, Glencore International AG, possessore del 4,9 per cento del capitale di Austral Coal, dichiarò al pubblico di aver sottoscritto con due diverse banche d'investimento *equity swaps* aventi ad oggetto, rispettivamente, il 4 e il 2,5 per cento delle azioni della *target*. Le due banche avevano coperto la propria intera esposizione in derivati acquistando azioni Austral Coal. La partecipazione diretta posseduta da Glencore, unitamente alle azioni di copertura acquistate dalle controparti, superava il 10 per cento del capitale della società mineraria. Come nel caso precedente, la minoranza di blocco impedì a Centennial Coal l'esercizio del diritto di acquisto. Su ricorso dell'offerente, il Takeovers Panel australiano accertò che Glencore International aveva violato le norme sulla *disclosure* delle partecipazioni rilevanti (c.d. *relevant interest*: cfr. *Sec. 9 e 671B del Corporation Act del 2001*) e la condannò al risarcimento del danno sofferto dagli azionisti che avevano venduto le loro azioni nel periodo intercorrente tra la conclusione degli *swap* e la dichiarazione di esistenza degli stessi. In grado d'appello, la decisione fu riformata da una corte federale, sul presupposto che Glencore International non possedeva un *relevant interest* in Austral Coal (cfr. *Glencore International AG v Takeovers Panel [2006] FCA 274*). Per un commento a queste decisioni, cfr. MALLESONS STEPHEN JAQUES, *Glencore v Takeovers Panel*, 2006, disponibile sul sito 'www.mallesons.com'. Si noti, rispetto al primo caso descritto, che gli *hidden owners* non hanno operato alcuna *disclosure* del loro investimento nella società *target*.

proprietà azionaria nella società *target*, sicché potrebbe essere indotto a confidare, secondo le proprie previsioni, in un certo livello di adesioni all’offerta iniziale (per esempio, superiore alla soglia di partecipazione che legittima l’esercizio dello *squeeze-out*) che poi si rivelerà errato. Tale situazione di iniziale incertezza potrebbe effettivamente scoraggiare *ab initio* operazioni di *going private* efficienti, almeno nei casi in cui l’offerente abbia previsto con ragionevole certezza, e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, un’adesione all’offerta tale da consentirgli l’esercizio del diritto d’acquisto.

A differenza dei casi veduti nei paragrafi precedenti, è qui meno evidente l’effetto della strategia degli *hidden owners* sul comportamento dei soci e degli investitori *diversi* dall’offerente. In verità, i proprietari “occulti” fanno le funzioni di una minoranza di blocco la cui esistenza, però, è sconosciuta al pubblico. Peraltro, l’informazione sulla presenza di tale minoranza potrebbe incidere sul complesso meccanismo di incentivi ad aderire o meno all’offerta pubblica di acquisto: è noto, infatti, che la prospettiva del futuro esercizio di un diritto di acquisto da parte dell’offerente successivamente alla conclusione dell’offerta si traduce in incentivo all’adesione all’offerta da parte dei destinatari, e che tale incentivo è tanto più forte quanto più il prezzo al quale lo *squeeze-out* sarà esercitato è inferiore al prezzo di offerta ⁽⁷⁹⁾. Orbene, la conoscenza dell’esistenza di un gruppo di soci che impedisce l’insorgenza dei presupposti per l’esercizio di diritti di acquisto potrebbe attenuare siffatta pressione all’adesione, così modificando l’esito dell’offerta ⁽⁸⁰⁾.

5. *Impieghi delle partecipazioni sintetiche nelle offerte pubbliche obbligatorie.* – La dottrina ha concentrato la propria attenzione sui tentativi (in verità poco numerosi) di impiego di partecipazioni sintetiche finalizzati ad aggirare l’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto negli ordinamenti che tale obbligo contemplano ⁽⁸¹⁾.

L’analisi della dinamica di tali operazioni consentirà, dapprima, di dimostrare come esse, in realtà, non fossero propriamente dirette a una elusione dell’obbligo di opa, bensì, semmai, a rendere meno gravosi i termini dell’offerta. In seguito, si ipotizzeranno operazioni – diverse da quelle effettivamente realizzate – che, pur senza eludere completamente tale obbligo, potrebbero indebolire significativamente gli interessi che esso mira a proteggere.

⁷⁹ Sul problema della c.d. *pressure to tender*, che tende ad applicarsi anche in condizioni di piena parità di trattamento dei destinatari dell’offerta, cfr. per tutti L.A. BEBCHUK, *Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. L.*, 1987, p. 911 ss. Per una panoramica dei rimedi adottati nei diversi ordinamenti per fare fronte a questo problema, cfr. AA.VV. (nt. 62), p. 223.

⁸⁰ Ciò che avrebbe, all’evidenza, importanti ripercussioni anche per l’offerente, il quale potrebbe così evitare che gli ingenti esborsi conseguenti al successo dell’offerta gli impediscano di condurre a termine il proprio investimento, con l’acquisto del controllo totalitario e il ritiro delle azioni dal mercato.

⁸¹ Cfr. H.T.C. HU – B. S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 839 ss.; G. FERRARINI (nt. 4), p. 658 ss.; M.C. SCHOUTEN (nt. 4), p. 169 s.; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti finanziari derivati*, Milano, 2007, p. 511 ss.; E. GIRINO, *I contratti finanziari derivati*, Milano, 2007, p. 423 ss; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, p. 116 ss.

5.1. *Il caso Briereley/Fairfax*. – Un primo, più risalente episodio ha interessato nella seconda metà degli anni Novanta il mercato australiano, dove la soglia rilevante per l'obbligo di opa è stabilita al 20 per cento delle azioni con diritto di voto. Per la comprensione dei fatti, occorre segnalare che la legge australiana prevede un'esenzione dall'obbligo di offerta anche qualora la soglia rilevante sia stata superata, purché ciò avvenga dopo il decorso di un periodo di almeno sei mesi dall'acquisto dell'ultima partecipazione rilevante, e a condizione che la partecipazione acquistata in sovrappiù non superi il 3 per cento delle azioni emesse (si parla in proposito di *creep rule*)⁽⁸²⁾.

Nell'autunno del 1996 Briereley Investments Ltd. acquistò il 19,9 per cento delle azioni della John Fairfax Holdings Ltd., una tra le principali società quotate sul mercato australiano. Briereley aveva annunciato al mercato di incrementare ulteriormente la propria partecipazione in Fairfax, ma l'annuncio non ebbe seguito. Invece, nel marzo dell'anno successivo Briereley stipulò con alcune imprese di investimento australiane (controllate da Merrill Lynch) alcuni *cash-settled equity swaps* su un numero di azioni corrispondente a circa il cinque per cento delle azioni emesse da Fairfax; gli intermediari si ricoprirono acquistando azioni Fairfax⁽⁸³⁾.

Nel rispetto della *creep rule*, Briereley avrebbe potuto procedere ad acquisti ulteriori di azioni (entro il limite del 3 per cento) a partire dalla fine di giugno 1997. E così effettivamente fece: peraltro, le azioni non furono acquistate sul mercato, bensì dagli intermediari finanziari, approfittando della circostanza che gli *equity swaps* avevano appena raggiunto la propria scadenza naturale e gli intermediari stavano di conseguenza liberandosi dello *hedge*.

La Australian Securities Commission chiese al Takeovers Panel di dichiarare l'illegittimità dell'acquisto della partecipazione da parte di Briereley: seppure l'acquisto non avesse violato le norme sull'opa, la Commissione riteneva che esso fosse avvenuto in presenza di «*unacceptable circumstances*» attribuibili alla condotta dell'acquirente⁽⁸⁴⁾: in particolare, gli azionisti – tenuti all'oscuro della stipulazione degli *equity swaps* – non

⁸² Cfr. *Sec.* 611(9) del Corporations Act (all'epoca dei fatti, *Sec.* 615). La c.d. *creep rule* vigente nell'ordinamento australiano riecheggia la norma, vigente nel nostro ordinamento, sulla c.d. opa da consolidamento: cfr. art. 106, comma 3, lett. *b*), t.u.f. Una sintesi dei fatti è in *Re Australian Securities Commission and John Fairfax Holdings Ltd.* (1997) 25 ACSR 441. L'episodio è menzionato altresì da H.T.C. HU - B. S. BLACK, (nt. 1), p. 840.

⁸³ Cfr. la ricostruzione dei fatti offerta dal Takeovers Panel australiano in *Re Australian Securities Commission and John Fairfax Holdings Ltd.* (1997) 25 ACSR 441, part. § 2 (reperibile anche sul sito 'www.takeovers.gov.au').

⁸⁴ La *Sec.* 731 del Companies Act (come vigente all'epoca dei fatti, poi riformata) prevedeva che il Takeovers Panel potesse vietare acquisti che, ancorché non effettuati in violazione delle norme in materia di opa, fosse avvenuto in circostanze che non garantissero, fra l'altro, «that the shareholders and directors of a company are supplied with sufficient information to enable them to assess the merits of any proposal under which a person would acquire a substantial interest in the company», nonché «that ... all shareholders of a company have reasonable and equal opportunities to participate in any benefits accruing to shareholders under any proposal under which a person would acquire a substantial interest in the company». In argomento cfr. ancora l'analisi svolta in *Re John Fairfax* (nt. 83), part. § 6.8.

sarebbero stati messi in condizioni di prevedere che, attraverso le *hedge shares* possedute dagli intermediari, Brierey aveva potuto beneficiare di una “riserva” di azioni (acquistate a prezzo basso) di cui sarebbe entrato in possesso non appena le norme sugli acquisti incrementali l'avessero consentito. Il Panel, tuttavia, rigettò la domanda dell'autorità di vigilanza: pur riconoscendo la fondatezza, in teoria, della ricostruzione della Commissione (e segnalando al legislatore l'opportunità di introdurre, tra l'altro, nuove norme in materia di *disclosure* dei contratti derivati su azioni), il giudicante osservò, in primo luogo, che l'intenzione di Brierey di incrementare la propria partecipazione in Fairfax era stata ampiamente annunciata al mercato (e dunque da esso “scontata”); in secondo luogo, il Panel osservò che il mercato delle azioni Fairfax era così liquido, e i volumi di scambio così significativi, da far ritenere improbabile che una piena trasparenza dell'operazione avrebbe avuto un impatto significativo sui prezzi, di guisa che non erano ravvisabili perdite di opportunità apprezzabili in capo agli investitori ⁽⁸⁵⁾.

5.2. *Il caso Ifil/Exor*. – Il secondo episodio riguarda la nota vicenda della partecipazione di Ifil S.p.a. in Fiat S.p.a.. Nell'autunno del 2005, il *management* e i consulenti della prima società (insieme con il suo socio di controllo, la Giovanni Agnelli & C. S.a.p.az.), si adoperarono per evitare la diluizione della propria partecipazione di maggioranza relativa, allorché un consorzio di banche era in procinto di convertire in azioni Fiat un ingente prestito concesso nel 2002 alla società torinese. La conversione del prestito in azioni di nuova emissione avrebbe comportato la diluizione della partecipazione posseduta dalla controllante Ifil dal 30,06 a circa il 24 per cento ⁽⁸⁶⁾.

In particolare, secondo quanto accertato dalla Consob con una ricostruzione poi confermata in sede giurisdizionale ⁽⁸⁷⁾, i vertici di Ifil e della Giovanni Agnelli & C. misero

⁸⁵ *Ibid.*, § 6, e part. §§ 6.8.5-7.

⁸⁶ Tra le numerose ricostruzioni della vicenda, si segnalano E. BOFFANO - P. GRISERI, *Tutti i documenti dell'affare Ifil-Exor*, in *La Repubblica*, 13 giugno 2007; S. BRAGANTINI, *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, 2005, sul sito 'www.lavoce.info'; R. CEREDI, *Se il mercato non ha notizie*, 2005, *ibidem*. Per una puntuale ricostruzione in chiave giuridica, cfr. L. CURRAN - F. TURITTO, *Fiat/Ifil: The Securities Law Implications for Equity Derivatives*, in *JIBFL*, 2006, p. 298 ss.. L'episodio è poi stato ripreso, più in sintesi, dagli autori che hanno studiato l'impiego di *equity swap* con finalità elusive: cfr. tra gli altri G. FERRARINI (nt. 4), p. 663 ss.; H.T.C. HU – B. S. BLACK, (nt. 1), p. 839 s.; D. ZETZSCHE (nt. 49), p. 16 s.

⁸⁷ Cfr. App. Torino, 23 gennaio, 2008, in *Società*, 2008, p. 1103, con nota di F. SPORCA CAPUTI, *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, e in *Mondo bancario*, 2008, 4, p. 43, con nota di V. LEMMA, *Fiat equity swap: comunicazioni al pubblico e responsabilità dell'autorità di vigilanza*. La decisione (“gemella” di alcune altre emessa dalla stessa corte nei confronti di altri soggetti coinvolti nella medesima vicenda: cfr. fra le altre App. Torino, 23 gennaio, 2008, in *NGCC*, 2008, II, p. 361 con nota di V. ZENO ZENCOVICH, *La responsabilità dell'avvocato nell'attività di consulenza avanti le autorità di regolazione del mercato*; tutte le sentenze emesse in relazione alla questione che ci occupa si leggono nel Bollettino Consob, anno XXV, n. 2.1 [1-15 febbraio 2008], p. 32 ss.) è poi stata confermata da Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20936 (e cfr. altresì, sulla sentenza “gemella” emessa a carico del consulente di Ifil, Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20935: vedile pubblicate in *Foro it.*, 2010, I, c. 3128, con nota di M. CASORIA, in *Corr. giur.*, 2010, p. 352, con nota di C. CONSOLO, in *BBTC*, 2010, II, p. 290, con nota di R. VIGO). È stata altresì recentemente definita in primo grado, ma con l'assoluzione degli imputati

in atto una strategia volta a contrastare la diluizione di Ifil, che avrebbe condotto alla perdita del controllo di fatto su Fiat; si trattava, al tempo stesso, di evitare che l'operazione comportasse per la *holding* l'onere di acquistare dalle banche le azioni Fiat, rivenienti dalla conversione, al prezzo di emissione previsto dagli accordi del 2002 che, all'epoca dei fatti (agosto 2005), era assai più elevato rispetto a quello di mercato⁽⁸⁸⁾. Si decise, dunque, di utilizzare un contratto di *equity swap* precedentemente concluso (aprile 2005) da Exor Group S.A., controllata lussemburghese di Ifil, con una società del gruppo Merrill Lynch, relativo a 90 milioni di azioni Fiat (circa il 7 per cento del capitale)⁽⁸⁹⁾. Più in particolare, su direttiva di Ifil, Exor concordò con l'intermediario una modificazione delle clausole contenute nello *swap*, prevedendo la consegna delle azioni Fiat in caso di scioglimento del rapporto (*physical settlement*).

A settembre, Exor risolvette unilateralmente lo *swap* (valendosi di un diritto previsto dal contratto), ricevendo dall'intermediario la consegna dei 90 milioni di azioni Fiat *contestualmente* alla data in cui le banche procedevano alla conversione del prestito. Successivamente, Ifil acquistò da Exor le azioni in questione, raggiungendo così l'obiettivo di conservare la quota di partecipazione precedente evitando ogni diluizione⁽⁹⁰⁾.

Così descritta, l'operazione ha avuto, in sostanza, la finalità di consentire a Ifil di acquistare azioni Fiat *al di sotto* del prezzo di mercato (oppure del prezzo che le banche avrebbero richiesto per la vendita delle azioni acquistate in sede di conversione del prestito), riducendo così l'onere finanziario dell'operazione di mantenimento del controllo. Ciò è stato reso possibile – con strategia analoga a quella esaminata a proposito delle opa volontarie – grazie alla natura riservata dell'operazione: il mercato, infatti, non era a conoscenza della conclusione dello *swap*, né della successiva modifica della clausola di *settlement* (da regolamento in contanti a regolamento con consegna del sottostante), così che l'accumulazione delle azioni di copertura da parte di Merrill Lynch⁽⁹¹⁾ non comportò

dall'imputazione del reato di manipolazione del mercato, il processo penale a carico dei rappresentanti di Ifil e di alcuni consulenti in relazione alle vicende in questione; nel momento in cui si scrive, peraltro, la sentenza non è ancora stata pubblicata (v. ad es., per una sintesi di questa vicenda, E. BOFFANO - P. GRISERI, IFIL-EXOR, *Assolti Gabetti e Grande Stevens*, in *La Repubblica*, 22 dicembre 2010, p. 30).

⁸⁸ Il prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio del prestito era dato dalla media tra Euro 14,4409 e la media dei prezzi ufficiali di borsa nei sei mesi precedenti l'aumento (tale prezzo venne poi determinato in Euro 10,28); il prezzo di mercato era invece pari a Euro 7,020 al 1° agosto 2005. Proprio tale circostanza, per inciso, rendeva pressoché certo l'esercizio del diritto di conversione da parte delle banche. Cfr. App. Torino, 23 gennaio 2008 (nt. 88).

⁸⁹ Sono controverse le ragioni per cui tale contratto – che in origine prevedeva il regolamento in contanti, salvo diverso accordo tra le parti in sede di liquidazione delle posizioni – fosse stato concluso: per le diverse ipotesi cfr. E. BOFFANO - P. GRISERI (nt. 86).

⁹⁰ Exor acquistò da Merrill Lynch al prezzo di 5,5 per azioni. Ifil acquistò da Exor al prezzo di 6,5 per azione. Cfr. App. Torino, 23 gennaio 2008 (nt. 88).

⁹¹ Risulta che, anche nel caso che ci occupa, la banca d'investimento coinvolta ricorse a uno schema di accumulazione indiretta della posizione, onde evitare a sua volta comunicazioni di partecipazioni rilevanti al pubblico: secondo quanto accertato nel giudizio di opposizione avverso le sanzioni Consob, Merrill

- almeno inizialmente - un rialzo stabile del prezzo delle azioni Fiat sul mercato, rimasto all'oscuro delle intenzioni di Ifil ⁽⁹²⁾. In questo modo, le azioni, acquistate dall'intermediario a basso prezzo, sono state trasferite a Ifil-Exor a prezzo altrettanto contenuto, in seguito all'accordo di modifica dello *swap* originario e alla sua risoluzione.

Solo a questo punto viene in rilievo il tema dell'obbligo di opa e del suo possibile aggiramento. Invero, l'acquisto di nuove azioni si rivelava critico per Ifil (e per Exor, società legata alla *holding* torinese da un rapporto rilevante *ex art.* 109 t.u.f.): se effettuato *prima* della conversione del prestito, l'acquisto avrebbe comportato il superamento da parte di Ifil della soglia rilevante ai fini dell'opa incrementale (artt. 106, comma 3, lett. *b*) e 46 Reg. em.); se effettuato *dopo* la conversione, l'acquisto delle azioni avrebbe comportato nuovamente il superamento della soglia del 30 per cento, rilevante ai fini dell'art. 106 comma 1 ⁽⁹³⁾. La questione fu risolta decidendo di acquistare le azioni da Merrill Lynch *contestualmente* al momento in cui le banche procedevano alla sottoscrizione delle nuove azioni in esercizio del diritto di conversione, di guisa che l'incremento della partecipazione di Ifil, in virtù degli acquisti di Exor, fosse bilanciato dalla diluizione della medesima partecipazione in conseguenza della conversione del prestito.

Interpellata con apposito quesito, la Consob – che peraltro era stata tenuta all'oscuro dell'esistenza del derivato e del fatto che Exor avrebbe proceduto ad acquisti di *hedge shares* presso la controparte Merrill Lynch – confermò che l'operazione non avrebbe dato origine all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria sulle azioni Fiat ⁽⁹⁴⁾. L'orientamento espresso in quell'occasione dall'Autorità – si noti – era coerente con la posizione già altra volta assunta sulla questione degli acquisti di azioni effettuati contestualmente alla diluizione della partecipazione ⁽⁹⁵⁾.

Occorre allora intendersi: nel contesto dell'operazione architettata da Ifil, l'utilizzo di derivati non ha direttamente a che fare con l'obbligo di opa o con un suo possibile aggiramento. Se Ifil, anziché acquistare le azioni di copertura possedute da Merrill Lynch, avesse proceduto ad acquisti diretti sul mercato simultaneamente alla conversione del prestito, essa non sarebbe in ogni caso incorsa negli obblighi di cui all'art. 106; come veduto, infatti, l'orientamento dell'autorità di vigilanza è nel senso di escludere l'obbligo di

Lynch stipulò altri quattro *equity swap* per importo complessivamente pari a 90 milioni di azioni Fiat con altre due istituzioni finanziarie, le quali procedettero a coprirsi con acquisti diretti di azioni. Cfr. *ibid.*

⁹² Nell'agosto 2005, peraltro, si riscontrarono improvvisi aumenti dei volumi di azioni Fiat scambiate sul mercato, nonché un andamento anomalo delle quotazioni. Ciò indusse l'Autorità di vigilanza, nell'ambito dei poteri di cui all'art. 114, comma 5, t.u.f., a chiedere chiarimenti a Fiat, Ifil e al socio di controllo di quest'ultima. Il noto comunicato stampa del 24 agosto 2005, emesso dalle predette società in seguito alla richiesta di Consob *ex art.* 114, comma 5, t.u.f., non fece però menzione dello *swap*. Precisamente per tale omissione sono state emesse a carico di Ifil e di altri soggetti le sanzioni amministrative di cui all'art. 187-ter t.u.f., poi confermate all'esito della successiva opposizione. Cfr. App. Torino, 23 gennaio 2008 (nt. 88).

⁹³ Cfr. *ibid.*, dove le interrelazioni tra l'operazione e la disciplina dell'opa sono sinteticamente poste in rilievo.

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ Cfr. per es. Comunicazione n. 2010342 del 14 febbraio 2002.

offerta allorché l'incremento della partecipazione in seguito ad acquisti sia funzionale ad evitare la diluizione della stessa. I derivati, invece, entrano in gioco nella fase *precedente* l'acquisto delle azioni: la possibilità di acquistare le azioni, anziché sul mercato, dall'intermediario finanziario che le possedeva a scopo di copertura consentì a Ifil ed Exor di evitare la diluizione della propria partecipazione *con oneri finanziari contenuti*.

Il derivato, insomma, – pare di poter concludere – non fu strumento per eludere l'obbligo di opa, bensì consentì al socio che deteneva il controllo di conservarlo a costi più bassi.

5.3. *Possibili elusioni dell'obbligo di offerta.* – Tanto chiarito, non si intende d'altra parte escludere che strategie basate sull'utilizzo di derivati possano essere utilizzate *in funzione* dell'aggiramento dell'obbligo di opa o delle norme che disciplinano il prezzo a cui l'opa obbligatoria deve essere promossa. Non constano tuttavia precedenti, anche se si può immaginare qualche esempio.

Una prima ipotesi è quella di un socio che sia possessore di una partecipazione in una società quotata di poco inferiore alla soglia di rilevanza per l'obbligo di opa (ad esempio, il 29 per cento dei «titoli» – *ex art. 105 t.u.f.* – di un emittente italiano). Questi potrebbe decidere di stipulare un contratto derivato regolato in contanti avente a riferimento una significativa partecipazione nell'emittente (per esempio, il 5 per cento). Attraverso il meccanismo delle *hedge shares* acquistate dalla controparte, il socio in questione sarebbe in grado di sottrarre al flottante il pacchetto azionario di copertura, senza tuttavia entrarne in possesso.

Simile tecnica avrebbe l'effetto di aumentare (a costi modesti per il titolare della partecipazione sintetica) la concentrazione degli assetti proprietari dell'emittente e di diminuire, di conseguenza, il grado di contendibilità del controllo. Inoltre, il sospetto della presenza di simili "riserve occulte" di azioni potrebbe scoraggiare eventuali investitori terzi dal tentare una scalata alla società, temendola controllata da soci più influenti di quanto risulti in apparenza. Si potrebbe sostenere, allora, che l'investitore in questione non incorra nelle conseguenze (obbligo di promuovere un'opa) che la legge ricollega al verificarsi di tale circostanza, e che ciò debba ritenersi frutto di un aggiramento della disciplina a tutela delle minoranze ⁽⁹⁶⁾.

In secondo luogo, è ipotizzabile il ricorso a derivati azionari con la finalità di *abbassare il prezzo minimo* al quale l'offerta deve essere promossa. L'investitore che intendesse acquistare una partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di opa potrebbe utilizzare, a tal

⁹⁶ Nei primi anni successivi all'entrata in vigore del Testo unico della finanza, la Consob fu investita di una questione riguardante il possesso di opzioni *call* da parte di un socio possessore di una partecipazione lievemente inferiore al 30 per cento nella SNIA S.p.A. L'opzione, tuttavia, era *physically-settled*. La Consob negò, in quell'occasione, che il socio in questione fosse titolare di una partecipazione indiretta tale da attivare l'obbligo di offerta *ex art. 106 t.u.f.* (cfr. Consob, Comunicazione n. 99055898 del 20 luglio 1999). La decisione, però, fu contestata in dottrina sulla base di argomenti simili a quelli riportati nel testo (cfr. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo e tutela dell'investitore*, Bologna, 2002, p. 59 ss. Sul tema si tornerà oltre, cap. 3, par. 20).

fine, una “riserva” di azioni acquistate a mercato “fermo” da un intermediario finanziario con finalità di copertura del rischio derivante da uno *swap* sottoscritto con l’investitore. Quest’ultimo potrebbe poi procedere ad acquistare le azioni di copertura ad un prezzo che è in grado di controllare grazie al meccanismo dell’*averaging-out*: simile strategia potrebbe essere utilizzata per “calmierare” il prezzo degli acquisti sulla base del quale viene determinato, per legge, il prezzo minimo dell’offerta⁽⁹⁷⁾.

In entrambe le ipotesi, gioca nuovamente un ruolo cruciale la possibilità che l’investitore ha di accedere alle azioni sottostanti il derivato, in virtù delle particolari clausole solitamente contenute nei contratti derivati. Soltanto nel primo caso, invece, la potenziale influenza dell’investitore sui diritti di voto spettanti alla sua controparte finanziaria potrebbe prestarsi agli interessi dell’investitore.

6. *Impieghi di partecipazioni sintetiche da parte dell'emittente, di esponenti aziendali e soci rilevanti. In particolare: la reazione a offerte pubbliche d'acquisto ostili.* – Talvolta, a servirsi di strategie basate su derivati azionari sono la stessa società emittente o soggetti ad essa legati (quali esponenti aziendali o soci in possesso di partecipazioni rilevanti).

In primo luogo, si è attestato l’uso di *equity swaps* con funzione difensiva nei confronti di scalate ostili. In questo contesto, il derivato è stato utilizzato come alternativa al più vistoso e complesso intervento di un “cavaliere bianco” nella società, ovvero all’acquisto di azioni proprie: tecniche di difesa che, oltre ad incorrere in limiti di carattere civilistico (si pensi alla sospensione del diritto di voto *in primis* per le azioni proprie, non solo negli ordinamenti comunitari)⁽⁹⁸⁾, potrebbero richiedere l’approvazione dei soci (vigente un regime di *passivity rule*), ovvero essere comunque problematiche sotto il profilo del rispetto dei doveri fiduciari degli amministratori.

Seguendo tale strategia, la società procede a stipulare contratti di *swap* con un intermediario finanziario, il quale si ricopre acquistando azioni; la società profitta quindi della indifferenza al rischio della propria controparte per condizionarne il voto, ad esempio, in occasione di assemblee future (anche per l’approvazione di ulteriori misure difensive), nonché, in ogni caso, per sottrarre – in ipotesi, all’insaputa del mercato – un consistente pacchetto azionario dal potenziale “bottino” dell’offerente⁽⁹⁹⁾.

6.1. (segue): *Il caso Perry/Rubicon.* – Si ritiene preferibile ricondurre alla tipologia di strategie in esame anche la vicenda Perry/Rubicon, comunemente considerata il *leading case* in tema di proprietà occulta: l’investitore protagonista di questo episodio, infatti, ha potuto porre

⁹⁷ Cfr. art. 5, par. 4, direttiva opa.

⁹⁸ Cfr. art. 22, par. 1, direttiva 77/91/CEE. Negli Stati Uniti cfr., ad esempio, § 160(a)(c) *Delaware General Corporation Law*, e, sia pure indirettamente, §§ 6.31 e 7.21 *Model Business Corporation Act*.

⁹⁹ H.T.C. HU - B. S. BLACK, (nt. 5), p. 642 ss. riferiscono che alcune banche di investimento hanno suggerito l’impiego di simile strategia ai loro clienti europei.

in essere la propria strategia anche grazie alla relazione di controllo che lo legava all'emittente (e al fine di salvaguardare il controllo stesso)⁽¹⁰⁰⁾.

In questa singolare vicenda, i contratti derivati non sono utilizzati per *accumulare ex novo*, all'insaputa del pubblico, una partecipazione sintetica, bensì soprattutto come strumento utile a migliorare l'efficienza nella "gestione" della partecipazione di controllo già

¹⁰⁰ Cfr. *Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corp.* (2003) 2 N.Z.L.R. 216 (H.C.), riformata da *Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd.* (2004) 2 N.Z.L.R. 182 (C.A.) ("Perry v. Ithaca"), quest'ultima pubblicata anche in *Dir. comm. int.*, 2006, 417 ss., con nota di F. DIALTI, *Equity swaps e obblighi di disclosure*. In sintesi, il fondo di investimento americano Perry Corp., che possedeva una partecipazione di controllo nella società quotata neozelandese Rubicon (10,81 per cento), se ne disfece quasi completamente (scendendo al 2,9 per cento) a favore di due banche di investimento, con le quali sottoscrisse contestualmente due *cash-settled equity swap*. Secondo quanto fu poi accertato in giudizio, Perry manteneva stabilmente i propri contatti con il *management* di Rubicon anche dopo la cessione delle azioni, e anzi interferiva con esso in occasione delle più importanti scelte di gestione della quotata. In particolare, con l'assenso di Perry, Rubicon aveva iniziato le trattative per la cessione di una società controllata attiva nella silvicoltura. Qualche tempo dopo, il gruppo Guinness Peat acquistò una partecipazione rilevante (appena inferiore al 20 per cento) in Rubicon. Guinness Peat – che inizialmente non sospettava della persistente influenza di Perry – intendeva utilizzare la partecipazione acquistata per far desistere Rubicon dall'acquisizione intrapresa, che riteneva contraria all'interesse della quotata. A questo punto, il *management* chiamò in soccorso Perry, chiedendogli di "ritornare in possesso" della propria antica partecipazione e di contrastare in assemblea l'iniziativa di Guinness Peat. Perry, con una rapida e concitata operazione, risolse i due *swap*, acquistò dai due intermediari le azioni sottostanti e dichiarò la propria partecipazione alla vigilia della *record date* per esercitare il voto in assemblea. Colta di sorpresa, e constatando l'impossibilità di perseguire la propria strategia a causa della presenza di Perry, Guinness Peat convenne Perry in giudizio chiedendo il "congelamento" della partecipazione dell'investitore americano e il risarcimento del danno (v. su questa specifica azione la *Sec. 34 del Securities Markets Act* neozelandese), sulla base della asserita violazione della disciplina neozelandese delle partecipazioni rilevanti: secondo l'attrice, Perry avrebbe omesso di comunicare la propria persistente partecipazione in Rubicon che, sebbene non direttamente posseduta, era detenuta come *hedge* dalle banche con cui erano stati conclusi gli *swap*, e poteva essere riacquistata da esse in base a un *arrangement* o *understanding* desumibile dai medesimi contratti derivati (tali *arrangement* o *understanding*, quando abbiano l'effetto di conferire a una parte «*the power to acquire or dispose of the voting security*») sono infatti elemento costitutivo, ai sensi della *Sec. 5(1)(f) del Securities Markets Act*, della *beneficial ownership* sulle azioni di una società, in base alla quale sussiste l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti: cfr. § 183 ss. della sentenza). La *High Court* di Auckland accolse la prospettazione dei fatti offerta da Guinness Peat, sulla base di prove che attestavano come effettivamente Rubicon considerasse Perry il proprio socio di riferimento anche durante la vigenza degli *swap* e Perry manifestasse ripetutamente la convinzione di poter rientrare agevolmente in possesso delle azioni sottostanti gli *swap*. In sede di riesame, la *Court of Appeal* di Wellington riformò la decisione di primo grado (riferimenti *supra*): confermò in gran parte i fatti accertati nel giudizio precedente, ma negò che un *arrangement* o *understanding* rilevante per il sorgere dell'obbligo di comunicazione della partecipazione al pubblico potesse inferirsi dalla semplice *aspettativa* di Perry di rientrare in possesso delle azioni sottostanti gli *swap*, ancorché razionalmente basata sul prevedibile comportamento delle controparti. Al contrario, sarebbe stato necessario un «*meeting of minds*» che, nella specie, era mancato, non potendo considerarsi tale la semplice conclusione di un contratto di *swap* (§ 57 ss.: significativamente, la Corte negava così l'esistenza di accordi supplementari, tra Perry e le controparti degli *swap*, aventi ad oggetto la disponibilità del sottostante al momento della risoluzione del derivato). Il Privy Council rigettò in ultima istanza il ricorso promosso da Guinness Peat.

posseduta. E così, il socio di controllo cede tale partecipazione ad alcuni intermediari finanziari, sottoscrivendo contestualmente con essi contratti derivati relativi a una partecipazione della stessa entità. L'operazione consente di "liberare" risorse finanziarie che possono essere utilizzate ad altri scopi; diminuiscono, inoltre, gli oneri fiscali e, non da ultimo, si garantisce anonimato alle eventuali variazioni dell'esposizione economica dell'investitore nei confronti dell'emittente ⁽¹⁰¹⁾. D'altra parte, il valore dei derivati sottoscritti è tale che l'(ex) socio di controllo (ora *hidden owner*) può considerarsi certo, anche in mancanza di espresso accordo con le controparti, che queste ultime ricopriranno necessariamente il proprio rischio acquistando azioni dell'emittente di riferimento, atteso che difficilmente altri strumenti di copertura potranno rivelarsi idonei allo scopo.

Di conseguenza, per le ragioni più volte ricordate, simile struttura negoziale assicura all'investitore di poter rientrare in possesso dell'intera partecipazione una volta giunti a scadenza (o consensualmente risolti) i contratti derivati: le azioni, inoltre, potranno essere acquistate dalle controparti a prezzo "controllabile", in virtù dei già menzionati meccanismi che legano il prezzo di uscita dal contratto alla dismissione delle *hedge shares* da parte degli intermediari finanziari. Inoltre, per tutto il tempo di vigenza dei contratti, i diritti di voto spettanti alle azioni acquistate a scopo di copertura possono prestarsi all'influenza occulta dell'investitore in posizione "lunga". Anzi, la relativa stabilità e prevedibilità di questa situazione consente anche una continuità nell'esercizio delle prerogative del controllo da parte del socio di riferimento, come dimostra il caso di Perry, che era costantemente interpellato dal *management* di Rubicon e attivo nella pianificazione delle operazioni strategiche di questa società.

6.2. *Il ruolo dei derivati.* – Le caratteristiche delle operazioni sopra esemplificate sono eterogenee. In caso delle operazioni compiute dallo stesso emittente, assume un ruolo determinante il potere che lo stesso emittente può avere nel "controllare" (attraverso l'influenza sul voto, o l'adesione ad eventuali opa) le azioni di copertura possedute dagli intermediari finanziari; non costituisce, invece, un elemento della strategia la possibilità di "convertire" la partecipazione sintetica in partecipazione effettiva.

Al contrario, in schemi simili a quello Perry/Rubicon, l'investitore in posizione "lunga" non fa affidamento sulle potenzialità di influenza delle controparti, per influenzarne il comportamento (tipicamente, in sede di voto delle azioni di copertura); anzi, i derivati vengono sciolti *proprio al fine* di consentire all'investitore di rientrare in possesso della propria partecipazione di controllo ed esercitare direttamente i diritti sociali ad essa relativi. È, invece, cruciale l'affidamento dell'investitore sulla possibilità di rientrare

¹⁰¹ Le ragioni per cui Perry concluse gli *swap* rimangono controverse anche all'esito del giudizio. Perry insistette sul profilo fiscale dell'operazione, ma emerse anche, più in generale, il vantaggio finanziario derivante a Perry dalla "smobilizzazione" di una partecipazione di entità inusuale rispetto all'investimento medio effettuato da tale investitore (cfr. Perry v. Ithaca, citata a nt. 100). Perry stessa, peraltro, non negò l'interesse dei propri investitori a che il pubblico non venisse a conoscenza del fatto che la variazione della "partecipazione economica" di Perry in Rubicon variava frequentemente per le esigenze finanziarie di Perry (cfr. *ibid.*).

rapidamente in possesso della partecipazione sottostante il derivato risolto (“conversione” della partecipazione sintetica in partecipazione “effettiva”).

Vi è, peraltro, un elemento che accomuna i due casi esaminati in questo paragrafo: la presenza, in qualità di parte “lunga” del derivato, dello stesso emittente o di un soggetto *insider*. Pertanto, l’asimmetria informativa che si crea a causa dell’utilizzo di schemi di “proprietà occulta” non oppone l’investitore all’emittente e ai suoi amministratori; questi ultimi, infatti, condividono l’informazione riservata sull’esistenza di partecipazioni nascoste, ovvero sono perfino essi stessi nel ruolo di investitori. Se vi è asimmetria informativa, questa oppone l’emittente (e i suoi *insider*), da un lato, alla generalità degli azionisti e degli investitori che operano sul mercato, dall’altro. Si tratta di un elemento che distingue questa tipologia di operazioni da tutte quelle in precedenza esaminate, e che induce a considerare la stessa separatamente, anche sul piano della disciplina.

7. *Effetto dello hedge in funzione puramente speculativa.* – L’ultima tipologia di operazioni riconducibile a schemi di “proprietà occulta” riguarda casi nei quali l’intenzione di perseguire finalità “societarie” attraverso una partecipazione sintetica (influenza sulla formazione della volontà assembleare e sulle strategie di gestione, ovvero acquisto di partecipazioni rilevanti all’insaputa del mercato) è secondaria o del tutto assente. Prevale, invece, la finalità di trarre profitto dalla notevole influenza che l’investitore titolare di una importante posizione “lunga” può esercitare sulla domanda e sull’offerta sul mercato di azioni quotate, per il tramite dell’accumulazione massiccia di azioni cui ricorrono, a scopo di copertura, le sue controparti dirette o indirette.

Vi sono, in primo luogo, esempi di effetto sulla *domanda* delle azioni interessate. Le circostanze possono infatti imporre alle controparti (intermediari finanziari), che hanno sottoscritto con un investitore derivati azionari, di accumulare rapidamente la posizione di copertura⁽¹⁰²⁾. Se le azioni sottostanti il derivato corrispondono a una partecipazione ingente, l’aumento sensibile degli ordini di acquisto spinge i prezzi verso l’alto, determinando l’apprezzamento del valore del derivato e, se esistente, della ulteriore partecipazione diretta nella società di cui l’investitore sia eventualmente in possesso⁽¹⁰³⁾.

¹⁰² Si pensi al caso in cui le azioni siano oggetto di imminente offerta in una IPO: in questo caso, nel timore che il prezzo delle azioni aumenti nei primi giorni successivi all’offerta, nei quali gli intermediari debbono procedere all’acquisto dello *hedge*, l’alternativa più conveniente per gli intermediari sarà presumibilmente l’acquisto sul mercato primario.

¹⁰³ La situazione descritta nel testo si verificò nel Regno Unito. Il noto *trader* Paul Davidson, che era socio fondatore della Cyprotex, aprì una posizione lunga alla vigilia dell’IPO della società sul mercato *AIM* (nel 2002): la posizione corrispondeva a oltre due terzi delle azioni oggetto di offerta (per un valore di 6 milioni di sterline). L’intermediario con cui concluse l’operazione stipulò a sua volta un *contract for difference* con una banca di investimento, la quale si ricoprì prenotando le azioni in collocamento. Il massiccio aumento della domanda garantì il successo dell’IPO, ma valse al *trader* (che aveva lucrato anche attraverso l’apprezzamento della partecipazione del 35 per cento che ancora deteneva in Cyprotex) una sanzione amministrativa di 750.000 sterline irrogata dalla FSA, sul presupposto di una manipolazione del mercato (operazioni idonee a fornire indicazione false o fuorvianti sulla domanda e sul prezzo delle azioni oggetto di offerta). La condanna fu peraltro annullata dal giudice in sede di riesame, che ritenne non soddisfatto

Sul lato dell'*offerta*, è ipotizzabile che il possesso di ingenti partecipazioni (in mano ad intermediari finanziari), “bloccate” a copertura del rischio legato alla stipulazione di contratti derivati, determinino una *contrazione* dell'offerta di azioni sul mercato, specialmente quando i volumi scambiati crescono per l'imminenza, ad esempio, di operazioni straordinarie. Ciò può determinare repentini aumenti dei prezzi, di cui beneficia l'investitore “occulto”, sia attraverso un aumento del valore dei derivati da esso conclusi, sia attraverso l'aumento di valore delle eventuali partecipazioni (“reali”) da esso possedute nella società interessata.

In casi estremi, poi, possono darsi situazioni in cui la partecipazione sintetica dell'investitore in posizione “lunga” è così importante da dominare la domanda e l'offerta di azioni sul mercato (come avvenne nel caso Porsche/Volkswagen, dove il costruttore automobilistico che stava acquistando il controllo della concorrente possedeva una partecipazione sintetica corrispondente a circa il 75 per cento delle azioni Volkswagen). Simili circostanze possono determinare la capacità dell'investitore di “controllare” totalmente il prezzo delle azioni, facendolo crescere (ad esempio attraverso l'accorto esercizio di alcune opzioni in suo possesso, o la stipulazione di nuovi contratti derivati) fino al raggiungimento della soglia desiderata, per procedere, a quel punto, al *close out* dei derivati ad un prezzo (artificiale) estremamente elevato ⁽¹⁰⁴⁾.

l'onere probatorio a carico dell'autorità di vigilanza in relazione alla circostanza che Davidson fosse effettivamente l'ideatore dello schema. Sull'episodio cfr. ASHURST (nt. 8), p. 3; R. MURRAY WEST, *Plumber's £6m Bet on Cyprotex Put a Spanner in the Works*, in *The Telegraph*, 22 marzo 2002; EAD., *Plumber Wins His Fight with the FSA*, *ivi*, 12 ottobre 2006.

¹⁰⁴ È da più parti ipotizzato – ma finora non accertato in sede giurisdizionale – che a simili pratiche abbia fatto ricorso Porsche nella sua “scalata” alla Volkswagen (cfr. *supra*, nt. 47 ss. e testo corrispondente), in uno scenario reso ancora più favorevole all'acquirente dalla presenza di *short sellers* che avevano aspettative ribassiste sul titolo Volkswagen. Si ipotizza, in particolare, che Porsche abbia posto in essere un'operazione di carattere manipolativo (nota come *cornering* o *abusive squeeze*) che avrebbe pregiudicato, in special modo, gli investitori che avevano venduto azioni allo scoperto, costretti ad acquistare a prezzi innaturalmente elevati le azioni necessarie per adempiere le proprie obbligazioni di riconsegna ai prestatori di azioni (il prestito di azioni, come noto, è il tramite più utilizzato – e in molti mercati l'unico consentito – per realizzare un'operazione di vendita allo scoperto: cfr. per tutti CONSOB, *Position Paper in tema di short selling*, 2009, disponibile sul sito 'www.consob.it'). Infatti, dopo aver accumulato di nascosto la propria immensa esposizione sintetica, Porsche aveva dichiarato la propria intenzione di incrementare la propria partecipazione nella concorrente, suscitando nel mercato aspettative di crescita del valore dei titoli e inducendo, in particolare, gli *short sellers* a ricoprirsi in fretta per limitare le perdite [di «desperate need to buy shares» parlano M. ESTERL - E. TAYLOR (nt. 47), p. A8]. Allo stesso tempo, vi era scarsa disponibilità di azioni sul mercato, dal momento che molte di esse erano state acquistate dalle controparti di Porsche a scopo di copertura, ciò che determinò ulteriore aumento dei prezzi e, corrispettivamente, delle perdite sofferte dai ribassisti. Alcuni, tra cui gli autori citati, hanno ipotizzato che Porsche si sia resa venditrice di azioni a tali soggetti, lucrando così – anche per questa via – dalle proprie posizioni “lunghe” sulle opzioni in precedenza sottoscritte. Una più dettagliata ricostruzione della vicenda, seppure in chiave non obiettiva, è contenuta nell'atto di citazione presentato dagli investitori che hanno citato in giudizio Porsche di fronte alla corte federale di New York: cfr. *supra*, par. 3.

Si noti, ancora una volta, come nelle operazioni in esame non gioca alcun ruolo la possibile influenza dell'investitore sull'esercizio del voto sulle azioni di copertura. Come si può osservare, il problema verte qui, nuovamente, sul "controllo" (in senso atecnico) che l'investitore è in grado di esercitare sullo *hedge* acquistato dalle controparti: "controllo" talmente incisivo, in taluni casi, che le operazioni in questione paiono giocate in un terreno vicino a quello della manipolazione di mercato.

Va altresì osservato, in proposito, che le condotte in esame presentano solo marginalmente rilevanza *societaria* (cioè soltanto nella misura in cui – come nel caso Porsche – tali condotte accompagnano e supportano un'azione volta ad acquisire il controllo di una società, ovvero a mutare le strategie di gestione poste in atto dal *management*); al contrario, la discussione si sposta qui su un piano diverso, quello dei presidi per il corretto funzionamento del mercato – tema tuttavia estraneo alla presente trattazione, che si concentra sui profili societari delle partecipazioni sintetiche. Si vedrà peraltro, nei capitoli successivi, in quale misura i rimedi per un uso distorto dei derivati e delle partecipazioni sintetiche in chiave *societaria* debbano tenere in considerazione anche le istanze di buon funzionamento del mercato.

8. *Considerazioni conclusive.* – L'analisi svolta nei paragrafi precedenti sulla base dei casi noti di utilizzo dei derivati azionari in funzione, *lato sensu*, "societaria" induce ad alcune considerazioni di sintesi, che hanno la funzione di orientare l'indagine che si condurrà nei capitoli successivi.

a) L'impiego di derivati in relazione a schemi di *hidden ownership* presenta finalità e tecniche applicative assai diverse tra loro ⁽¹⁰⁵⁾. Tuttavia, il presupposto di partenza, che pare accomunare tutti i casi esaminati, è rappresentato da una *asimmetria informativa* riguardante una partecipazione sintetica (come definita nel capitolo 1); questa fa capo a un investitore che ha concluso, in posizione "lunga", contratti derivati su azioni quotate. Poiché l'esistenza e l'entità di tale partecipazione sintetica sono ignote al mercato, occorrerà quindi domandarsi se il pubblico degli investitori debba (secondo i principi della legislazione vigente), o sia opportuno che debba (*de iure condendo*), essere informato sull'identità dei soggetti che hanno acquistato una *esposizione (puramente) economica* nei confronti della società, senza partecipare al contratto sociale.

b) Ciò posto, occorrerà ponderare le implicazioni *societarie* che derivano dall'utilizzo di partecipazioni sintetiche. In proposito, alla luce dell'analisi che precede (e tralasciando l'insieme dei casi in cui partecipazioni sintetiche da derivato incidono unicamente sul funzionamento del mercato finanziario: cfr. par. 7), è possibile individuare due classi di fattispecie in cui tali implicazioni danno luogo a esigenze di tutela differenti:

b1) una prima classe di fattispecie comprende i casi in cui l'esistenza di una partecipazione sintetica è certamente *nota all'emittente e ai soci di riferimento*, dal momento che

¹⁰⁵ Tali schemi presentano, cioè, una varietà di obiettivi e di dinamiche maggiore rispetto a quella evidenziata dagli studi di Hu e Black, preoccupati di tracciare un quadro unitario delle pratiche descritte nel testo. Cfr. *supra*, nt. 3 e testo corrispondente.

è stata acquistata proprio da tali soggetti (si vv. i casi riportati nel par. 6). In questi casi, le asimmetrie informative oppongono gli azionisti di minoranza (insieme con la generalità degli investitori sul mercato) all'emittente, ai suoi amministratori e ai soci principali, sicché l'indagine sui rimedi (esistenti e di opportuna introduzione) si muove sul piano della protezione degli azionisti e del mercato nei confronti degli investimenti compiuti e delle iniziative di *entrenchment* intraprese da soggetti vicini all'emittente.

Ad esigenze di tutela in parte simili possono essere altresì ricondotti i casi in cui il ricorso a schemi di "proprietà occulta" avviene in funzione di aggiramento dell'obbligo di promuovere offerte pubbliche di acquisto (cfr. le ipotesi prospettate al par. 5). Anche da questo punto di vista, gli interessi meritevoli di tutela sono quelli degli azionisti di minoranza rispetto a iniziative idonee a pregiudicare diritti stabiliti a loro tutela nei casi di mutamento radicale degli assetti proprietari o del grado di contendibilità del controllo dell'emittente cui partecipano;

b2) in una seconda classe di fattispecie (che comprende i casi veduti ai parr. 2, 3 e 4) le asimmetrie informative si atteggiavano in modo differente: sia l'emittente (e i soci di riferimento), sia la generalità degli altri soci e degli investitori sul mercato sono all'oscuro dell'iniziativa intrapresa attraverso il ricorso a strategie di proprietà occulta. Il quadro degli interessi in gioco è qui più complesso: quello del "proprietario occulto" è volto a determinare liberamente le proprie strategie di investimento, quello degli amministratori dell'emittente a garantire il buon funzionamento degli organi sociali e a perseguire liberamente le strategie di gestione durante il loro mandato, quello della generalità degli investitori sul mercato a conoscere tempestivamente le operazioni che preludono a importanti mutamenti negli assetti proprietari e nella *governance* di un emittente, sì da poter compiere informati le proprie scelte di investimento. Questo più composito incontro di interessi rappresenta il terreno sul quale verificare l'effettività delle norme vigenti e di quelle di cui sarebbe opportuna, in chiave di *policy*, l'introduzione.

A tal fine, un altro elemento deve essere considerato. Si è veduto come il successo delle strategie di *hidden ownership* in quest'ambito sia determinato dall'uso accorto e spregiudicato di entrambe le principali "implicazioni societarie" delle partecipazioni sintetiche analizzate nel capitolo precedente: influenza occulta sul voto e possibilità di "convertire" agevolmente la partecipazione sintetica in azioni della società *target*. L'importanza di tali implicazioni e il loro peso nella strategia degli investitori sono, tuttavia, diversi. In particolare, dall'esame dei casi più importanti risulta che l'opportunità, per il titolare di una partecipazione sintetica, di accedere facilmente alla partecipazione sottostante è la sola implicazione ad assumere, in alcuni casi, un ruolo determinante. Segnatamente, l'importanza di tale opportunità è massima negli schemi utilizzati in preparazione del lancio di un'offerta ostile (*supra*, par. 3) (essa è peraltro meno evidente e non sempre determinante nel contesto di iniziative "attiviste" non mirate all'acquisto del controllo: par. 2). Al contrario, la seconda implicazione – consistente nel potenziale occulto del voto sulle azioni di copertura – rimane spesso incerta, e comunque non determinante nel quadro della strategia posta in essere dall'investitore.

Di conseguenza, la più impellente questione che gli schemi esaminati pongono all'interprete (e al *policymaker*) riguarda soprattutto la corretta informazione dei soci e degli investitori sul mercato circa il fatto che alcuni investitori sarebbero in condizione di "convertire" un investimento sintetico in una effettiva partecipazione societaria, mutando così la compagine azionaria dell'emittente (in sostanza, si tratta di un problema di trasparenza degli assetti proprietari). Di contro, gli schemi di proprietà occulta parrebbero destare assai minore allarme nella fase dell'esercizio dei diritti di voto.

c) L'analisi sopra condotta ha, altresì, messo in evidenza che gli schemi di proprietà occulta non possono essere analizzati unicamente nella prospettiva patologica delle distorsioni che essi possono comportare sul funzionamento degli organi sociali degli emittenti quotati e sull'informazione dei soci e degli investitori. Tali schemi, infatti, risultano quasi sempre ⁽¹⁰⁶⁾ concepiti soprattutto con l'intento di assicurare all'investitore un *vantaggio finanziario*, in parte in ragione dell'utilizzo di derivati in luogo dell'acquisto diretto di azioni (e così in virtù dell'aumento della *leva finanziaria*, data la modesta portata dei costi iniziali dell'investimento), in altra parte in ragione della *segretezza dell'operazione* (perché l'asimmetria informativa impedisce l'incorporazione nei prezzi delle informazioni veicolate dall'accumulazione di una partecipazione sintetica).

In questa luce, si rende opportuno allargare l'angolo visuale concentrato sullo studio dei rimedi nei confronti di obiettive aggressioni a posizioni giuridiche protette dalla legislazione in materia societaria e del mercato mobiliare, per abbracciare altresì la considerazione dei benefici che le tecniche in esame possono apportare per promuovere miglioramenti nell'interazione tra soci e amministratori nella definizione degli assetti di governo societario e delle strategie di gestione, ovvero per accrescere l'efficienza del mercato del controllo societario (nella misura in cui tali obiettivi siano effettivamente perseguiti dall'ordinamento giuridico).

e) Infine, mette conto di osservare come, nonostante il fenomeno descritto registri una diffusione globale, la distribuzione delle operazioni nei diversi ordinamenti giuridici non appare uniforme. Molti degli episodi esaminati (e la grande maggioranza di quelli riconducibili alla categoria di cui al par. 2) hanno avuto come teatro i mercati finanziari di paesi anglosassoni, caratterizzati da più significativo "attivismo" di investitori istituzionali ⁽¹⁰⁷⁾ e maggiore apertura al ricambio del controllo per via della dispersione dell'azionariato ⁽¹⁰⁸⁾. Assai minore, invece – con l'eccezione di pochi casi eclatanti – risulta la diffusione delle iniziative in esame nell'Europa Continentale, dove le diverse strategie utilizzate dagli

¹⁰⁶ L'unica situazione, tra quelle esaminate, in cui i risvolti finanziari dell'operazione non appaiono significativi appare quella dell'utilizzo di derivati per ostacolare l'uscita dal mercato di una società quotata, per esempio impedendo il raggiungimento delle percentuali che consentano al socio di controllo di esercitare diritti di acquisto nei confronti delle minoranze rimaste (cfr. *supra* par. 4).

¹⁰⁷ Cfr. *supra*, nt. 12-13 e testo corrispondente.

¹⁰⁸ Su questa caratteristica dei mercati anglosassoni cfr. per tutti R. LA PORTA E AA., *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, p. 471 ss.; M. BECHT - C. MAYER, *Introduction*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di F. Barca e M. Becht, Oxford, 2001, p. 1 ss.; AA. VV., *Diritto societario comparato*, trad. it. a cura di L. Enriques, Bologna, 2004, p. 202 s.

investitori istituzionali e la frequente presenza di azionisti di controllo ne rende meno frequente e più difficoltoso l'impiego.

Anche tale evidenza dovrà essere tenuta in adeguato conto nella calibrazione dei rimedi da apportare nei confronti di tecniche ritenute nocive sotto il profilo del funzionamento degli organi societari degli emittenti e dello stesso mercato delle azioni quotate.

CAPITOLO 3

Derivati azionari, partecipazioni sintetiche e strategie di “proprietà occulta” nella disciplina vigente

SOMMARIO: 1. Premessa. – SEZIONE I: Derivati azionari e proprietà occulta nella disciplina della trasparenza degli assetti proprietari: il modello statunitense ed europeo a confronto. – 2. *Equity swaps* e partecipazioni sintetiche nella riflessione giuridica nordamericana. – 3. I derivati *cash-settled* nella disciplina comunitaria sulla trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate. – 3.1. La direttiva *Transparency* non mira alla trasparenza degli investimenti “puramente economici” negli emittenti quotati. – 3.2. La direttiva *Transparency* non pone obblighi di comunicazione in capo a chi sia in grado di influenzare l’esercizio del voto da parte del suo titolare, in assenza di accordo con questi. – 3.3. La direttiva *Transparency* non impone la comunicazione delle posizioni “lunghe” in contratti derivati con regolamento in contanti *sub specie* di “partecipazioni potenziali”. – SEZIONE II: I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari. – 4. I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari. – 5. Tra proprietà “sostanziale” e proprietà “economica”: il concetto di «partecipazione» nella disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari. «Partecipazione» in relazione alla disponibilità del diritto di voto ... - 5.1. (*segue*): ... e «partecipazione» in relazione a indici *diversi* dalla disponibilità del diritto di voto. – 5.2. (*segue*): La disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti non mira alla trasparenza degli investimenti “puramente economici”, incluse le partecipazioni sintetiche da contratti derivati. – 6. Le partecipazioni sintetiche non costituiscono neppure partecipazioni potenziali *ex art.* 119 reg. em. – 7. Non «partecipa», in via diretta, nell’emittente il titolare di una posizione “lunga” in grado di orientare l’esercizio del voto spettante alla controparte. – 8. Partecipazione sintetica e influenza sul voto come ipotesi di partecipazione indiretta nell’emittente. Il concetto di partecipazione indiretta nell’art. 118, comma 3, reg. em. – 8.1. (*segue*): Conseguenze derivanti dall’adesione all’interpretazione “intermedia” in materia di partecipazione indiretta. – 8.2. (*segue*): Le partecipazioni sintetiche collegate a derivati *cash-settled* non costituiscono, quindi, di regola, «partecipazioni indirette». Il problema dell’influenza sull’esercizio del voto. – 8.3. (*segue*): Il problema della cessione del sottostante dopo lo scioglimento del contratto derivato: in presenza di una clausola di *averaging-out* ... - 8.4. (*segue*): ... in assenza di clausola di *averaging-out*. – 9. Considerazioni di sintesi. – SEZIONE III: Ancora sui derivati azionari nella disciplina degli assetti proprietari, alla luce dell’inquadramento civilistico degli schemi di “proprietà occulta”. – 10. Patto fiduciario collegato a contratto derivato *cash-settled*. – 11. Simulazione del contratto derivato *cash-settled*. – 12. La trasparenza dei contratti derivati *cash-settled* attraverso il ricorso a categorie antielusive generali. Valutazione della causa concreta dei contratti, tra negozio indiretto e causa illecita. – 13. Derivati come contratti in frode alla legge. – 14. Considerazioni di sintesi. – SEZIONE IV: “Proprietà occulta” e patti parasociali. – 15. Contratti derivati *cash-settled* e patti parasociali. In particolare, la questione dell’influenza sul voto. – 15.1. (*segue*): Forme non “contrattualizzate” di influenza sul voto. – 16. La questione dell’acquisto delle azioni sottostanti. Dai derivati con consegna *fisica* del sottostante ... - 17. (*segue*): ... ai derivati *cash-settled*. – 17.1 Derivati *cash-settled* e “attivismo” societario. – 17.2. Derivati *cash-settled* e offerte pubbliche d’acquisto (non obbligatorie). – 18. Considerazioni di sintesi. – SEZIONE V: “Proprietà occulta” e disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto obbligatoria. – 19. Derivati e opa obbligatoria tra partecipazione indiretta e azione di concerto. – 20. Configurabilità delle partecipazioni sintetiche acquisite tramite derivati alla stregua di «partecipazioni indirette» ai sensi dell’art. 105 t.u.f. – 21. “Proprietà occulta” e acquisti di concerto. – 21.1. Azione di concerto attraverso patti parasociali. – 22. La “clausola generale” di azione di concerto: tra «cooperazione» e accordo». – 23. Conseguenze in materia di contratti derivati. – 24. Conclusioni.

1. *Premessa.* – Nel presente capitolo, le fattispecie descritte in precedenza – e complessivamente ricondotte al fenomeno della “proprietà occulta” – sono esaminate e inquadrate con la lente degli istituti e delle categorie del diritto vigente.

Si tratta, più specificamente, di verificare se e in quale misura l’impiego di derivati azionari nel quadro di strategie di *hidden ownership* si ponga in contrasto con interessi di carattere generale protetti dall’ordinamento e debba pertanto essere sanzionato o corretto – attraverso rimedi di natura civilistica ovvero propri del diritto societario e dei mercati finanziari – nell’alveo di norme imperative che tutelano tali interessi.

Il capitolo si concentra in prevalenza sull’inquadramento delle fattispecie in questione nel diritto italiano. La trattazione è preceduta da una breve analisi comparatistica, che illustra sinteticamente il dibattito sul regime applicabile alle fattispecie di “proprietà occulta” nel principale ordinamento non comunitario in cui il problema è stato esaminato, quello degli Stati Uniti (par. 2). Subito appresso, si passerà ad analizzare il problema nella prospettiva del diritto comunitario dei mercati finanziari (par. 3 e seguenti).

Nella seconda sezione del capitolo, il problema oggetto di studio viene esaminato dall’angolo visuale della disciplina italiana sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti: si cerca di dimostrare come la partecipazione, sul lato “lungo”, a un contratto derivato azionario regolato in contanti non comporti, di per sé, l’obbligo di comunicare tale posizione all’autorità di vigilanza e al mercato, neppure quando il numero di azioni sottostante il derivato superi le soglie di rilevanza stabilite dalla normativa in questione.

Nella terza sezione del capitolo, si indaga se a una diversa conclusione – sempre sul fronte della vigente disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti – sia possibile pervenire considerando (non la semplice partecipazione a un contratto derivato, bensì) l’utilizzo di tali contratti nel contesto di un’operazione basata su strategie di c.d. *hidden ownership*: ciò con particolare riferimento alla possibilità di ricondurre tali operazioni a schemi di carattere fiduciario, simulatorio, ovvero a negozi indiretti (con causa illecita) e a contratti in frode alla legge. L’analisi svolta in tale sezione mostrerà come, in dipendenza da accertamenti fattuali di estrema complessità, la causa concreta dei contratti derivati potrà essere riqualificata (ovvero reinterpreta in chiave fraudolenta) sì da determinare, in taluni casi, l’applicazione delle norme sulla trasparenza proprietaria.

Nella quarta sezione, il medesimo tema è esaminato dall’angolo visuale della disciplina dei patti parasociali. Anche in questo caso, si tenterà di sostenere che i derivati conclusi nell’ambito di strategie di “proprietà occulta” possano occasionalmente qualificarsi come patti parasociali di voto, ovvero patti aventi ad oggetto l’acquisto di azioni o relativi a un’offerta pubblica di acquisto, ma anche in tali casi ricorrendo a prove presuntive problematiche nell’ottica dell’efficacia dell’attività di *enforcement*, nonché della prevedibilità delle potenziali sanzioni da parte degli investitori.

La quinta sezione analizza, più limitatamente, il regime applicabile alle strategie di proprietà occulta impiegate per eludere le norme che disciplinano l’offerta pubblica di

acquisto obbligatoria. Tali fattispecie sono analizzate, in particolare, alla luce delle recenti modifiche intervenute alla disciplina dell'azione di concerto.

Nelle conclusioni si evidenzia la complessità dell'analisi fattuale necessaria per inquadrare le fattispecie studiate in questo lavoro e si introduce l'opportunità di valutare la previsione di limitati obblighi di preventiva *disclosure* sì da migliorare il livello e la qualità dell'informazione al pubblico sugli assetti proprietari degli emittenti quotati, pur considerando adeguatamente, in funzione del benessere complessivo, l'interesse a tutelare l'autonomia privata degli investitori e delle loro scelte di investimento, nonché evitare l'eliminazione dei benefici che le operazioni di proprietà occulta possono, in alcuni casi, arrecare agli azionisti.

SEZIONE I. – Derivati azionari e “proprietà occulta” nella disciplina della trasparenza degli assetti proprietari: il modello statunitense ed europeo a confronto.

2. *La trasparenza delle partecipazioni sintetiche nella recente giurisprudenza nordamericana.* – Fino a una recentissima modifica, la disciplina federale degli Stati Uniti in tema di trasparenza degli assetti proprietari non conteneva riferimenti ai derivati azionari. Da pochi anni, tuttavia, la giurisprudenza aveva ricostruito, a partire dalle norme vigenti, l'esistenza di un obbligo di comunicazione al pubblico in capo a chi possieda partecipazioni sintetiche in misura rilevante, come di seguito brevemente si illustra.

Ai sensi della *Section 13(d)* del *Securities Exchange Act* del 1934, è obbligato a comunicare la partecipazione rilevante il soggetto che, anche in concerto con altri, abbia acquistato la «beneficial ownership» di una partecipazione superiore al cinque per cento di azioni con diritto di voto ⁽¹⁾.

La definizione del concetto di *beneficial ownership* è rimesso alla disciplina di attuazione dettata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC). Secondo la *SEC Rule 13d-3(a)*, la titolarità di *beneficial ownership* rispetto a una partecipazione azionaria deve essere riconosciuta in capo a chiunque, anche indirettamente e per il tramite di accordi con terzi ⁽²⁾, risulti in grado di esercitare «voting power» o «investment power» sulle azioni in questione. Il primo comprende il “potere” ⁽³⁾ di esercitare il voto, o condizionarne - «to

¹ Cfr. 15 U.S.C. §78m(d)(1). È significativo osservare che la *Sec. 13(d)* non richiede soltanto la *disclosure* dell'identità dell'investitore tenuto alla comunicazione, bensì, tra l'altro anche la provenienza e l'ammontare delle risorse finanziarie utilizzate per l'acquisto delle azioni, le ragioni che hanno condotto all'acquisto e le intenzioni («plans») dell'investitore rispetto alla società partecipata. Cfr., oltre alla medesima *Sec. 13(d)*, il modello di comunicazione riportato nella *Schedule 13D*, Item 4 (17 C.F.R. § 240.13d-101, Item 4).

² Testualmente: «directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise» (cfr. *Rule 13d-3(a)*, 17 C.F.R. § 240.13d-3).

³ Come meglio si chiarirà subito appresso, il termine «power» deve essere inteso in un'accezione marcatamente *fattuale*: senza, cioè, che esso presupponga anche il *diritto* a ottenere la situazione giuridica che costituisce l'effetto dell'esercizio di quel potere, e senza le implicazioni che sono riconosciute al termine

direct» - l'esercizio da parte di terzi; l'esercizio di «investment power» è inteso come il «potere» di disporre o di condizionare la cessione delle azioni (4).

Nonostante la SEC avesse offerto, in passato, un'interpretazione restrittiva della definizione di *beneficial ownership*, la Corte Federale del *Southern District* dello stato di New York ha affermato che tale fattispecie è 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* (5).

La Corte ha fatto applicazione di questo principio nel decidere sulla controversia innescata dall'iniziativa «attivista» di un gruppo di fondi speculativi nei confronti del *management* della società di ferrovie CSX Corp. Come accennato nel precedente capitolo (6), i fondi in questione avevano accumulato una ingente partecipazione sintetica attraverso la conclusione *equity swaps* con alcune banche d'investimento. Forti di tale esposizione nei confronti della società, gli *inurgents* avevano preso contatti con gli amministratori di CSX per avanzare istanze di rinnovamento nel governo della società e nelle sue strategie di gestione; nel fare ciò, i fondi avevano fatto intendere di essere in grado di entrare rapidamente in possesso di un ingente quantitativo di azioni, rispetto al quale, tuttavia, non avevano effettuato alcuna dichiarazione al pubblico.

Nell'applicare la propria interpretazione estensiva della *Section 13(d)*, la Corte ha preso in esame entrambi i presupposti della fattispecie di *beneficial ownership* divisa dalla norma.

In primo luogo, il giudicante ha affrontato la questione del possibile condizionamento occulto del potere di disporre delle azioni (eventualmente) acquistate dalle controparti «corte» dei fondi con finalità di copertura (7). Sul punto, si è affermata la necessità di prescindere dalla dimostrazione dell'esistenza di un accordo in relazione alla cessione di tali azioni. In particolare – si è ritenuto – se anche un accordo può occasionalmente

«potere» nella nostra civilistica (segnatamente, l'esercizio di una prerogativa finalizzata alla tutela dell'interesse di un terzo).

⁴ *Ibid.*

⁵ CSX Corp. v. The Children Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F. Supp. 2d 511, 539-548 (2008), nel seguito CSX v. TCI, poi confermata in appello da CSX Corp. v. Children's Inv. Fund Mgmt (UK) LLP, 292 Fed. Appx. 133 (2008). La Corte distrettuale, in particolare, ha affermato che l'interpretazione della definizione di *beneficial ownership* deve concentrarsi «on substance rather than on form or on the legally enforceable rights of the putative beneficial owner» (CSX v. TCI, p. 540).

Per un commento alle sentenze in questione cfr. D. BERTACCINI, *To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes*, in 31 *Cardozo L. Rev.*, 2009, p. 267 ss.; B.T. SULLIVAN, *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, in 87 *N.C. L. Rev.*, 2009, p. 1300 ss.; S.M. DONAHUE, *Lessons Learned From CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposals for Reform*, in 4 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2010, p. 221 ss.

⁶ A tale episodio si è già accennato nel capitolo precedente e ad esso si rinvia per una descrizione analitica dei fatti.

⁷ Si noti che in giudizio non si è raggiunta la piena dimostrazione circa il fatto che gli *equity swap* sottoscritti tra i fondi di investimento e le banche d'affari fossero stati realmente accompagnati da un corrispondente acquisto di azioni da parte di questi ultimi.

intervenire, la relazione di affari, gli incentivi economici e le reciproche aspettative tra le parti conducono naturalmente la parte in posizione “corta” ad assecondare, attraverso l’esercizio del voto, i *desiderata* della propria controparte, cedendogli le azioni in seguito allo scioglimento consensuale del contratto ⁽⁸⁾.

Analoga riflessione è stata condotta sul fronte del condizionamento dell’esercizio del voto spettante alle controparti “corte” sulle azioni di copertura. Invero, anche in assenza di prova circa la conclusione di accordi aventi ad oggetto il voto, il giudice ha ritenuto sufficiente la mera esistenza di «patterns of behavior» tali da rendere prevedibile, da parte dell’investitore in posizione lunga, il modo in cui la sua controparte eserciterà il voto in assemblea ⁽⁹⁾. In sostanza, come nel caso del potere di disposizione, non rileva tanto la dimostrazione dell’*effettivo* controllo del voto, quanto la capacità di prevedere realisticamente in che modo esso sarà esercitato.

Simile orientamento giurisprudenziale, così radicalmente improntato a un principio di prevalenza della sostanza sulla forma, è probabilmente giustificabile alla luce dell’*iter* decisionale seguito nel caso concerto. Infatti, dopo aver condotto la propria disamina, la Corte ha ritenuto in definitiva superflua la qualificazione del caso di specie entro lo schema della *beneficial ownership*: i fondi di investimento, infatti, sono stati ritenuti in violazione dell’obbligo di comunicazione della partecipazione rilevante indirettamente acquistata sulla base di una (diversa) norma che proibisce il ricorso ad artifici e schemi negoziali («devices») finalizzati ad aggirare gli obblighi di *disclosure* ⁽¹⁰⁾.

In conclusione, la riqualificazione delle partecipazioni sintetiche come *beneficial ownership* di azioni è avvenuta nel corso di un’argomentazione *obiter dicta*. Tuttavia, si è presto creata l’aspettativa che tale lettura “sostanzialista” della *Section 13(d)* potrà essere replicata da altri tribunali ⁽¹¹⁾. Anche per tale ragione, la sentenza ha suscitato un dibattito piuttosto animato.

Alcuni commentatori – tra cui, inizialmente, la stessa SEC ⁽¹²⁾ – hanno sollevato serie perplessità circa la coerenza dell’orientamento espresso nella sentenza CSX con la

⁸ Secondo la Corte, «it is quite clear that TCI [*i.e. la parte “lunga”*] significantly influenced the banks to purchase the [target] shares that constituted their hedges because the banks [*i.e. le parti corte*], as a practical matter and as TCI both knew and desired, were compelled to do so» (cfr. CSX v. TCI, p. 540).

⁹ *Ibid.*, p. 545.

¹⁰ Cfr. La SEC Rule 13d-3(b). E v. CSX v. TCI, p. 549 ss.

¹¹ Cfr., ad es., la memoria depositata dalla principale associazione di categoria degli operatori su derivati (anche azionari): ISDA *Amicus* Brief at 25-29, CSX v. The Children Investment Funds, 08-3016-cv, depositata avanti la Corte d’Appello federale per il Secondo Circuito in data 18 luglio 2008; v. altresì Coalition of Private Investment Companies *Amicus* Brief at 9-15, CSX v. The Children Investment Funds, 08-3016-cv (2d Cir. July 18, 2008). V. inoltre, in dottrina, S.M. DONAHUE (nt. 5), p. 221 ss.

¹² Cfr. la lettera del responsabile della Division of Corporate Finance della SEC al giudice Kaplan, estensore della sentenza CSX, in data 4 giugno 2008, depositata nel giudizio d’appello: «[a]s a general matter, economic or business incentives [...] are not sufficient to create beneficial ownership under Rule 13d-3»; un *equity swap* «in and of itself, does not confer [...] any voting power or investment power over the shares a counterparty purchases to hedge its position [notwithstanding] the presence of economic or

giurisprudenza consolidatasi intorno alla disciplina federale della trasparenza proprietaria. In particolare, sebbene si riconosca che il concetto di *beneficial ownership* si presta a un'interpretazione attenta alle circostanze fattuali piuttosto che alla veste giuridica data dalle parti alle loro intese⁽¹³⁾, 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⁽¹⁴⁾. In altri termini, il condizionamento, da parte del titolare di una partecipazione sintetica sulla sua controparte, dovrebbe poter essere dimostrato come attuale, non meramente potenziale.

In relazione al *test* prospettato dalla decisione nel caso CSX, si sono altresì messi in guardia gli interpreti nei confronti di un approccio che presuppone l'acquisto di azioni quale unico strumento di copertura dal rischio assunto dall'intermediario con la stipulazione di uno *swap* (assunto in effetti errato, come si è illustrato nel precedente cap. 1). Si è, cioè, criticato l'orientamento sostanzialistico che finisce per imporre la *disclosure* delle partecipazioni sintetiche indipendentemente dalla dimostrazione che il relativo titolare possa, anche solo potenzialmente, influenzare il voto e la cessione delle azioni sottostanti il derivato⁽¹⁵⁾.

Nonostante queste critiche, il mutamento di rotta nell'interpretazione della *Section* 13(d) apportato dalla sentenza CSX è apparso consolidarsi di fronte alle "sfide" poste dall'innovazione finanziaria. L'insoddisfazione per criteri avvertiti come drastici o approssimativi si pone, peraltro, alla base delle istanze di riforma della disciplina legislativa in materia di trasparenza proprietaria⁽¹⁶⁾.

business incentives that the counterparty may have to vote the shares as the other party wishes or to dispose of the shares to the other party».

¹³ Cfr. ad es., tra i precedenti, *SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc.*, 837 F. Supp. 587, 607 (S.D.N.Y. 1993); *Calvary Holdings, Inc. v. Chandler*, 948 F.2d 59, 62-63 (1st Cir. 1991); *In re Douglas A. Kass*, Exchange Act Release No. 31046 (August 17, 1992).

¹⁴ In svariati precedenti in tema di obbligazioni convertibili, nei quali le corti hanno più volte affermato che le azioni di compendio formano oggetto di dichiarazione al pubblico soltanto quando le obbligazioni sono «presently convertible», non prima: cfr. *Levner v. Saud*, 903 F. Supp. 452, 459-462 (S.D.N.Y. 1994); *Citadel Holding Corp. v. Roven*, 26 F.3d 960 (9th Cir. 1994); *Todd Shipyards Corp. v. Madison Fund, Inc.*, 547 F. Supp. 1383, 1390-1391 (S.D.N.Y. 1982); *T-Bar v. Chatterjee*, 693 F. Supp. 1, 6-7 (S.D.N.Y. 1988). Anzi, le corti hanno altresì ritenuto che le mere aspettative relative all'acquisto di azioni, derivanti da una relazione personale o professionale, non sono qualificabili alla stregua di «contract, arrangement, understanding» ai sensi della Rule 13d-3(a): cfr. *Transcon Lines v. A.G. Becker Inc.*, 470 F. Supp. 356, 370-371 (S.D.N.Y. 1979).

¹⁵ Cfr. in argomento, oltre ai commentatori citati alla nt. 11, S.M. DONAHUE (nt. 5), p. 248. La questione dell'opportunità di una *disclosure* di partecipazioni "puramente economiche" (che non attribuiscono, cioè, al titolare alcuna effettiva influenza sulle decisioni assembleari) è affrontata a fondo nel capitolo che segue.

¹⁶ Cfr. tra gli altri S.M. DONAHUE (nt. 5), p. 250 ss.; D. BERTACCHINI (nt. 5), p. 291. La stessa SEC, dopo aver mutato avviso circa il trattamento dei derivati ai fini della trasparenza proprietaria, ha in più occasioni incoraggiato una riforma della *Section* 13(d) nell'ambito di una riforma della disciplina dei derivati negoziati *over the counter*.

E così, recentemente, con il c.d. *Dodd-Frank Act* del 2010, contenente una corposa riforma della disciplina dei mercati finanziari in seguito alla crisi finanziaria, il legislatore federale è intervenuto a modificare la stessa *Section 13(d)* del *Securities Exchange Act*. In particolare, è stato introdotto un obbligo di comunicazione al pubblico della *beneficial ownership* di azioni possedute attraverso derivati azionari, in conformità alle norme che saranno stabilite dalla SEC (17).

3. *I derivati cash-settled nella disciplina comunitaria sulla trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate.* – Ben diverso è il quadro offerto dalla disciplina comunitaria. È da ritenersi, infatti, in base alle norme in materia di trasparenza degli assetti proprietari nelle società quotate, oggi contenute nella c.d. direttiva *Transparency* (18), non ricolleghino alcun obbligo di comunicazione al pubblico in conseguenza della sottoscrizione di contratti derivati azionari regolati in contanti, quand'anche le partecipazioni sintetiche per tale mezzo acquisite siano funzionali all'attuazione di una delle strategie di "proprietà occulta" illustrate nel capitolo 2.

Nei successivi paragrafi si tenterà di dimostrare, più in particolare, che le norme comunitarie:

¹⁷ Per un primo commento in relazione a tale modifica, cfr. AA.VV., *Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'. La SEC, peraltro, non ha ancora provveduto all'emanazione delle norme attuative.

¹⁸ Cfr. la direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, in G.U.U.E. L 390/38 del 31 dicembre 2004 (di poi, dir. tr.: cfr. in particolare il Capo III, Sezione I: artt. 9-16). La direttiva, per la parte che qui interessa, è stata attuata, nel quadro della c.d. procedura Lamfalussy, dalla direttiva 2007/14/EC della Commissione dell'8 marzo 2007, in G.U.U.E. L 69/27 del 9 marzo 2007. Per un inquadramento di tali direttive, con riferimento al tema degli assetti proprietari, cfr. tra gli altri N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008, p. 170 ss.; M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Disclosure*, in 15 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, p. 127 ss.; E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004, p. 137 ss.; L. ENRIQUES - M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, 2007, sul sito 'www.ssrn.com'. Cfr. Anche l'analisi del *Committee of European Securities Regulators (CESR, ora ESMA)*, *CESR's Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive*, sul sito 'www.esma.europa.eu'. Sul recepimento di tali direttive da parte degli stati membri, cfr. il documento della Commissione delle Comunità Europee, *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose Securities are admitted on a regulated market* (SEC(2008) 3033), 2008, disponibile sul sito 'www.europa.eu'; EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP (ESME), *First Report of ESME on the Transparency Directive*, 2007, sul sito 'ec.europa.eu/internal_market'; D. FISCHER-APPELT, *Implementation of the Transparency Directive – Room for Variation Across the EEA*, in 2 *C.M.L.J.*, 2007, p. 133 ss.; e, più recentemente, la relazione che si legge in COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato*, SEC(2010)611, 2010, disponibile sul sito 'www.europa.eu'.

(i) non impongono di comunicare al pubblico la mera “*proprietà economica*” delle azioni, da intendersi quale investimento puramente finanziario che riproduca i flussi di cassa di una partecipazione azionaria, ma non comporti la partecipazione al contratto sociale (cfr. *supra*, cap. 1, sez. I);

(ii) non sanciscono obblighi di *disclosure* qualora l’investitore che abbia sottoscritto un derivato in posizione “lunga” sia in grado di esercitare, *solo in via di fatto*, un’influenza sul voto spettante alla sua controparte in relazione alle azioni che quest’ultima abbia acquistato a scopo di copertura;

(iii) neppure richiedono che il medesimo investitore renda noto al pubblico di essere in grado di acquistare le azioni di copertura una volta che il contratto derivato in essere con la controparte sia stato risolto, salvo che l’investitore stesso non vanti *un diritto* a tale acquisto, consacrato in un accordo vincolante tra le parti.

3.1. *La direttiva Transparency non mira alla trasparenza degli investimenti “puramente economici” negli emittenti quotati.* – Innanzitutto, si deve escludere che la disciplina comunitaria degli assetti proprietari imponga di dichiarare all’emittente e al pubblico la titolarità di investimenti azionari “sintetici”: di investimenti, cioè, che riproducano i flussi e i ritorni finanziari di una partecipazione azionaria senza comportare il possesso diretto di alcuna azione (cfr. cap. 1).

Occorre infatti chiarire che gli obblighi di *disclosure* previsti dalla direttiva *Transparency* non prendono in considerazione, in generale, gli *investimenti rilevanti* realizzati nelle società quotate europee, bensì sono diretti ad individuare – per riprendere la dizione volutamente generica di un *considerandum* della direttiva – le «modifiche nell’assetto dei *diritti di voto*»¹⁹. Questa scelta – le cui ragioni saranno analizzate in dettaglio nel capitolo 4 – emerge con chiarezza dal testo della direttiva²⁰, con il conforto dei lavori preparatori.

¹⁹ Cfr. consid. n. 18 dir. tr.. Conforme l’interpretazione del CESR (nt. 1), p. 29: «irrespective of how one can interpret Articles 9 and 10, it is not the intention of the Transparency Directive to change the acquis which imposed notification obligations on shareholders in respect of changes in their “holdings” of voting rights».

²⁰ I *consideranda* della direttiva collegano l’obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti alla finalità di individuare gli assetti del voto, ma affiancandolo in più punti a riferimenti meno univoci: il consid. n. 2, ad esempio, riferisce gli obblighi informativi, oltre alle “persone fisiche o giuridiche che detengono *diritti di voto* o strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisire azioni esistenti con diritto di voto”, anche, più generalmente, a “*gli azionisti*”: quindi anche i titolari di azioni eventualmente prive dall’origine o temporaneamente del diritto di voto. Similmente, il già citato consid. n. 18, nell’espone le finalità della comunicazione al pubblico delle partecipazioni rilevanti, precisa che “[d]ette informazioni dovrebbero consentire agli investitori di acquisire o cedere azioni essendo pienamente consapevoli delle modifiche nell’assetto dei *diritti di voto*; esse dovrebbero inoltre rafforzare l’efficacia del controllo degli emittenti di azioni e migliorare la trasparenza globale del mercato rispetto ad importanti *movimenti di capitali*”: lasciando quindi supporre che la comunicazione delle partecipazioni rilevanti sia *anche* finalizzata a conoscere la “*proprietà economica*” delle società, oltre alla titolarità dei diritti di voto.

Invero, l'originaria proposta della Commissione, in parziale continuità con una disposizione già prevista nella abrogata direttiva sulle partecipazioni rilevanti ⁽²¹⁾, parametrava gli obblighi di comunicazione rispetto al *capitale sociale* dell'emittente, indipendentemente dalla quota di diritti di voto riferibili all'investitore ⁽²²⁾: in tal modo, secondo le intenzioni originarie della Commissione, si sarebbe potuta "tracciare", oltre alla proprietà del capitale votante, anche la "proprietà economica" delle azioni di una società quotata. La proposta venne tuttavia accantonata nel seguito dei lavori.

Il legislatore comunitario ha operato, quindi, una scelta in favore di un sistema di *disclosure* esclusivamente incentrato sull'obiettivo di individuare la titolarità *dei diritti di voto*.

L'articolato della direttiva riflette coerentemente questo intento. In primo luogo, l'art. 9.1 dir. tr. limita l'obbligo di «notifica dell'acquisizione o della cessione di partecipazioni rilevanti» agli azionisti che acquistino o cedano azioni «che conferiscono diritti di voto». Inoltre, le stesse soglie di rilevanza devono essere calcolate «in base a tutte le azioni che conferiscono diritti di voto». L'art. 10 conferma indirettamente le medesime finalità, essendo interamente dedicato alle ipotesi di disponibilità del diritto di voto da parte di soggetti che non siano anche possessori delle azioni sottostanti. Infine, l'art. 13 estende gli obblighi di *disclosure* anche in capo ai possessori di strumenti che conferiscono il diritto di acquistare azioni, con limitazione, però, alle azioni munite di diritto di voto. Le azioni che non conferiscono tale diritto ⁽²³⁾, in sostanza, sono sistematicamente escluse dal perimetro di applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Un secondo gruppo di norme della direttiva *Transparency* conferma, *a contrario*, che l'interesse del legislatore comunitario non si concentra (almeno primariamente) sulla trasparenza dei "movimenti di capitale" intorno alle azioni di una società quotata, quando siano assenti rischi di influenza sull'assemblea e, più in generale, sul "governo" della società: si tratta delle esenzioni dagli obblighi di comunicazione che riguardano, tra gli altri, coloro che acquistano o cedono una partecipazione a esclusivi fini «di compensazione e regolamento» (art. 9.4 dir. tr.), i *market makers* in possesso di

²¹ Direttiva 88/627/CEE del Consiglio del 12 dicembre 1988, in G.U.C.E., L 348/62, 1988: in particolare, l'art. 4, par. 1, ultimo comma prevedeva che «[g]li Stati membri possono inoltre prevedere che l'informazione [...] [sulle partecipazioni rilevanti] debba avvenire anche in relazione alla percentuale del capitale detenuto da una persona fisica o un ente giuridico». Cfr. in proposito, anche per riferimenti, N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002, p. 166 ss.

²² Cfr. COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the Harmonisation of Transparency Requirements with Requirements with Regard to Information About Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market* (COM(2003) 138), 2003, sul sito 'www.europa.eu', p. 43. Cfr. anche M.C. SCHOUTEN (nt. 18), p. 11.

²³ Più precisamente – sulla base di una lettura coordinata delle varie disposizioni della direttiva *transparency* (cfr. in particolare la definizione di "azionista" contenuta nell'art. 2 e gli obblighi di "notifica" di cui all'art. 9.1) – per azioni che non conferiscono il diritto di voto occorre avere riguardo al profilo oggettivo (deve trattarsi, cioè, di azioni che sono prive di voto per disposizione legislativa o statutaria), laddove invece è di norma tenuto alla comunicazione della partecipazione rilevante il possessore di azioni che conferiscono il voto, anche laddove questo diritto sia attribuito a terzi soggetti. V. *amplius infra*, par. 3.1.

partecipazioni inferiori al 5 per cento, purché non esercitino influenza sull'emittente (art. 9.5), le imprese di investimento e le banche che posseggano, nei loro *trading books*, azioni di società quotate, purché si tratti di partecipazioni che conferiscano diritti di voto inferiori al 5 per cento, in ogni caso non esercitati per intervenire nella gestione dell'emittente (art. 9.6)⁽²⁴⁾. L'interesse sotteso a queste esenzioni è di evitare ai soggetti obbligati eccessivi e troppo frequenti oneri di comunicazione a fronte di partecipazioni detenute solo per breve periodo e con finalità diverse dall'influenza sulla gestione degli emittenti ⁽²⁵⁾. È peraltro evidente come le esenzioni in questione sarebbero inopportune qualora la direttiva perseguisse l'obiettivo di tracciare i movimenti rilevanti di capitale aventi ad oggetto le azioni dell'emittente, indipendentemente dall'influenza sugli assetti di voto.

Così circoscritto, il perimetro degli obblighi di comunicazione al pubblico consente bensì, occasionalmente, il controllo del pubblico sugli investimenti di mera rilevanza economica effettuati su azioni quotate (ciò che avviene attraverso la tracciabilità dei possessori di azioni con diritto di voto): con la precisazione, però, che si tratta soltanto di un *effetto riflesso* della disciplina in questione, non già di una delle finalità da essa perseguite ⁽²⁶⁾. Ed infatti, gli obblighi stabiliti dalle norme comunitarie non consentono di tracciare un quadro esauriente della dimensione e della titolarità degli investimenti (in senso lato) che si concentrano intorno agli emittenti quotati, sia perché – come veduto – gli investitori che possiedano *azioni* prive del diritto di voto non sono tenuti a dichiarare la propria posizione, sia soprattutto perché non lo sono coloro che abbiano effettuato un investimento *di natura sintetica* (cioè non attributivo di una partecipazione societaria)⁽²⁷⁾.

3.2. *La direttiva Transparency non pone obblighi di comunicazione in capo a chi sia in grado di influenzare l'esercizio del voto da parte del suo titolare, in assenza di accordo con questi.* – Accertato che la disciplina comunitaria sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti si concentra primariamente sulla trasparenza del voto, non (genericamente) sulla trasparenza degli investimenti economici concentrati sugli emittenti quotati, occorre indagare se la titolarità di partecipazioni puramente sintetiche debba essere comunicata qualora tale genere di investimento consenta al relativo titolare, controparte “lunga” di un derivato azionario, di influenzare l'esercizio del voto spettante alla controparte che abbia coperto il rischio collegato alla propria posizione acquistando le azioni sottostanti il derivato.

²⁴ Si tratta, nell'ultimo caso, di un'esclusione di tipo facoltativo, rimessa alla discrezionalità degli stati membri.

²⁵ Cfr. consid. n. 20 dir. tr.. Con chiarezza sul punto, v. anche N. MOLONEY (nt. 18), p. 196.

²⁶ In questo senso può forse leggersi il riferimento alla trasparenza dei movimenti di capitali contenuto nel consid. n. 18 della direttiva *transparency*: non si tratta di un obiettivo primario perseguito dalla direttiva, bensì di uno degli effetti che consegue, sia pure in modo incompleto (di qui, forse, l'uso del termine “migliorare”), dall'imposizione della trasparenza degli assetti di voto nelle società quotate. In senso conforme cfr. ESME (nt. 18), p. 2. In senso contrario parrebbe invece M.C. SCHOUTEN (nt. 18), p. 11, nt. 45.

²⁷ Sul punto si tornerà meglio *infra*, parr. 3.2 e 3.3.

Come si è veduto in precedenza, tale *influenza* – peraltro solo eventuale – può rivestire forme ed intensità diverse ⁽²⁸⁾. Nella versione più “forte”, l’influenza dell’investitore “sintetico” sulla propria controparte trova fonte in un accordo (accessorio rispetto al contratto derivato, e nella maggior parte dei casi verbale o tacito), con cui le parti disciplinano l’esercizio dei diritti di voto spettanti in relazione ai titoli di copertura acquistati dalla parte “corta”, la quale acconsente ad eseguire le direttive impartite dalla controparte. Qualora simile accordo manchi, la parte “corta” – tipicamente, un intermediario finanziario incline a consolidare una relazione d’affari con il proprio cliente – può assecondare i (noti o prevedibili) orientamenti di quest’ultimo, votando di conseguenza: questa è la forma intermedia di influenza sul voto. Nella forma più debole di influenza, infine, il medesimo intermediario finanziario si astiene dal voto, spesso in ottemperanza a *policies* interne: l’effetto è quello di modificare gli assetti e gli equilibri nelle votazioni assembleari della società, ciò che, in misura variabile secondo il trattamento dell’astensione negli ordinamenti giuridici di riferimento, può indirettamente consentire il perseguimento di determinate politiche di voto da parte dell’investitore “lungo”, nonostante l’assenza di qualsiasi accordo con la controparte ⁽²⁹⁾.

In dottrina si è sostenuto che la portata degli obblighi di *disclosure* previsti dalla direttiva *Transparency* si estenderebbe, nei confronti dei titolari di partecipazioni sintetiche, rispetto ad *ogni forma di influenza* sull’esercizio del voto altrui, almeno in presenza di circostanze che lascino presumere con ragionevole certezza tale influenza: tanto si evincerebbe dall’art. 10, lettera g), dir. tr., che prevede l’applicazione degli obblighi di *disclosure* a carico del soggetto per conto del quale un terzo «detiene» i diritti di voto ⁽³⁰⁾.

La tesi non convince nella misura in cui predica l’estensione degli obblighi di comunicazione a fattispecie in cui è assente qualsiasi accordo di voto tra il terzo e il soggetto asseritamente tenuto alla comunicazione. In questa luce, la “influenza” sul voto risulta il frutto di un’iniziativa spontanea del terzo o addirittura il portato della scelta di tale soggetto di non esprimere il proprio voto. Ora, sebbene la norma di cui all’art. 10(g)

²⁸ Cfr. cap. 1, par. 21 ss.

²⁹ Come veduto, tale forma di influenza – a differenza delle altre – è possibile anche in presenza di situazioni di *hedging* “a catena” (cfr. cap. 1, par. 24).

³⁰ La tesi è sostenuta da D. ZETZSCHE, *Hidden Ownership in Europe: BAFin’s Decision in Schaeffler v. Continental*, in *EBOR*, 2009, p. 115 ss., con specifico riferimento al caso Continental-Schaeffler (su cui cfr. *retro*, cap. 2). L’Autore pare ravvisare nell’art. 10(g) dir. tr. una sorta di norma antielusiva, già contenuta nella direttiva 88/627, «meant to hamper circumvention of securities law, and to counter straw man schemes». Essa troverebbe applicazione, con riferimento a derivati regolati in contanti e alle azioni di copertura, ogniqualevolta «the long party (1) bears the economic risk of the underlying shares, and (2) is capable of influencing how voting rights are exercised», con la precisazione che «a factual influence on the voting rights suffices in meeting the requirement». Secondo questa tesi, perché sussista l’obbligo di comunicazione previsto dalla direttiva, basterebbe dunque provare, anche attraverso presunzioni, che l’investitore in posizione lunga fosse in grado di esercitare in via di fatto un’influenza sull’esercizio del voto da parte dell’intermediario che ha acquistato le azioni di copertura; influenza che può concretarsi – secondo il paradigma che poc’anzi si è definito di influenza *debole* – nella mera astensione della controparte contrattuale dall’esercizio del voto rispetto alle azioni di copertura.

possa prestarsi, di primo acchito, a una lettura espansiva in chiave “antielusiva”, l’esame del contesto normativo in cui essa si colloca induce a trarre una diversa conclusione.

Per spiegarne le ragioni, occorre ricordare che i presupposti per gli obblighi di comunicazione previsti dalla direttiva *Transparency* possono essere ricondotti a tre insiemi di fattispecie individuati, rispettivamente, dagli artt. 9, 10 e 13 ⁽³¹⁾. Il primo insieme comprende fattispecie in cui il dichiarante ha la *titolarità della partecipazione* di azioni con diritto di voto (artt. 9.1 e 9.2 dir. tr.)⁽³²⁾. Nell’ottica (sopra accennata) della tracciabilità dei soggetti titolari di diritti di voto, l’obbligo di comunicazione si giustifica per il fatto che, nell’ipotesi “naturale”, titolare della partecipazione e soggetto legittimato all’esercizio del voto coincidono ⁽³³⁾. Peraltro, potendo darsi il caso di alterità fra possessore della partecipazione e soggetto legittimato al voto (ad esempio per le cause contemplate dall’art. 10), l’art. 9.1 dir. tr. trova applicazione, per ragioni facilmente intuibili ⁽³⁴⁾, anche quando il proprietario delle azioni non abbia la disponibilità giuridica del voto ⁽³⁵⁾.

Il secondo insieme contiene otto fattispecie in cui il dichiarante ha la *disponibilità del diritto di voto* disgiuntamente dalla partecipazione sottostante ⁽³⁶⁾. L’*incipit* dell’art. 10 impone un’interpretazione restrittiva: tali fattispecie, infatti, debbono essere circoscritte ai casi in cui un soggetto «*ha diritto* ad acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto»; deve quindi trattarsi di una situazione soggettiva giuridicamente protetta (di fonte legale o

³¹ Cfr. CESR (nt. 18), p. 28.

³² Si deve qui avere riguardo alla definizione di “azionista”, contenuta nell’art. 2.1(e) dir. tr. In particolare, l’azionista è definito come il soggetto che, alternativamente, “detiene” azioni in nome e per conto proprio, ovvero in nome proprio ma per conto di terzi, ovvero ancora “detiene” certificati di deposito relativi ad azioni.

³³ Occorre prescindere, mentre si esamina la disciplina comunitaria, dalle tassonomie tipiche del nostro diritto cartolare: sia per colpire la sostanza del fenomeno, sia per astrarsi dalle specificità giuridiche proprie dei singoli ordinamenti, la direttiva adotta un linguaggio atecnico, equiparando tra loro situazioni giuridiche differenti (nel caso che ci occupa, la titolarità del diritto di voto e la legittimazione al suo esercizio).

³⁴ Tale regola, a ben guardare, non contraddice il veduto principio per cui l’individuazione degli assetti di voto costituisce il fulcro della disciplina in esame. Al contrario, la ragione del duplice obbligo di notifica può variamente rinvenirsi tanto nel frequente carattere temporaneo della dissociazione tra azione e voto, quanto – anche laddove così non sia – nel fatto che il proprietario delle azioni rimane il soggetto nell’interesse del quale il voto deve essere esercitato (si pensi ai casi di dissociazione nel quadro di rapporti di usufrutto o di garanzia): in entrambi i casi, nonostante la dissociazione, il proprietario rimane pur sempre il soggetto “di riferimento” per la partecipazione. Considerazioni analoghe sono state svolte con riferimento alla disciplina italiana: cfr. *infra*, par. 5.1 e 5.2.

³⁵ Lo chiarisce l’*incipit* dell’art. 10 che, estendendo l’obbligo di comunicazione «anche» ai soggetti che siano titolari del voto ma non della partecipazione sottostante.

³⁶ Poiché la direttiva in commento definisce criteri di minima armonizzazione, tale elenco è suscettibile di arricchirsi di ulteriori fattispecie in sede di recepimento a opera degli stati membri.

negoziale), non di una semplice disponibilità *di fatto* del voto, priva di rilevanza obbligatoria ⁽³⁷⁾.

Orbene, soprassedendo (solo per il momento) sul terzo insieme di fattispecie (partecipazioni potenziali: cfr. art. 13 dir. tr.), dall'esame dei due precedenti si trae il quadro di una disciplina modellata su un compromesso: l'obiettivo di individuare i centri di influenza sull'assemblea e sul governo dell'emittente è conciliato con le ragioni di una individuazione rapida e incontrovertibile dei soggetti che detengono tale potere, attese le esigenze di prevedibilità e speditezza nell'*enforcement* sottostanti la disciplina in esame.

Sarebbe, invero, difficile soddisfare quest'ultima esigenza laddove l'individuazione dei centri di influenza sul governo della società richiedesse complessi accertamenti di fatto e difficoltà probatorie. L'equilibrio è quindi ritrovato sul terreno delle fattispecie in cui il potere di determinare (od orientare, o influenzare) l'esercizio del voto è consacrato, per via legale o negoziale, da un'investitura giuridica che ne consente la facile riconoscibilità sia da parte di chi è chiamato a vigilare sull'osservanza degli obblighi di *disclosure*, sia da parte degli stessi soggetti tenuti ad effettuare la comunicazione.

E così, da un lato, il criterio per individuare la "proprietà" delle azioni è rinvenuto nella *titolarità formale* ⁽³⁸⁾ delle azioni. L'«azionista» tenuto alla notifica *ex art. 9 dir. tr.*, infatti, è rigorosamente individuato (art. 2.1(e)) in base alla "detenzione" di azioni o di certificati di deposito "*a proprio nome*" (ancorché eventualmente per conto di terzi: cfr. art. 2.1(e)(ii)): si adotta, insomma, un criterio immediatamente riconoscibile dai terzi, rinunciando alla ricerca di titolarità sostanziali di difficile accertamento. Dall'altro lato – come già veduto – l'obbligo di comunicazione *ex art. 10 dir. tr.* è imposto ai soli soggetti che hanno il «diritto» (e non semplicemente il potere in via di fatto) di acquisire, cedere o esercitare il voto, e le singole fattispecie cui si ricollega l'obbligo di comunicazione appaiono individuate sulla base di elementi di fatto facilmente riscontrabili dall'esterno ⁽³⁹⁾.

³⁷ L'osservazione trova ulteriore conferma nell'art. 12.1 dir. tr. che, tra le informazioni che devono essere contenute nella «notifica» di partecipazione rilevante, include «l'identità ... della persona fisica o giuridica avente *il diritto* di esercitare i diritti di voto per conto dell'azionista» (cfr. lett. *d*)).

³⁸ Per contro, parlare di "intestazione" potrebbe risultare impreciso, sia perché il termine può essere inadatto rispetto agli ordinamenti nei quali la circolazione delle azioni non segue gli schemi cartolari propri della nostra tradizione giuridica, sia perché la definizione del termine "azionista" (art. 2.1 dir. tr.), laddove ammette che l'obbligato alla comunicazione possa detenere azioni "direttamente o indirettamente", sembra già di per sé superare la posizione degli eventuali soggetti che figurano quali meri intestatari dei titoli azionari senza avere di fatto alcuna disponibilità delle azioni.

³⁹ Più in particolare, esaminando le singole fattispecie rilevanti per la notifica *ex art. 10*, si evince che il legislatore comunitario sembra ricorrere alle certezze garantite del *principio dell'apparenza*: nella fattispecie di cui all'art. 10(c) dir. tr. è tenuto alla comunicazione il soggetto presso il quale le azioni siano *depositate a titolo di garanzia* (ed è altresì necessario che tale soggetto *dichiari* la volontà di esercitare i diritti di voto ad esse inerenti); parimenti, nella fattispecie di cui all'art. 10(f), il *deposito* delle azioni presso un soggetto non azionista determina l'obbligo di comunicazione in capo a quest'ultimo, quando non constino istruzioni specifiche degli azionisti in materia di voto; così avviene anche nella fattispecie di cui all'art. 10(h), dove l'obbligo di comunicazione è ricondotto all'esercizio (purché discrezionale) del voto in forza di una *delega*

In questo quadro, una lettura della fattispecie di cui all'art. 10(g) dir. tr. quale norma “di chiusura” in chiave genericamente antielusiva – come tale in grado di ricomprendere, secondo l'orientamento qui criticato, ogni forma di influenza esercitata da un soggetto sui diritti di voto spettanti a un terzo – appare insoddisfacente. La fattispecie in questione è infatti inserita all'interno dell'insieme che comprende i vari casi di disponibilità di percentuali rilevanti di diritti di voto, accomunati – come veduto – da un grado elevato di riconoscibilità e certezza probatoria in ordine all'esercizio del voto da parte del soggetto obbligato. E, insieme con ciascuno di questi casi, tale fattispecie condivide il presupposto contenuto nell'*incipit* dell'art. 10, secondo cui la posizione del soggetto obbligato è quella di titolare di un «diritto ad [...] esercitare i diritti di voto»: ciò che basta ad escludere la rilevanza di situazioni fattuali non azionabili o non riconosciute dall'ordinamento.

Non resta, allora, che approdare verso un'interpretazione decisamente più restrittiva, onde riconoscere all'art. 10(g) dir. tr. un ruolo coerente e armonico con le altre norme della direttiva. Più in particolare, in conformità ai principi sopra enucleati, appare corretto ritenere che la «detenzione per conto altrui» dei diritti di voto scaturisca da un assetto di interessi (di fonte non necessariamente negoziale) che: (i) riconosca al *dominus* il diritto a orientare l'esercizio del voto da parte del terzo; e (ii) possa essere identificato con relativa facilità. Ricorre in dottrina l'esempio del *trust* ⁽⁴⁰⁾, ma a questa fattispecie possono affiancarsi anche i diversi casi del mandato senza rappresentanza, dei rapporti fiduciari nei quali al soggetto cui spetta l'esercizio del voto è riconosciuta una discrezionalità di cui deve far uso nell'interesse del *dominus*, nonché nell'ambito della prestazione di servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (azioni possedute dall'intermediario nell'interesse dei clienti).

Ebbene, se questo è il (più ridotto) ambito di applicazione della fattispecie contemplata dall'art. 10(g) dir. tr., non sembra esservi spazio per la considerazione di quelle forme “non intense” di voto occulto, attraverso cui la parte “lunga” di un contratto derivato è di fatto in grado di orientare il voto esercitato dalla propria controparte *in assenza* di un accordo con questa in ordine all'esercizio del voto delle azioni di copertura: sul punto concorda, in effetti, altra parte della dottrina che – sia pure fuggacemente – ha affrontato la questione ⁽⁴¹⁾.

rilasciata dall'azionista. Alla medesima logica deve essere ricondotta la fattispecie di cui all'art. 10(e), che stabilisce una presunzione assoluta di disponibilità del voto in capo alla società controllante in relazione ai voti “detenuti” da una società controllata: in questo caso il controllo costituisce la relazione apparente da cui si deduce, *iuris et de iure*, l'esistenza di un potere di voto nell'emittente, riconducibile alla controllante.

In altri casi, la disponibilità del diritto di voto deve essere supportata dalla prova di un *accordo* tra il soggetto obbligato e il possessore dei diritti di voto: è il caso dell'art. 10(a) dir. tr. (dove si richiede che l'accordo contempli (i) l'«esercizio concertato dei diritti di voto» (ii) ai fini di adottare «una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente»); e dell'art. 10(b) (accordo «che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito» dei diritti di voto).

⁴⁰ Cfr. CESR (nt. 18), p. 33. E v. già, con riferimento all'identico riferimento nell'art. 7(1) dir. 88/627, N. MOLONEY (nt. 21), p. 174.

⁴¹ Cfr. ad es. M. SCHOUTEN (nt. 18), p. 164, che, sia pure mostrandosi critico verso un approccio “formalistico”, ritiene che la tesi criticata «does not take into account that, in practice, there can be a thin

In conclusione, delle tre forme di influenza sul voto richiamate all'inizio del paragrafo, soltanto una può, eventualmente, assumere rilievo ai fini degli artt. 9 e 10 dir. tr.: si tratta dell'influenza basata su un accordo tra le due parti del contratto derivato in ordine all'esercizio del voto inerente le azioni di copertura acquistate dalla parte "corta". In tal caso – peraltro – sarà l'accordo supplementare (*e non il derivato in sé*) a qualificarsi come «accordo» ai sensi dell'art. 10(a) dir. tr.; e tale accordo attiverà l'obbligo di comunicazione unicamente ove contempra la definizione di una «politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente»⁽⁴²⁾.

line between formal rights and de facto powers»; v. altresì D. MOERITZ, *Equity Derivatives, Economic Ownership, and Hidden Voting Power: Should We Allow People to Game Ownership Disclosure*, a p. 28 del manoscritto in corso di pubblicazione che ho consultato per cortesia dell'Autore. Una conferma indiretta dell'estraneità degli schemi di influenza "da derivato" alla norma comunitaria provengono anche dall'analisi svolta da alcune istituzioni comunitarie e nazionali: cfr., in particolare, quanto si evince dalle considerazioni dell'ESME (nt. 26), p. 6, ove si discute solo *de lege ferenda* della possibilità di estendere gli obblighi comunitari di *disclosure* alle "partecipazioni sintetiche". V. anche la ricostruzione della britannica Financial Services Authority (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference. Consultation Paper 07/20*, 2007, sul sito 'www.fsa.uk.gov', p. 14 ss., da cui si evince che nessuna norma comunitaria impone oggi la *disclosure* di "influenze di voto" legate alla conclusione di contratti derivati. Non prende invece posizione, sul punto, l'Autorità di vigilanza italiana che, nel suo *Position Paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, 2009, sul sito 'www.consob.it', riferisce solo del quadro normativo italiano e di alcuni altri paesi europei. Ulteriori conferme della correttezza della tesi esposta nel testo si traggono, *a contrario*, dal contenuto della risoluzione del Parlamento Europeo in data 23 settembre 2008, recante "Raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali, reperibile sul sito 'www.europarl.europa.eu' (consid. O: «considerando che taluni prodotti non regolamentati ("over-the-counter" - OTC) potrebbero essere commercializzati attraverso sistemi di negoziazione più aperti o visibili al fine di ... dare un'indicazione dei potenziali cambi di proprietà). Una richiesta di *disclosure* delle posizioni lunghe in derivati è inoltre stata avanzata da numerosi soggetti che hanno risposto al documento di consultazione proposto dalla Commissione in materia di diritti degli azionisti: cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Synthesis of the Comments on the Third Consultation Document of the Internal Market and Services Directorate-General: 'Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights*, sul sito 'ec.europa.eu/internal_market', p. 14 ed è, da qualche mese, oggetto di un documento di consultazione della Commissione Europea avente ad oggetto la revisione dell'intera direttiva *Transparency*: cfr. *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*, 2010, disponibile sul sito 'www.europa.eu'. Cfr. inoltre, prima dell'avvio di tale procedimento di consultazione, CESR, *Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, 2010, sul sito 'www.esma.europa.eu'.

⁴² Non basta, cioè, perché sia integrata la fattispecie in esame, che l'investitore in posizione lunga impartisca occasionalmente istruzioni di voto alla controparte, posto che ciò difficilmente ciò potrebbe tradursi in una "politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente". Su tale elemento, nonché in generale sui caratteri dell'azione di concerto (*acting in concert*) nella direttiva *Transparency*, cfr. l'analisi di N. MOLONEY (nt. 21), p. 174 s., con riferimento all'identica previsione contenuta nella precedente direttiva 88/627. Sul difficile coordinamento tra questa fattispecie e quella di azione di concerto nel diritto dell'o.p.a., cfr. ESME, *Preliminary views on the definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 2008, sul sito 'ec.europa.eu/internal_market'.

3.3. *La direttiva Transparency non impone la comunicazione delle posizioni “lunghe” in contratti derivati con regolamento in contanti sub specie di «partecipazioni potenziali».* – Nei due paragrafi che precedono si è anzitutto escluso che le posizioni “lunghe” assunte in derivati *cash-settled* formino di per sé oggetto di comunicazione. Si è poi parimenti escluso che lo siano per il fatto che possono sottendere forme di influenza sul voto spettante alle azioni acquistate da una delle parti a scopo di copertura (ad eccezione di accordi aventi l’oggetto di cui all’art. 10(a) dir. tr.). Rimane ora da considerare l’acquisto *potenziale*, da parte dell’investitore in posizione “lunga”, delle azioni di copertura al termine, una volta che il derivato sia stato risolto.

Sul punto le disposizioni della direttiva *Transparency* sono piuttosto chiare. Per un verso si è già rilevato che l’art. 9 (attraverso il rinvio alla definizione del termine “azionista”) ricollega l’acquisto di una partecipazione rilevante al criterio del trasferimento della *titolarità* delle azioni ⁽⁴³⁾, sicché l’obbligo di comunicazione non sorge se non al momento in cui l’investitore proceda *effettivamente* all’acquisto dei titoli (indipendentemente dalle aspettative che egli nutra prima di tale momento).

Per altro verso, la norma dedicata alle c.d. partecipazioni potenziali (art. 13 dir. tr.) è informata alla medesima *ratio* di certezza delle posizioni giuridiche già veduta con riferimento alla titolarità delle azioni (art. 9) e dei diritti di voto (art. 10), nell’interesse di una applicazione pronta e agevole della disciplina. Di fronte alla circostanza della (mera) potenzialità dell’acquisto, anzi, il legislatore comunitario ha adottato un approccio ancora più restrittivo rispetto a quello impiegato in relazione alle partecipazioni “attuali”. In questa logica, gli obblighi di notifica sono estesi ai soli strumenti finanziari che «conferiscono il diritto di acquisire, su iniziativa esclusiva del possessore, *in virtù di un accordo formale*, azioni, già emesse, che conferiscono diritti di voto» (art. 13.1).

Nuovamente, quindi, l’eventualità dell’acquisto del sottostante dipende dall’esistenza di un diritto incorporato dallo strumento finanziario, non da una mera aspettativa del possessore basata sulle circostanze del caso ⁽⁴⁴⁾; e proprio il criterio dell’incorporazione del diritto di acquistare azioni deve essere impiegato, a mente dell’art. 11.1 della direttiva di secondo livello, per individuare quali, tra i vari strumenti finanziari derivati contemplati dalla direttiva MiFID ⁽⁴⁵⁾, diano effettivamente luogo ad obbligo di comunicazione ⁽⁴⁶⁾.

⁴³ Sul concetto di acquisto di partecipazione rilevante – ma con riferimento alla direttiva abrogata – cfr. N. MOLONEY (nt. 21), p. 169, nt. 150. Con riferimento al nuovo testo, invece, all’interno del CESR è maturata un’opinione, a quanto pare non condivisa dalla maggioranza dei componenti, secondo cui l’acquisto presupporrebbe, ai fini dell’insorgenza degli obblighi di comunicazione, il trasferimento della proprietà (*legal ownership*): cfr. CESR (nt. 18), p. 29, nt. 3. In ogni caso, l’interpretazione del CESR è nel senso che l’obbligo di comunicazione presupponga il perfezionamento (*execution*) del trasferimento, che il Comitato individua – senza soverchie preoccupazioni circa i riflessi civilistici delle proprie conclusioni nei vari ordinamenti – al momento dell’incontro degli ordini se l’acquisto avviene sul mercato regolamentato, ovvero al momento della conclusione del contratto se l’acquisto avviene fuori mercato (p. 38).

⁴⁴ V. con chiarezza CESR (nt. 18), p. 62.

⁴⁵ Cfr. direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in G.U.U.E. L 145/1 del 30 aprile 2004 (cfr. Allegato I, sezione C).

Pertanto, i derivati azionari regolati in contanti, poiché non attribuiscono alcun diritto all'acquisto dei titoli sottostanti, non sono soggetti a *disclosure* ⁽⁴⁷⁾.

In senso contrario, si potrebbe argomentare che la comunicazione sia dovuta ogniqualvolta tra le parti del contratto derivato si sia concluso, anche per fatti concludenti, un patto aggiunto – contemporaneamente o successivamente – al contratto principale, avente ad oggetto l'acquisto del sottostante. Anche ammesso che la direttiva possa interpretata in questo senso ⁽⁴⁸⁾ – e di là dalle difficoltà probatorie che si porrebbero ⁽⁴⁹⁾ – la tesi potrebbe essere accolta solo laddove il patto risponda ai requisiti dell'«accordo formale» di cui all'art. 13.1 dir. tr.: e cioè un accordo «vincolante in base al diritto applicabile» (art. 11.1, ult. co., dir. 2007/14). È appena il caso di rilevare come la sussistenza di tale presupposto sarebbe assai controversa negli ordinamenti, come quello italiano, in cui simili patti hanno natura parasociale (cfr. art. 122, lett. c) t.u.f.) e, se non comunicati al pubblico, sono nulli ⁽⁵⁰⁾.

Insomma, anche sotto il profilo dell'art. 13 dir. tr., le conclusioni raggiunte nei precedenti paragrafi non mutano: la direttiva non impone obblighi di trasparenza al titolare di una “partecipazione sintetica” derivante da un contratto derivato, fatto salvo (con riserva) il caso in cui il derivato sia accompagnato da un patto sull'acquisto delle azioni che abbia natura di accordo vincolante in base al diritto applicabile.

SEZIONE II. – *I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari*

4. *I derivati azionari con regolamento in contanti nella disciplina italiana degli assetti proprietari.* – La direttiva *Transparency* detta norme di “armonizzazione minima”. Gli stati membri sono pertanto autorizzati a stabilire regole di trasparenza più restrittive rispetto alle norme di fonte europea (c.d. *goldplating*)⁽⁵¹⁾. Ciò giustifica l'esigenza, a questo punto, di spostare il

⁴⁶ Si noti che l'art. 11.1 dir. 2007/14 menziona, tra i contratti, oltre alle opzioni, anche i *future* e gli *swap* con regolamento in natura, nonostante – a rigore – questi strumenti finanziari non attribuiscono solo il diritto, ma anche l'obbligo, per la parte lunga, di acquistare i titoli sottostanti. Tale interpretazione estensiva della direttiva di primo livello è conforme alle indicazioni del CESR (nt. 18), p. 62 s.

⁴⁷ Conformi M.C. SCHOUTEN (nt. 18), p. 164; D. ZETZSCHE (nt. 30), p. 133. Deve peraltro essere precisato che sono soggetti a *disclosure* i contratti derivati che contemplano l'alternativa tra regolamento in contanti e in natura, e attribuiscono alla parte in posizione “lunga” facoltà di scelta in ordine alla prestazione da eseguire (cfr. art. 11.1, comma 2, dir. 2007/14: così deve essere infatti inteso il riferimento alla «discrezionalità circa il suo [*scil.* del possessore dello strumento] diritto ad acquistare tali azioni o meno»; conforme CESR (nt. 18), p. 62).

⁴⁸ Qualche dubbio, in proposito, potrebbe sorgere almeno sul piano letterale, atteso che il diritto all'acquisto pare debba essere previsto direttamente dallo strumento finanziario considerato.

⁴⁹ Cfr. nel diritto italiano gli artt. 2722 e 2723 c.c.

⁵⁰ Sul punto, v. diffusamente *infra*, sezione III.

⁵¹ Sulla natura della direttiva *Transparency* come direttiva ispirata al modello di “minimum harmonisation”, cfr. N. MOLONEY (nt. 18), p. 185 s., ove si sottolinea come tale aspetto marchi la principale differenza rispetto alla direttiva *Prospectus*, con la quale la *Transparency* condivide l'obiettivo di

piano dell'indagine sull'ordinamento nazionale. Nel caso dell'ordinamento italiano, poi, tale esigenza si rafforza alla luce della tradizione di particolare rigore e complessità che caratterizza la disciplina italiana sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti anche in epoca precedente all'avvento del primo intervento comunitario in materia (la già menzionata direttiva 88/627/CEE)⁽⁵²⁾.

In questa sezione l'indagine si concentrerà sull'applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in capo ai titolari di una partecipazione sintetica in forza di un contratto derivato. Più in particolare, inquadrato il concetto di «partecipazione» alla luce della *ratio* dell'art. 120 t.u.f., si tenterà di dimostrare che sono tendenzialmente estranee a tale concetto le partecipazioni sintetiche da contratto derivato: ciò, sia in relazione alla partecipazione *diretta* nell'emittente (par. 5), sia a quella (diretta) *potenziale* (par. 6), sia ancora a quella indiretta (parr. 7-8).

È bene chiarire fin da subito che, durante l'esposizione che segue, il trattamento dei derivati sarà analizzato – per così dire – in astratto, rimandando alla sezione successiva l'analisi del loro collegamento con strategie animate da finalità, *lato sensu*, societarie.

5. *Tra proprietà “sostanziale” e proprietà “economica”: il concetto di «partecipazione» nella disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari. «Partecipazione» in relazione alla disponibilità del diritto di voto ...* – Fin dalla prima introduzione di una disciplina della trasparenza degli assetti proprietari nelle società con azioni quotate (cfr. art. 1/5 l. n. 216 del 1974), il presupposto della comunicazione è stato individuato nella condizione di chi «partecipa» nell'emittente in misura rilevante ⁽⁵³⁾. Nel connotare tale misura rilevante, la legge ha da sempre

stabilire un regime di controllo da parte dello stato membro d'origine sulle informazioni al mercato. Sulle ragioni che hanno indotto il legislatore comunitario a rifiutare l'ambizioso modello di “massima armonizzazione” cfr. invece E. FERRAN (nt. 18), p. 145, la quale rileva come la scelta sia stata dettata dalla constatazione di orientamenti assai diversi tra loro seguiti dagli stati membri in relazione al tema delle informazioni periodiche e continue al mercato. Sui problemi suscitati da simile approccio v. oggi il *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted on trading on a regulated market* elaborato dalla Commissione Europea nel dicembre 2008, disponibile sul sito 'www.europa.eu/internal_market'. In generale, sull'alternativa tra tecniche normative di armonizzazione massima e minima nel settore del diritto finanziario, cfr. L. ENRIQUES – M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, 2007, disponibile sul sito 'www.ssrn.com', part. p. 6 ss.

⁵² Anzi, la disciplina italiana degli assetti proprietari è servita quale modello per la predisposizione delle norme in sede comunitaria: cfr. CONSOB, *Recepimento della direttiva 2004/109/CE (transparency) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE. Documento di consultazione*, 2007, disponibile sul sito 'www.consob.it', p. 123.

⁵³ In origine, il presupposto della partecipazione, così individuato, trovava un limite soggettivo nelle “società azionarie o a responsabilità limitata”. Successivamente la l. n. 281 del 1981 estese a tutti i soggetti giuridici l'obbligo di comunicare partecipazioni rilevanti (per una ricostruzione delle ragioni e delle implicazioni di questa modifica, cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 22, p. 509 ss.). Così ampliato, il riferimento alla partecipazione permase immutato anche nei successivi interventi legislativi (d. lgs. n. 90 del

utilizzato il parametro del *capitale sociale* dell'emittente (come si vedrà, opportunamente "ridefinito"). Tuttavia, marcando una distanza rispetto al tradizionale concetto di partecipazione (azionaria) di estrazione codicistica (cfr. oggi il primo comma dell'art. 2346 c.c.), la norma speciale ha accuratamente evitato di riferire al possesso di *azioni* il presupposto degli obblighi di comunicazione.

A giustificare tale divergenza della disciplina speciale rispetto alla nozione civilistica contribuiscono, come è evidente, le finalità perseguite dalla norma.

Queste ultime sono state individuate, fin dall'origine della disciplina che ci occupa, come molteplici. Da un lato, con ruolo inizialmente prevalente, la finalità di prevenire e reprimere il possesso di partecipazioni reciproche⁽⁵⁴⁾; da altro lato, con importanza via via crescente, e infine determinante in seguito all'introduzione della disciplina comunitaria, si è indicata la «autonoma funzione di informazione o, come oggi si preferisce dire, di "trasparenza" riguardo [...] alla composizione della compagine sociale nelle società i cui titoli sono scambiati in borsa»⁽⁵⁵⁾; da altro lato ancora, si è menzionata la finalità di informare l'emittente e il pubblico su rapidi rastrellamenti di azioni che precludano a tentativi di scalata⁽⁵⁶⁾.

Una ricostruzione particolarmente suggestiva⁽⁵⁷⁾ ha ravvisato nella disciplina in esame l'ultimo stadio dell'evoluzione della disciplina della partecipazione azionaria, in direzione di una sempre più pervasiva e pregnante *nominatività* delle azioni che, dopo essersi inizialmente affermata in campo privatistico-societario (come forma di disciplina della circolazione dei titoli, finalizzata a consentire il funzionamento delle norme sull'azione di responsabilità e sul conflitto di interessi)⁽⁵⁸⁾, ha finito per contagiare il diritto

1992 e l. n. 149 del 1992) e fu trasposto identico nell'art. 120, comma 2, t.u.f. (su tale ulteriore evoluzione legislativa si v. G.F. CAMPOBASSO, *Commento all'art. 120*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 2, p. 977 s.; v. anche Consob, *Nota tecnica relativa alla definizione dei contenuti del regolamento sulle partecipazioni rilevanti (art. 120, comma 4, d. lgs. n. 58/98, 1998, disponibile sul sito 'www.consob.it')*.

⁵⁴ Cfr. la relazione all'art. 1/5 della l. 216 del 1974, riportata in R. NOBILI – (M. VITALE), *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Milano, 1975, sub art. 1/5, p. 76.

⁵⁵ Così G. SCOGNAMIGLIO (nt. 53), p. 511 (corsivo omesso); segnala l'importanza, nella disciplina attuale, della funzione in questione A. GIANNELLI, *Commento all'art. 120*, in *La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, tomo I, p. 779.

⁵⁶ Diversamente da quanto ritenuto da alcuni autori (v. per es. M. TOFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/74*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 383, sulla scorta di quanto già ritenuto dall'ASSONIME, *Circolare n. 179 del 22 ottobre 1974*, p. 56), la seconda finalità e la terza finalità indicate nel testo erano già, almeno indirettamente, perseguite fin dall'approvazione della l. n. 216 del 1974: cfr. S. SCHIRÒ, *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali e partecipazioni reciproche*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, p. 268 ss.; G. FERRI, *Partecipazione rilevante*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, p. 22.

⁵⁷ Che si deve alla riflessione di F. D'ALESSANDRO, *La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 327 ss.

⁵⁸ Cfr. r.d. n. 239 del 1942. Il riferimento fondamentale è ad A. GRAZIANI, *Nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 621 ss.

dei mercati finanziari, affrancandosi dal terreno propriamente *cartolare* e assumendo la funzione di informare «non solo e non tanto gli azionisti, quanto i terzi in generale, il mercato» sull'identità degli azionisti ⁽⁵⁹⁾.

Il perseguimento di queste finalità esige l'adozione di una nozione di “partecipazione” che travalichi i ristretti confini civilistici del concetto per rendersi capace di risalire allo stato degli assetti proprietari “ultimi” di un emittente. Si è parlato, in proposito, della necessità di «ricollegare l'informazione sulla gestione con quella sull'individuazione del *soggetto economico* di quella gestione, rendendo trasparente [...] lo schermo della personalità giuridica della società per azioni» ⁽⁶⁰⁾; altri, più concisamente, ha invocato l'obiettivo di ricostruire l'«assetto del potere» nelle società quotate, onde risalire a chi è in grado di «influenzare le scelte di politica economica della società» ⁽⁶¹⁾.

Queste letture dei principi che informano la disciplina in esame, ancorché – come si avrà modo di spiegare in seguito ⁽⁶²⁾ – non completamente soddisfacenti sul piano della politica del diritto, consentono di muovere un primo passo in direzione della messa a fuoco del significato di *partecipazione* nella disciplina che ci occupa: esse inducono, cioè, l'esigenza di individuare, oltre al possessore delle azioni, il soggetto (o i soggetti) in grado di *orientare* o *influenzare* in concreto l'esercizio delle prerogative dell'azionista.

L'art. 120 t.u.f. offre una prima, rilevante conferma di questo assunto, laddove precisa (comma 1) che la misura del capitale sociale rilevante al quale rapportare la partecipazione per determinarne la rilevanza (il denominatore del rapporto, dunque) è il capitale rappresentato da azioni *con diritto di voto* ⁽⁶³⁾.

⁵⁹ F. D'ALESSANDRO (nt. 57), p. 335, che parla al riguardo di “nominatività in senso forte” (p. 336).

⁶⁰ *Ibidem*, p. 337 (corsivo dell'Autore).

⁶¹ Cfr., rispettivamente, G. SCOGNAMIGLIO (nt. 53), p. 511, e G. FERRI (nt. 56), p. 23. In senso analogo, si v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2006, p. 257 («azionisti [...] in grado di incidere sulle scelte operative» della società) S. SCHIRÒ (nt. 56), p. 292 («ogni posizione di potere effettivo»); M. TOFANELLI (nt. 56), p. 386 ss. La discussione sul fondamento della disciplina della trasparenza proprietaria non si è significativamente arricchita in seguito all'entrata in vigore del testo unico: i commentatori si sono per lo più richiamati al dibattito precedente (cfr., a titolo di esempio, tra i primi commenti, R. MAVIGLIA, *Commento all'art. 120*, in *Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, p. 638 ss.; A. GIANNELLI (nt. 55), p. 779; G.F. CAMPOBASSO (nt. 53), p. 980 s.; nella manualistica R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 311 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 457 ss.). Constano comunque alcune eccezioni, specialmente in relazione alla trattazione di profili specifici: cfr. V. SALAFIA, *D. lgs. 58/1998. Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in *Società*, 1998, p. 562 ss.; P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, p. 280 ss.; A. LUPOI, *L'interposizione finanziaria*, Milano, 2008, p. 71 ss.; e, più recentemente, F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 584 ss.

⁶² Si tratta di un problema comune anche ad altri ordinamenti e alla stessa disciplina comunitaria. Sul punto occorrerà tornare nel prosieguo del lavoro, allorché si discuteranno criticamente le ragioni e i limiti di una disciplina degli assetti proprietari. Cfr. *infra*, cap. 4.

⁶³ La limitazione fu introdotta in sede di recepimento della direttiva 88/627. In precedenza, il parametro per misurare la partecipazione era costituito dall'intero capitale sociale sottoscritto (cioè il capitale nominale), ciò che aveva sollevato dubbi sulla congruenza della disciplina alle finalità che essa si

La disciplina regolamentare di attuazione ⁽⁶⁴⁾ segue la medesima *ratio* anche per quanto riguarda il numeratore del rapporto, prendendo ad esclusivo riferimento azioni «che conferiscono, anche condizionatamente, diritti di voto» (cfr. artt. 116-*terdecies*, lett. *b*), t.u.f. e 118 reg. em.)⁽⁶⁵⁾. *Inoltre*, si considerano ai fini del calcolo della partecipazione rilevante anche le azioni in relazione alle quali a un soggetto «spetta o è attribuito» il diritto di voto senza che questi sia socio, ancorché soltanto in un numero tassativo di fattispecie (artt. 120, comma 4, lett. *c*), t.u.f. e 118 reg. em.)⁽⁶⁶⁾.

Emerge, quindi, una prima considerazione: non diversamente da quanto si verifica in ambito comunitario, è la *disponibilità del diritto di voto* a connotare in via primaria la fattispecie cui è ricollegato l'obbligo di comunicazione imposto dalla legge. Occorrerà peraltro, in seguito ⁽⁶⁷⁾, indagare meglio quali siano i caratteri e la connotazione giuridica di tale disponibilità.

5.1. (segue): ... e «partecipazione» in relazione a indici diversi dalla disponibilità del diritto di voto. – Deve essere subito rilevata, invece, l'incompletezza della ricostruzione sin qui svolta.

proponeva: cfr. in particolare P. FERRO-LUZZI, *Art. 9, comma 1° e 2°, l. 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *Banca borsa*, 1986, I, p. 427; altri riferimenti sulla questione in R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3*, Torino, 1994, p. 325.

⁶⁴ Deliberazione Consob n. 11971 del 1999, c.d. Regolamento Emittenti, di poi anche reg. em.

⁶⁵ E v. già, nella formulazione precedente l'attuazione della direttiva *Transparency*, l'art. 117 reg. em. La disponibilità del diritto di voto spiega anche l'estensione degli obblighi di comunicazione in capo ai possessori degli strumenti finanziari "partecipativi" di cui all'art. 2351, comma 5, c.c. (art. 120, comma 4, lett. *d-bis*) t.u.f.; in sede attuativa, peraltro, l'art. 122-*bis* reg. em. attribuisce esclusiva rilevanza agli strumenti finanziari cui è riservata la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o di controllo). Sia dal testo di legge, sia soprattutto dalla norma regolamentare, pare evincersi che non vi è regime di "cumulo" tra la partecipazione azionaria di cui agli artt. 120, comma 2, t.u.f. e 118 reg. em. e il possesso di strumenti finanziari partecipativi. La soluzione è coerente con quanto previsto anche in materia di partecipazioni potenziali: v. *infra*.

⁶⁶ Sul punto si deve rimarcare una differenza rispetto alla formulazione dell'art. 118 reg. em. precedente al recepimento della direttiva *Transparency*: in origine, la norma non identificava – a differenza di oggi – le fattispecie nelle quali il diritto di voto «spetta o è attribuito a terzi» (cfr. art. 118, comma 1, prev.). Va però osservato che le Istruzioni e i Modelli per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti (allegati al Regolamento Emittenti nella precedente versione) già contenevano una tassonomia delle fattispecie di "dissociazione" del diritto di voto dalla titolarità dell'azione, restituendo, nei fatti, una situazione simile all'attuale. Del resto, constatando che la disciplina regolamentare era sul punto già conforme alle nuove norme comunitarie, la Consob stessa spiegò che le modifiche erano dirette soltanto a «specificare con maggior dettaglio i criteri per il calcolo della partecipazione già presenti nella normativa [allora] vigente» e a «inserire a livello regolamentare alcune indicazioni già contenute nelle Istruzioni» (cfr. CONSOB (nt. 52), p. 150). Sulla valenza ermeneutica dei modelli e delle istruzioni nel regime precedente, cfr. A. LUPOI (nt. 61), p. 78, il quale, con riferimento alla norma previgente, osservava: «il modello, in quanto *strumento* tecnico di efficienza comunicativa, non può essere considerato una *fonte* (...) di rapporti giuridici che si limita, quindi, a palesare in certe modalità, sicché «[s]e un rapporto giuridico non è dichiarabile nel modello, ciò non implica la impossibilità della sua esistenza al di fuori del modello».

⁶⁷ Cfr. *infra*, par. 8.

Infatti, nell'impianto della disciplina disegnata dagli artt. 120 t.u.f. e 118 reg. em., l'obbligo di *disclosure* si estende a soggetti diversi dal titolare del voto; si ha, dunque, che, in relazione alle medesime azioni, si richiede di dare corso a una pluralità di comunicazioni, dal momento che vi è altresì una pluralità di «partecipazioni».

Tali obblighi supplementari sussistono in presenza di due ordini di fattispecie: (i) in forza dell'art. 118, comma 1 (ove è previsto che, al computo della partecipazione rilevante, concorrano altresì «le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi»), l'obbligo incombe sul «titolare» delle azioni, *anche* quando si tratta di soggetto diverso da chi dispone del diritto di voto ⁽⁶⁸⁾; (ii) in forza dell'art. 118, comma 2, l'obbligo incombe sul riportato e sul prestatore di azioni: non solo, dunque, sul riportatore e sul prestatario che sono, nel nostro sistema, i proprietari delle azioni oggetto di riporto o concesse in prestito e, di conseguenza, i titolari del relativo diritto di voto ⁽⁶⁹⁾.

La previsione dell'obbligo di comunicazione in capo a soggetti che non dispongono del diritto di voto ha destato perplessità fin dall'introduzione della originaria disciplina del 1974 (dove peraltro non si aveva duplicazione degli obblighi di comunicazione, risultandovi unicamente tenuto il possessore del titolo). Da parte di alcuni, si ravvisava un'incoerenza rispetto alla finalità della disciplina, da ricondursi all'identificazione dei soggetti in grado di influire sulle decisioni dell'assemblea (attraverso l'esercizio del voto)⁽⁷⁰⁾. Da parte di altri, si sottolineava come il voto fosse soltanto «uno degli elementi che il legislatore ha tenuto presente nel dettare la disciplina dell'obbligo di comunicazione, ma non [...] l'unico»: la necessità di identificare la *proprietà* del capitale – anche quando sprovvista del voto – sarebbe stata funzionale al perseguimento di altri obiettivi della disciplina, segnatamente la prevenzione degli incroci azionari, che pone anche problemi di tutela dell'integrità del capitale sociale ⁽⁷¹⁾.

⁶⁸ Si noti che in questo caso il titolare è *sempre* tenuto alla comunicazione, anche quando la dissociazione tra titolarità e voto non corrisponde a una delle fattispecie elencate dall'art. 118, comma 1.

⁶⁹ In argomento, nonché per un più preciso inquadramento causale del contratto, cfr. per tutti F. RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, in *La riforma dei mercati finanziari dal Decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 391 ss.; P. CARRIÈRE (nt. 56), p. 91 ss.

⁷⁰ Si v. per es. F. D'ALESSANDRO, *Partecipazioni reciproche, società controllate e società collegate*, in *La riforma-
stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, p. 58; R. NOBILI (nt. 54), p. 83 s. Il problema si ripropose dopo la riforma del 1985, nonostante il legislatore avesse chiarito che, ai fini della misura della partecipazione rilevante, non bisognava tener conto, oltre alle azioni “prive” del diritto di voto, neppure delle azioni in relazione alle quali il socio era “privato” del diritto di voto, e avesse stabilito autonomo obbligo di comunicazione sul titolare di diritti frazionari (pegno, usufrutto): si trattava, qui, di stabilire su quale (o quali) soggetti incombesse l'obbligo di comunicazione nel caso in cui il diritto di voto, per espressa previsione negoziale delle parti, fosse attribuito al socio: cfr., per es., G. SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 237 ss., ove altri riferimenti.

⁷¹ Così S. SCHIRÒ (nt. 56), p. 288, da cui la citazione nel testo; cfr. anche G. FERRI, *Partecipazioni reciproche*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, p. 27.

L'odierna evoluzione della disciplina induce ad accantonare tale ultima interpretazione posto che – come accennato – l'obiettivo della *trasparenza* degli assetti, al cui presidio è posto l'art. 120 t.u.f., può dirsi oggi sostanzialmente sganciato dall'esigenza di profilassi delle partecipazioni reciproche ⁽⁷²⁾.

5.2. (segue): *La disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti non mira alla trasparenza degli investimenti "puramente economici", né, dunque, delle partecipazioni sintetiche da contratti derivati.* – Potrebbe, invece, ipotizzarsi che l'obbligo di comunicazione in capo a soggetti privi del diritto di voto si ispiri ad un principio – diverso e autonomo rispetto all'obiettivo di identificare gli assetti di potere che si riflettono sulla gestione *societaria* – mirato all'identificazione dei *movimenti di capitale* che si concentrano intorno agli emittenti. Riprendendo un'espressione discussa nelle prime pagine di questo lavoro ⁽⁷³⁾, la disciplina mirerebbe a identificare i titolari di "proprietà (puramente) economica" sulle azioni, ovvero, più in generale, tutti gli investimenti che replicano i flussi di cassa di una partecipazione azionaria, così che il mercato sia reso edotto circa l'identità di chi sceglie di concentrare (o, per converso, distogliere) le proprie aspettative di rendimento sulle azioni di un certo emittente ⁽⁷⁴⁾.

Tale ipotesi è stata talvolta avanzata in dottrina, senza peraltro essere stata elaborata compiutamente ⁽⁷⁵⁾. In linea teorica essa potrebbe dirsi del tutto conforme agli obiettivi della legislazione in materia di emittenti, e in modo particolare della regolamentazione affidata alla Consob, posto che l'art. 91 t.u.f. individua tra le funzioni che orientano

⁷² Ancorché la scelta di mantenere la soglia di rilevanza per la comunicazione al due per cento paia tuttora dettata anche dalla volontà di individuare situazioni rilevanti ai fini della disciplina sugli incroci azionari (cfr. le riflessioni di Mario Draghi in *Audizione del Direttore Generale del Tesoro avanti la Commissione Finanze della Camera dei deputati* in data 10 dicembre 1997, riportate in R. MAVIGLIA (nt. 61), p. 643.

⁷³ Cfr. *supra*, cap. 1, par. 1.

⁷⁴ È il caso di ribadire come non sia rilevante che la disciplina europea non contempli questo obiettivo (cfr. *supra*, par. 3.1): come detto, la direttiva *Transparency* impone obblighi minimi, lasciando liberi gli stati membri di imporre ulteriori obblighi anche a presidio di obiettivi di tutela diversi da quelli identificati dal legislatore comunitario.

⁷⁵ Da ultimo, cfr. A. LUPOI (nt. 61), p. 82, il quale, a commento dell'obbligo che impone al proprietario privato del voto la comunicazione della partecipazione rilevante, afferma: "nella regolamentazione attuale c'è uno spazio per il rilievo dell'interesse economico e non solo dell'interesse alle vicende 'giuridico-esistenziali' inerenti il diritto di voto". Prima dell'Autore, cfr. P. FERRO-LUZZI (nt. 63), p. 425 s., che, criticando l'attribuzione di rilievo centrale al tema dell'identificazione dei soggetti con potere di *voto*, osservava che «prima, se pure non al posto, della conoscenza di chi col voto può influire sulla gestione dell'impresa facente capo a società quotata, avrebbe dovuto interessare la conoscenza di *chi detiene i beni*, partecipazioni quotate, il cui mercato la Consob istituzionalmente controlla» (corsivo aggiunto). Sulla stessa linea M. TOFANELLI (nt. 56), p. 386, ove si legge che le norme in tema di trasparenza degli assetti proprietari "sono state formulate proprio in funzione di tale obiettivo: l'identificazione dei soci, e quindi la trasparenza della 'proprietà', di chi detiene i beni". *Contra*, invece, P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. 4, tomo II, Padova, 2004, p. 91: «[l']obbligo di *disclosure* non riguarda un profilo finanziario, quanto la rilevanza della partecipazione sull'esercizio del potere d'impresa nella società quotata».

l'esercizio dei poteri da parte dell'Autorità di vigilanza, oltre all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario, anche quelle del *mercato dei capitali*: dunque, in generale, la trasparenza del mercato *degli investimenti* ⁽⁷⁶⁾. Anzi, si potrebbe ravvisare una volontà legislativa di estendere la *disclosure* anche alle posizioni di proprietà soltanto "economica" nello stesso art. 120 t.u.f. che, in sede di recepimento della direttiva *Transparency*, si è arricchito di un ulteriore criterio destinato a orientare in futuro l'attività regolamentare della Consob, che dovrà stabilire «i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione» (comma 4, lett. *d-ter*) ⁽⁷⁷⁾.

Rimandando al prosieguo del lavoro una valutazione sull'opportunità di tutelare l'interesse in questione su un piano di politica del diritto ⁽⁷⁸⁾, si tratta ora di comprendere, *de lege lata*, se la disciplina degli assetti proprietari si proponga effettivamente di perseguire (tra l'altro) l'obiettivo della generale trasparenza dei movimenti di capitale intorno agli emittenti quotati, e dunque consideri anche tali movimenti alla stregua di «partecipazioni». In questo caso come nel precedente, tuttavia, la risposta preferibile è negativa: lo dimostra l'analisi delle fattispecie – già menzionate – che richiedono la comunicazione da parte di un soggetto cui *non* spetta, in concreto, il diritto di voto ⁽⁷⁹⁾.

In primo luogo – si è detto – l'obbligo di comunicazione incombe sul «titolare» delle azioni cui non spetta il diritto di voto (perché, appunto, attribuito o spettante a terzi)⁽⁸⁰⁾. «Titolarità» è termine intenzionalmente atecnico al quale è possibile ricondurre – anche grazie all'ausilio dei modelli di cui all'Allegato 4A del Regolamento Emittenti (cfr. in particolare il Quadro 2.3 e relative istruzioni) – una generica situazione giuridica soggettiva di appartenenza riferita alle azioni; appartenenza che: (i) comprende il *diritto di proprietà* sulle azioni, indipendentemente dall'intestazione o dal possesso del titolo ⁽⁸¹⁾; (ii) riguarda anche *soggetti non proprietari*, i quali siano nondimeno *intestatari* delle azioni (sarebbe meglio dire, in presenza di dematerializzazione: titolari della registrazione in conto) ⁽⁸²⁾,

⁷⁶ Sulle implicazioni normative legate al tema dell'efficienza e trasparenza (non solo azionario) del mercato dei capitali cfr. ad es. F. ANNUNZIATA, *Commento all'art. 91*, in *La disciplina delle società quotate*, cit., tomo I, p. 6 s.

⁷⁷ Cfr., sul punto, il recente documento di consultazione in tema di "Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio", 2010, disponibile sul sito 'www.consob.it' (cfr. in particolare Allegato 5), su cui si tornerà nel seguito del capitolo.

⁷⁸ V. *infra*, cap. 4.

⁷⁹ Si tralascia, solo per il momento, l'analisi delle fattispecie di "partecipazione indiretta" di cui all'art. 118, comma 3, reg. em. V. *infra*, parr. 8 ss.

⁸⁰ Sulla differenza concettuale tra «spettanza» e «attribuzione» del voto, v. *infra* par. 4.2.

⁸¹ Si pensi, a tale ultimo proposito, al caso del pegno, quando non sia stato costituito con girata in garanzia, e dell'usufrutto di azioni in assenza di duplicazione del titolo (cfr. art. 3, comma 2, r.d. n. 239 del 1942).

⁸² In generale sul concetto di intestazione dei beni (concetto di per sé neutro, che indica «quell'attività necessaria ad attribuire rilievo esterno, mediante iscrizione in pubblici registri, o nei libri di una società», nonostante la connotazione comunemente data a questo termine nel linguaggio comune, a indicare «che la fase antecedente l'intestazione ha avuto un sviluppo anomalo») v. le riflessioni di L. NANNI, *L'interposizione di persona*, Padova, 1990, p. 253 ss.

vuoi in forza di un rapporto fiduciario, vuoi di altri rapporti contemplati dalla legge, segnatamente di gestione collettiva del risparmio⁽⁸³⁾.

In secondo luogo, l'obbligo di dichiarare una partecipazione incombe sui prestatori e sui riportati (art. 118, comma 2, reg. em.): su soggetti, cioè, che non sono proprietari né intestatari delle stesse. La dottrina suole ricondurre, in questo caso, la *ratio* dell'obbligo di dichiarazione all'intenzione di evitare che azionisti solo temporaneamente privati della proprietà dei titoli (la temporaneità del trasferimento in proprietà dei titoli è infatti elemento causale essenziale di entrambe le fattispecie) si sottraggano alla *disclosure* ed, eventualmente, ricorrano a operazioni di prestito titoli o di riporto proprio con finalità elusive⁽⁸⁴⁾.

Orbene, se è forse questione di non immediata soluzione l'individuazione di un "minimo comune denominatore" che consenta di giustificare unitariamente queste fattispecie di partecipazione senza voto⁽⁸⁵⁾, è invece agevole escludere che esso corrisponda alla finalità di rendere nota al pubblico una ideale *proprietà economica* delle azioni, nel senso più volte descritto di investimento nei flussi di cassa collegati a un'azione in assenza di partecipazione al contratto sociale.

Per un verso, la prima classe di fattispecie sopra menzionata identifica soggetti che non sono "proprietari economici" delle azioni (si pensi al nudo proprietario in caso di usufrutto di azioni, o all'azionista debitore in caso di pegno). Per altro verso, la seconda classe di fattispecie, che pure comprende al proprio interno soggetti che potrebbero,

⁸³ Cfr. ad es. L'art. 40 t.u.f. È opportuno ricordare che l'esistenza di un rapporto di gestione, e il conseguente obbligo di esercitare il diritto di voto inerente agli strumenti finanziari di pertinenza del fondo comune di investimento nell'interesse dei partecipanti di questo, non impediscono l'attribuzione del diritto di voto a soggetti diversi dalla s.g.r. intestataria dei titoli: l'art. 40, ultimo comma, t.u.f. fornisce l'esempio dell'attribuzione pattizia alla s.g.r. promotrice nel caso essa non coincida con l'attuale gestore del fondo.

⁸⁴ Cfr. G. SCOGNAMIGLIO (nt. 70), p. 255.

⁸⁵ Con ogni probabilità, è nuovamente il tema del diritto di voto a guidare le scelte del legislatore quando definisce il concetto di partecipazione nei casi di dissociazione tra titolarità e voto. Infatti, si ravvede, da un lato, l'interesse a rendere nota l'esistenza del soggetto che solo temporaneamente ha ceduto il diritto di voto a terzi (talvolta in uno con la proprietà delle azioni, talvolta separatamente da essa, come nel caso di cui all'art. 118, comma 1, lett. *d*) reg. em., di cui si dirà *infra*); dall'altro lato (cfr. art. 118, comma 1, lett. *a*) – *c*), si vuole rendere pubblica l'identità del soggetto che, anche quando si sia privato del diritto di voto per un periodo più prolungato (come può avvenire nel caso di usufrutto di azioni), è in grado di influire sull'esercizio del voto da parte del suo titolare: invero, come è noto, i titolari di un diritto reale limitato (usufrutto, pegno) sulle azioni sono tenuti a esercitare il voto anche in considerazione dell'interesse, a seconda dei casi, del nudo proprietario o del socio debitore, ancorché ciò avvenga discrezionalmente, cioè senza che siano impartite specifiche istruzioni [v. in proposito il cap. 5; e si vv. fin d'ora, sul punto, le osservazioni di G. SCOGNAMIGLIO (nt. 70), p. 243 s., la quale giustificava alla luce di questo principio l'apparente incoerenza di una norma che, all'interno di un sistema agganciato alla titolarità del voto, richiedeva (e tuttora richiede) la *disclosure* da parte di un soggetto che ne è *ex lege* privo]; lo stesso deve dirsi con riferimento ai casi del deposito delle azioni o del mandato sottostante la delega. Per quanto concerne i casi di intestazione delle azioni a soggetto non proprietario, la *disclosure* di tali posizioni si giustifica in base al fatto che tali soggetti sono, *ex art.* 2355, comma 3, c.c., legittimati all'esercizio (anche) del diritto di voto, sia pure nell'interesse altrui.

secondo le circostanze, essere definiti “proprietari economici” delle azioni ⁽⁸⁶⁾, non contempla la totalità di queste fattispecie: per fare un solo, significativo esempio, si può rilevare come nessun obbligo sia imposto all’acquirente nel caso di vendita a termine delle azioni, nonostante tale soggetto sia, almeno nel modello legale, il “proprietario economico” delle azioni nel periodo che intercorre fra la stipulazione della vendita e il termine previsto per il trasferimento dei titoli ⁽⁸⁷⁾.

In conclusione, sebbene sia vero che la disciplina sugli assetti proprietari mira ad individuare la proprietà *sostanziale* delle azioni (da intendersi, alla luce dell’analisi condotta, quale riferibilità stabile e “ultima” del *diritto di voto*), essa non è però finalizzata a identificare situazioni di “proprietà economica”: non «partecipa», insomma, nell’emittente (*ex art. 120 t.u.f.*) il soggetto che abbia investito in un’attività finanziaria il cui valore e i cui flussi di cassa corrispondono a quelli di un’azione della società, ma non conferiscono, per l’estraneità di tale investimento all’organizzazione dell’emittente, poteri di influire su quest’ultima ⁽⁸⁸⁾.

Da ciò consegue, *a fortiori*, che neppure la disciplina della trasparenza proprietaria mira a identificare i titolari di partecipazioni puramente sintetiche, cioè collegate a strumenti negoziali (quali i contratti derivati) che consentono all’investitore di costruire un investimento “azionario” senza partecipare in alcun modo al contratto di società e alle sue vicende.

6. *Le partecipazioni sintetiche non costituiscono neppure partecipazioni potenziali ex art. 119 reg. em.* – Escluso che posizioni “lunghe” in contratti derivati azionari costituiscano, di per sé, «partecipazioni» ai sensi degli artt. 120 t.u.f. e 118 reg. em., deve essere altresì escluso che le medesime posizioni possano essere ricomprese nella categoria delle c.d. partecipazioni potenziali, già veduta con riferimento alla direttiva comunitaria e disciplinata, nel nostro ordinamento, dall’art. 119 reg. em. ⁽⁸⁹⁾.

⁸⁶ Cfr. *supra* cap. 1 (e cfr. G. SCOGNAMIGLIO (nt. 53), p. 519, la quale si riferisce alla «proprietà in senso sostanziale» in capo al riportato). Allo stesso modo, nel prestito di titoli, la prassi si attesta nel senso di riconoscere al prestatore il diritto all’accredito dei dividendi pagati sulle azioni di proprietà del prestatario (cfr. § 4.4 del *Global Master Securities Lending Agreement* elaborato dalla *International Securities Lending Association*, che costituisce il documento più frequentemente adottato su scala internazionale); inoltre, il rischio delle oscillazioni del valore delle azioni durante la durata del prestito incombono esclusivamente sul prestatore: cfr. anche P. CARRIERE (nt. 56), p. 96.

⁸⁷ Cfr. art. 1531, comma 1, con riferimento all’accredito dei dividendi. E v. *supra*, cap. 1.

⁸⁸ È dunque da smentire l’opinione di cui si è dato conto sopra, secondo cui le norme in tema di trasparenza degli assetti proprietari attribuirebbero rilievo al mero «interesse economico»: cfr. A. LUPOI (nt. 61), p. 82.

⁸⁹ Inizialmente, la disciplina italiana della trasparenza proprietaria considerava soltanto il possesso *attuale* di partecipazioni in società quotate. Una prima disciplina delle partecipazioni potenziali fu introdotta, in attuazione della direttiva 88/627 nel 1992, con l’art. 1/5-*bis* l. n. 216 del 1974. Con il processo di “delegificazione” intrapreso con il Testo Unico, la norma venne poi trasfusa in sede regolamentare, ove ne venne ampliata la portata, sì da ricomprendere anche gli strumenti finanziari convertibili in azioni: CONSOB (nt. 53) illustra le ragioni di tale ampliamento e la discussione sulle diverse

Già prima del recepimento della direttiva *Transparency*, i derivati azionari *cash-settled* dovevano ritenersi probabilmente estranei agli obblighi di comunicazione in materia di partecipazioni potenziali: la portata dell'art. 119, comma 1, reg. em. – nella più sintetica formulazione allora vigente – si estendeva alle azioni (emesse e sottoscritte) «che un soggetto può acquistare o vendere di propria iniziativa, direttamente o per il tramite di interposte persone, fiduciari, società controllate». Orbene, tale formulazione della norma induceva a escludere la sua estensione a fattispecie nelle quali l'acquisto o vendita di partecipazioni era esclusa da apposito un patto che prevedeva il regolamento in contanti⁽⁹⁰⁾. In verità, qualche dubbio poteva residuare per via dell'uso del verbo *potere*, che – ove inteso in un'accezione marcatamente fattuale – avrebbe potuto essere letto come inclusivo anche di fattispecie in cui la parte non vanta un diritto, contrattualmente sancito, all'acquisto dei titoli dalla controparte, ma può nondimeno sfruttare a proprio vantaggio le circostanze di mercato contingenti per entrare in possesso, con ragionevole certezza, del sottostante⁽⁹¹⁾. Tale interpretazione, forse perché basata su un concetto atecnico di «potere» – vago e suscettibile di interpretazione variabile a seconda dei contesti – non si era però accreditata presso gli interpreti, né presso la stessa Consob⁽⁹²⁾.

Le norme di recepimento della direttiva *Transparency* sgombrano il campo da ogni dubbio. Nell'opera di attuazione, la Consob ha, in questa materia, seguito fedelmente il testo delle norme comunitarie che, come veduto in precedenza, escludono radicalmente la rilevanza di strumenti finanziari *cash-settled* ai fini della comunicazione di partecipazioni potenziali⁽⁹³⁾. Anzi, la Consob ha precisato, rispetto alla direttiva, come il «diritto

scelte regolamentari possibili. Sul concetto di partecipazione potenziale cfr. anche, in dottrina, G.F. CAMPOBASSO (nt. 53), p. 982; A. GIANNELLI (nt. 55), p. 779 ; A. LUPOI (nt. 61), p. 82 ss.; più recentemente, si v. l'analisi di F. ANNUNZIATA (nt. 61), p. 584 ss.

⁹⁰ E v. infatti G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11.11.2006, a cura di P. Balzarini e altri, Milano, 2007, p. 654 ss.: l'Autore, esaminando «dal punto di vista del nostro ordinamento» il caso di *hidden ownership* Perry/Rubicon (cfr. *supra*, cap. 2), non prende in considerazione l'ipotesi di assoggettare la parte lunga di un *cash-settled equity swap* all'obbligo di dichiarazione di partecipazione potenziale ex art. 119 reg. em.

⁹¹ Si pensi ai casi, esaminati nel cap. 2 (specialmente par. 3.1 ss.) in cui la parte “lunga” è in grado di esercitare, in virtù della propria decisione di porre termine al contratto derivato corrispondente a un'ingente numero di azioni, una pressione al ribasso sui titoli azionari tale da indurre le proprie controparti (anche “indirette”) a cederle i titoli di copertura di cui intendono disfarsi.

⁹² L'Autorità aveva infatti escluso, sin dai primi mesi di vigenza del Regolamento Emittenti, che opzioni regolate per contanti rientrassero nella definizione di partecipazione potenziale di cui all'art. 119: cfr. Comunicazione n. DIS/99080339 del 29 ottobre 1999, disponibile sul sito 'www.consob.it'.

⁹³ Sono ricomprese, nella definizione di «partecipazioni potenziali in acquisto» contenuta nell'art. 116-terdecies reg. em., unicamente 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». La corrispondente norma comunitaria (art. 13.1 dir. tr.) consente di chiarire il riferimento, giuridicamente improprio, alla «discrezionalità»: esso va riferito ai casi – che sono pertanto assoggettati all'obbligo di comunicazione – in cui alla parte “lunga” sia

incondizionato di acquistare [...] le azioni sottostanti» abbia per oggetto la «consegna fisica» di tali azioni. Nella fase di consultazione per l’emanazione della nuova disciplina, il regolatore ha reso note le ragioni di una scelta netta e restrittiva rispetto alla delega contenuta nell’art. 120, comma 4, lett. *d-ter*), t.u.f., in teoria non limitato ai soli derivati *physically-settled*: in particolare, si è ritenuto che il problema della trasparenza dei derivati *cash-settled* dovesse essere analizzato in parallelo con la disciplina della trasparenza delle operazioni eseguite in pendenza di opa, rinviando così la discussione ad altra sede ⁽⁹⁴⁾.

7. Non «partecipa», in via diretta, nell’emittente il titolare di una posizione “lunga” in grado di orientare l’esercizio del voto spettante alla controparte. – Occorre a questo punto affrontare la successiva questione, già postasi con riferimento all’ordinamento comunitario: se, nonostante l’accertata irrilevanza delle partecipazioni sintetiche *in sé* ai fini degli obblighi di *disclosure*, la disciplina in esame trovi invece applicazione nei confronti di coloro (parti “lunghe”) che siano in grado di orientare le proprie controparti nell’esercizio del voto spettante in relazione alle azioni di copertura acquistate.

Il quesito merita una risposta nuovamente negativa, se si analizza la questione con riguardo alle norme che impongono obblighi di dichiarazione per possesso *diretto* di “partecipazioni”: art. 118, commi 1 e 2, reg. em..

A simile conclusione, in proposito, era già giunta la dottrina in epoca precedente al recepimento della direttiva *Transparency*, allorché l’art. 118 reg. em. allora vigente si limitava a sancire l’obbligo di comunicazione in capo ai soggetti ai quali «spettasse» o fosse «attribuito» il diritto di voto in relazione ad azioni di titolarità di terzi. Si rilevava, infatti, come tanto la spettanza quanto l’attribuzione del voto, pur essendo situazioni di appartenenza di fonte diversa ⁽⁹⁵⁾, avessero entrambe ad oggetto «non il mero esercizio,

contrattualmente attribuita la scelta tra regolazione in natura ed esecuzione in contanti al momento dello scioglimento del rapporto.

Può ancora osservarsi, sulla nuova disciplina in commento, che la Consob ha ritenuto altresì di eliminare il regime di *cumulo* con le partecipazioni c.d. effettive (di cui agli artt. 117-118 reg. em.): oggi, pertanto, il possesso di partecipazioni effettive e potenziali singolarmente inferiori alla soglia di rilevanza non danno luogo ad alcun obbligo di dichiarazione ancorché, sommate le azioni possedute a quelle di potenziale acquisto, tale soglia sia superata: la scelta non è motivata nei documenti di consultazione, ma pare da ricondurre alla volontà di migliorare, evitando “equiparazioni” tra partecipazioni effettive e potenziali, la qualità dell’informazione al pubblico sulle partecipazioni rilevanti. Per altro verso, la nuova disciplina delle partecipazioni potenziali appare più restrittiva della precedente: si è infatti scelto (nonostante il contrario avviso manifestato da alcuni interessati nella fase di consultazione) di abbassare la soglia di rilevanza dal cinque al due per cento (cfr. art. 119, comma 1, lett. *a*)).

⁹⁴ Cfr. CONSOB (nt. 52), p. 129. Peraltro, il *Position Paper* di recente pubblicato dalla stessa Autorità (cfr. *supra* nt. 41, e più diffusamente al cap. 4) consulta il pubblico in ordine a possibili riforme “a tutto campo”, anche al di fuori del contesto delle offerte pubbliche.

⁹⁵ La differenza tra “attribuzione” e “spettanza” del voto, già presente nell’art. 120 t.u.f. sembra doversi ricondurre al piano di una spettanza originaria del voto al terzo, nel primo caso, (come quella che segue, in mancanza di patto contrario, l’insorgenza di un rapporto di usufrutto o pegno sulle azioni), di attribuzione pattizia nel secondo (si pensi all’attribuzione del diritto di voto al riportato, in deroga a quanto previsto dall’art. 1550, comma 2, c.c.). In senso conforme P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 284; G. SBISÀ,

ma la titolarità [...] del diritto di voto» in capo al soggetto interessato. Ne discendeva, dunque, l'irrelevanza ai fini dell'art. 120 t.u.f. della posizione di chi, sprovvisto della *titolarità* del diritto di voto, fosse in grado di influenzare l'esercizio del voto da parte del titolare, e ciò – salva l'applicazione della disciplina di trasparenza dei patti parasociali – anche quando l'influenza costituisse l'oggetto di un accordo tra le parti ⁽⁹⁶⁾.

Tale opinione appare oggi corroborata dalle norme introdotte in attuazione della nuova direttiva comunitaria. Immutata la disciplina di rango primario, l'art. 118, comma 1, reg. em. chiarisce che, ai fini della sussistenza di un obbligo di *disclosure*, si ha riguardo al soggetto cui spetta o è attribuito il diritto di voto *soltanto* ove ricorrano una o più delle fattispecie tassativamente individuate dalla norma ⁽⁹⁷⁾. Di tali fattispecie (rispettivamente: pegno, usufrutto, deposito, rappresentanza [con sottostante mandato all'esercizio del voto in piena discrezionalità del delegato] e «accordo» sul trasferimento provvisorio del voto a titolo oneroso) si è già in parte discusso esaminando il concetto di «titolarità» delle azioni. Basterà qui osservare come nessuna di esse imponga obblighi di *disclosure* in capo a chi sia in grado di orientare e determinare il voto *esercitato da altri*; al contrario, tutti i casi elencati si riferiscono a ipotesi in cui la persona del dichiarante coincide con quella di chi ha titolo per esercitare *direttamente* il diritto di voto (ancorché eventualmente in nome, per conto o nell'interesse di altri)⁽⁹⁸⁾

Deve quindi ritenersi estranea all'ambito di applicazione dell'art. 118, commi 1 e 2, reg. em. qualsivoglia forma di influenza sull'esercizio del voto (compresa quella che si è in precedenza definita “forte”, poiché consacrata in un vero e proprio accordo tra le parti), se ad essa non si accompagna altresì il trasferimento della titolarità del diritto, o comunque del suo esercizio. Né appare percorribile la via di un'interpretazione analogica

Commento all'art. 120, in Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, p. 1117 s. Come si dirà subito appresso, peraltro, la distinzione pare aver perso oggi ogni rilievo, alla luce della nuova formulazione dell'art. 118 reg. em.

⁹⁶ Cfr. P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 287, al quale appartengono le parole riportate nel testo. E v. già l'osservazione, all'indomani dell'emanazione del Testo Unico, di V. SALAFIA (nt. 61), p. 562, secondo cui «la nuova disposizione non considera, per calcolarne l'importo al fine ella stima della loro rilevanza, il possesso di partecipazioni da parte di più soggetti fra i quali sia stato stipulato un patto per l'esercizio concertato del voto». In disaccordo, su tale ultimo profilo, era invece G.F. CAMPOBASSO (nt. 53), p. 982 s., rilevando «la matrice comunitaria di tale criterio».

⁹⁷ Tutte, peraltro, riferite a ipotesi di «spettanza» del diritto di voto, sì da rendere oggi sostanzialmente privo di rilevanza normativa il riferimento all'«attribuzione».

⁹⁸ Cfr. CONSOB (nt. 52), p. 126, ove si sottolinea, con riferimento alla fattispecie in questione, di nuova introduzione: «[p]er quanto riguarda la c.d. “vendita del voto”, le relative disposizioni comunitarie, contenute nell'art. 10, lettera *b*), della Direttiva [*Transparency*], sono state recepite pur nella consapevolezza che è discussa nell'ambito dell'ordinamento italiano la liceità di tale fattispecie. La previsione di tali accordi è stata introdotta tenendo anche conto che le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti possono riguardare un emittente extracomunitario, che ha scelto l'Italia come Stato membro d'origine, il cui ordinamento potrebbe riconoscerne la liceità».

in tali ipotesi poiché, essendo l'obbligo di comunicazione della partecipazione rilevante assistito da sanzione penale, vi osta il divieto di cui all'art. 14 prel. ⁽⁹⁹⁾(¹⁰⁰).

In conclusione, anche le fattispecie di influenza sul voto, quando legata alla conclusione di contratti derivati secondo quanto veduto nel cap. 1, debbono preferibilmente ritenersi escluse dall'obbligo di comunicazione.

8. *Partecipazione sintetica e influenza sul voto come ipotesi di partecipazione indiretta nell'emittente. Il concetto di partecipazione indiretta nell'art. 118, comma 3, reg. em.* – Esclusa la rilevanza delle partecipazioni sintetiche (anche quando accompagnate da influenza sull'esercizio del voto) ai fini della definizione di partecipazione *diretta* (attuale o potenziale), il piano della discussione si sposta a valutare le fattispecie di partecipazione *indiretta*.

Alle «partecipazioni indirette» detenute dal socio si riferisce genericamente l'art. 120, comma 4, lett. *b*), t.u.f.. L'art. 118, comma 3, reg. em. precisa, più analiticamente, che nella partecipazione rilevante debbono essere altresì computate sia «le azioni di cui sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate, sia quelle in relazione alle quali il diritto di voto spetta o è attribuito a tali soggetti» ⁽¹⁰¹⁾: gli schermi interpositivi e fiduciari, nonché le articolazioni societarie di gruppo, sono quindi “perforati” quando occorra risalire al titolare delle azioni (indipendentemente dalla concreta spettanza del voto),

⁹⁹ La vigenza del divieto di interpretazioni analogiche nella materia che occupa (analogie che sarebbero in ogni caso inopportune, anche in assenza della norma penale, attesa la necessità che siano delineate fattispecie dai contorni chiari e indiscutibili a beneficio degli operatori, come veduto anche a commento della disciplina comunitaria) è costantemente sottolineato dagli interpreti: cfr. ad es. G. SCOGNAMIGLIO (nt. 70), p. 255; P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 283, nt. 234.

¹⁰⁰ In ciò, la disciplina sulla trasparenza potrebbe marcare una differenza rispetto alla fattispecie del controllo societario *ex art.* 2359, con riferimento alla quale una parte della dottrina ritiene che possa *controllare* anche il soggetto che *dispone* dei voti necessari ad esercitare un'influenza dominante, anche quando tale disponibilità non discenda dal possesso diretto o indiretto di una partecipazione nell'emittente, né forse neppure trovi titolo in un rapporto obbligatorio con altri soggetti: cfr. ad es. G. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., vol. 3*, Torino 1995, p. 691; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 499; e, interpretando in modo particolarmente ampio il concetto di «disponibilità», M. NOTARI, *La nozione di “controllo” nella disciplina antitrust*, Milano, 1996, 331 ss. (*contra*, peraltro, L.A. BIANCHI, *Note introduttive sulla nozione di controllo ex art. 23 T.U.*, in *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di U. Morera e A. Nuzzo, Milano, 1996, vol. 1, p. 162 ss.; A. LOLLI, *Commento all'art. 1 (Società controllate e collegate)*, in *Normativa su bilancio e bilancio consolidato*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, E. Bocchini e L.A. Bianchi, in *NLCC*, 1996, part. p. 206 ss.; P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 234 ss.).

¹⁰¹ Anche in questo caso si ha una duplicazione di comunicazioni: da un lato, l'obbligo si estende al partecipante indiretto, come esplicitato dalla norma; dall'altro, sebbene la norma non lo specifichi, sono tenuti alla comunicazione anche l'interposto, il fiduciario e la società controllata. Cfr. in proposito il Modello 120A (nell'Allegato 4A al Regolamento Emittenti), al Quadro 2.3, ove è previsto, tra i «titoli di possesso», la «intestazione per conto terzi», nonché il Quadro 3.4. V. anche, in argomento, P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 285 s. V. già, nell'ordinamento precedente al Testo Unico, G. SCOGNAMIGLIO (nt. 70), p. 246, nt. 23, ove rife. al dibattito allora corrente in dottrina.

nonché al titolare dei diritti di voto (nelle fattispecie tassativamente indicate dall'art. 118, comma 1, reg. em.).

La norma secondaria si pone in continuità con la formulazione introdotta sin dal 1974, che già individuava la partecipazione indiretta nelle tre menzionate fattispecie⁽¹⁰²⁾; impostazione poi mantenuta anche in materia di partecipazioni rilevanti in società editoriali (artt. 1 l. n. 416 del 1981 e 13, comma 6, l. n. 223 del 1990), nel capitale delle banche (art. 22 t.u.b.) e, nuovamente in sede regolamentare, nel capitale di SIM, s.g.r. e Sicav (art. 15, comma 5, lett. a), t.u.f.), nonché in materia di opa (art. 105, comma 2, t.u.f., di cui si dirà *infra*) e di *internal dealing* (art. 114, comma 7, t.u.f.)⁽¹⁰³⁾. Analoga tripartizione si rinviene altresì in numerose nozioni di controllo, sia nella disciplina codicistica (cfr. art. 2359, comma 2, c.c., nella versione introdotta dalla stessa l. 216 del 1974), sia in quella speciale⁽¹⁰⁴⁾.

È tuttavia difficile, nonostante le somiglianze letterali e l'utilizzo di espressioni talora tralattizie, ricondurre ad unità la *ratio* di ciascuno dei richiami a fattispecie interpositive, fiduciarie e di controllo⁽¹⁰⁵⁾. Per i fini che qui interessano, è preferibile concentrarsi sulle

¹⁰² Cfr., in precedenza, l'art. 1/5, comma 4, l. 216 del 1974. Auspicava, invece, una riduzione dei casi di rilevanza della partecipazione indiretta, in ragione delle «concrete difficoltà di prova in ordine a molti casi di possesso indiretto», V. SALAFIA (nt. 61), p. 563.

¹⁰³ Si vv. anche altre disposizioni, quali quelle in materia di privatizzazioni (l. n. 474 del 1994, art. 3, comma 1, in materia di clausole statutarie di limite al possesso azionario). Per una rassegna, non aggiornata, di norme in materia societaria e finanziaria che fanno riferimento a fattispecie interpositive cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *L'interposizione di persona nel mercato finanziario*, in *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996, p. 257 s.; L. NANNI, *L'interposizione di persona*, Padova, 1990, p. 180 ss.

¹⁰⁴ Cfr. per es. art. 26, ult. co., d. lgs. n. 127 del 1991, in tema di bilancio consolidato; art. 93, ult. co., t.u.f., ai fini della disciplina degli emittenti. Può poi considerarsi richiamata indirettamente la norma di cui all'art. 2359, comma 2, c.c. allorché altre definizioni di controllo previste dalla legislazione speciale fanno parziale o integrale rinvio alla nozione di controllo contenuta negli artt. 2359: cfr. l'art. 2397-*sexies* c.c. in materia di direzione e coordinamento di società, l'art. 7 l. n. 287 del 1990 in materia *antitrust*, l'art. 23, comma 1, t.u.b. in materia di controllo bancario. In altri passaggi della disciplina codicistica compare soltanto il riferimento all'interposizione di persona e a quella fiduciaria (cfr. artt. 2357, ult. co., 2358, comma 2, 2359-*bis*, ult. co., e 2360 c.c.): in alcuni casi (sottoscrizione o acquisto di azioni proprie) l'assenza del riferimento alle società controllate è giustificata da apposita norma che disciplina espressamente la fattispecie (sottoscrizione o acquisto delle azioni della controllante); in altri (operazioni su azioni proprie, sottoscrizione reciproca di azioni) la legge non disconosce di per sé l'alterità soggettiva delle società legate da una relazione di controllo, anche se la norma potrà essere nondimeno invocata qualora la società controllata ricopra in concreto un ruolo di soggetto interposto. Si noti, inoltre, che mentre l'art. 26 d. lgs. n. 127 del 1991 (seguendo sul punto l'art. 2359) fa riferimento più restrittivamente alle «società fiduciarie», l'art. 93 t.u.f. – conformemente alle altre norme del Testo Unico – si allarga a qualunque «fiduciario», anche quando non soggetto alla disciplina di cui alla l. n. 1966 del 1939 (sul significato di questa estensione cfr. ad es. G. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 93*, in *La disciplina delle società quotate*, cit., tomo I, p. 67): resta il fatto – già sottolineato da G. SBISÀ, *Società controllate e collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, p. 349 – che i fiduciari costituiscono una *species* del *genus* interpositivo (v. più diffusamente, anche per riff., oltre alle note che seguono, il par. 10).

¹⁰⁵ Un approccio casistico è seguito, nel contesto dell'analisi del *portage* azionario, da P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 221 ss.: l'Autore tratteggia, in particolare, inquadramenti diversi della fattispecie interpositiva nel

esigenze specifiche alla base della disciplina degli assetti proprietari, per verificare, poi, in quale misura fattispecie di proprietà occulta fondate sui contratti derivati possano effettivamente essere ricondotte, nell'ambito di disciplina in esame, a interposizioni di persona o a negozi fiduciari. In proposito, occorre dare conto di tre diverse letture del concetto di «partecipazione indiretta» espresso dall'art. 118, comma 3, reg. em.:

(i) secondo un primo orientamento⁽¹⁰⁶⁾, la partecipazione indiretta ricomprenderebbe, oltre ai casi di partecipazione attraverso società controllata, unicamente fattispecie di interposizione *fittizia* di persona o di fiducia *germanistica*. La tesi in questione fa soprattutto perno su una rigorosa lettura dei modelli e delle istruzioni al Regolamento Emittenti contenute nel relativo Allegato 4A, nei quali ogni riferimento alle fattispecie – di portata più ampia, sotto il profilo privatistico – dell'interposizione di persona e della fiducia è ricondotto a vicende relative alla *intestazione* dei titoli azionari⁽¹⁰⁷⁾. Orbene, l'utilizzo di tale (in verità atecnica) espressione indurrebbe l'idea che il legislatore secondario abbia inteso riferirsi, piuttosto che a ogni fenomeno interpositivo, unicamente all'ipotesi di interposizione fittizia (nella quale i titoli azionari sono intestati a un prestanome)⁽¹⁰⁸⁾ o, al più, a una scissione – tipica dello schema fiduciario reale

caso del controllo societario, della disciplina delle operazioni su proprie azioni, della disciplina sulla *disclosure*. Tenta invece una *reductio ad unum* L. NANNI, (nt. 103), p. 203 ss.: ritiene, in particolare, l'Autore che l'applicazione delle norme in questione – siano esse riferite alla trasparenza degli assetti proprietari o alla disciplina delle operazioni su proprie azioni – debba essere estesa nei confronti delle intestazioni che consentano al *dominus* «di mantenere un controllo analitico» sulla partecipazione: «d'altro lato, è proprio la considerazione dei pericoli insiti nel perseguimento di questo interesse che giustifica l'intervento della legge» (p. 209). Di conseguenza, il rapporto rilevante ai fini delle norme in questione sarebbe quello di c.d. *amministrazione fiduciaria*, da individuarsi nel «mandato per l'esecuzione del quale il fiduciante conferisce (...) di volta in volta gli ordini alla società fiduciaria, comunque nell'ambito dei poteri analiticamente individuati (...) all'atto del conferimento dell'incarico» (p. 208), e da distinguersi rispetto a fattispecie di *gestione* di beni trasferiti in fiducia (su tale ormai classica distinzione cfr. anche P.G. JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 187 s.). Intravede un «elemento comune» anche C. RABITTI BEDOGNI (nt. 103), p. 258, da ravvisarsi nella volontà che «la finalità perseguita dalla norma si realizzi anche quando non vi sia coincidenza tra la parte in senso formale del negozio e la parte sostanziale, la quale è comunque l'effettiva destinataria degli effetti prodotti dall'atto stesso». Vi è poi l'autorevole opinione di chi, su un piano più generale, afferma che la trasparenza va sempre più diventando una condizione di legittimità dei rapporti interpositivi (e fiduciari in particolare), atteso che le ragioni di anonimità che in origine giustificavano il ricorso a tali tecniche sono oggi contestabili di fronte a crescenti esigenze di «tutela di interessi diffusi che postulano trasparenza»: cfr. U. MORELLO, *Fiducia e negozio fiduciario: dalla "riservatezza" alla "trasparenza"*, in *I trusts in Italia oggi*, cit., p. 84 ss.

¹⁰⁶ P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 280 ss., riprendendo così un'opinione già espressa – prima dell'emanazione del Regolamento Emittenti – da V. SALAFIA (nt. 61), p. 562.

¹⁰⁷ Cfr. il Quadro 2.3 del Modello 120A, ove è menzionata la «intestazione per conto terzi», il Quadro 3.3 del medesimo Modello, ove si fa riferimento ai «soggetti che hanno ceduto l'intestazione», nonché il Quadro 3.4, rubricato «soggetto proprietario delle azioni intestate a fiduciaria o a interposta persona».

¹⁰⁸ Sarà qui sufficiente ricordare come l'opinione dominante riconduca l'interposizione fittizia alla fattispecie della simulazione relativa soggettiva, nella quale colui che figura quale successore in un diritto oggetto di trasferimento non corrisponde a colui che ne è realmente divenuto titolare. Si tratta – sempre secondo l'opinione dominante – di un accordo trilaterale che richiede il consenso del soggetto che

comunemente noto come germanistico – tra titolarità dell'azione (che rimane in capo all'interponente/fiduciante), e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (trasferita all'interposto/fiduciario attraverso l'intestazione a quest'ultimo delle azioni). Sarebbe, di conseguenza, da escludere dalla portata dell'art. 118, comma 3, reg. em. ogni riferimento a quelle interposizioni reali (siano esse fondate su un negozio fiduciario – in tal caso romanistico – oppure no)⁽¹⁰⁹⁾, nelle quali l'interposto ha la piena *proprietà* delle azioni,

trasferisce il diritto, del simulato acquirente (o prestanome) e del reale acquirente. Di qui derivano le due fondamentali differenze rispetto all'interposizione reale, dove le parti dell'accordo interpositorio sono solo due e non si ha simulazione, dal momento che il contratto concluso dall'interposto con il terzo non produce i suoi effetti automaticamente in capo all'interponente, ma è necessario che un distinto negozio o una sentenza (*ex art. 2932 c.c.*) producano il trasferimento tra interposto e interponente: cfr. per tutti, nella manualistica, P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 1986, p. 194; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2003, p. 950 s.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, p. 699 s.; v. poi, anche per una confutazione delle minoritarie tesi che in passato hanno avversato questa ricostruzione, L. NANNI (nt. 103), p. 109 ss. Peraltro, è comune l'osservazione che la differenza tra i due tipi di interposizione si riduce parzialmente nella pratica, considerato che, in caso di inadempimento dell'interposto reale, l'ostacolo costituito dall'interposizione può essere eliminato attraverso la sentenza costitutiva *ex art. 2932 c.c.* (per riferimenti, cfr. ancora L. NANNI (nt. 103), p. 157). Inoltre, nonostante la giurisprudenza si attesti granitica sull'impostazione tradizionale, va dato conto dell'opinione di chi, in epoca recente, contesta l'esistenza di una «sostanziale differenza» tra un'interposizione reale (almeno nella forma della fiducia *cum amico*) e una fittizia: cfr. U. MORELLO (nt. 106), p. 83 s.

¹⁰⁹ Come è noto, secondo l'opinione tradizionale che si rifà alla celebre ricostruzione di FRANCESCO FERRARA (*Della simulazione dei negozi giuridici*, Roma, 1922, p. 232 ss.), l'interposizione reale può aver luogo in due modi: attraverso l'interposizione di un intermediario che compie nell'interesse dell'interponente «un atto che non suppone alcuna qualità speciale nell'agente» (come quando acquista un bene o si obbliga nell'interesse altrui), ovvero quando l'intermediario compie un atto «che richiede nel contraente una posizione prestabilita, una vocazione determinata, un diritto anteriore» (come nel caso dell'alienazione, nell'interesse altrui, di un bene di cui l'interposto è proprietario o la remissione di un debito rispetto al quale egli è creditore): nel primo caso si ha mandato in nome proprio, nel secondo fiducia. Simile bipartizione (distinguendosi però tra *rappresentanza indiretta* e *fiducia*) è riproposta, ad es., da S. PUGLIATTI, *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, part. p. 472 ss.; F. SANTORO-PASSARELLI, *Istituzioni di diritto civile. Dottrine generali*, Napoli, 1946, p. 194 s.; N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, in *Studi di diritto civile*, Milano, 1964, vol. II, p. 402 ss.

In verità, queste classificazioni non vanno intese rigidamente. Da un lato, il mandato senza rappresentanza – che è fattispecie più ampia rispetto alla semplice rappresentanza indiretta, la quale si risolve sostanzialmente in un mandato all'acquisto – è tipicamente presente negli schemi fiduciari che contemplano un mandato ad alienare o ad amministrare (v. gli esempi di F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, Milano, 2002, p. 487 s.); anzi, vi è chi (F. CAMPAGNA, *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962, p. 109) ha criticato la categoria stessa del negozio fiduciario per essere questa pacificamente sussumibile nello schema tipico del mandato, e chi (U. MORELLO (nt. 106), p. 83), riduce provocatoriamente la distinzione tra fiducia e mandato a una pura questione di termini. Da altra prospettiva, si è osservato come non sia sempre giustificata la riconduzione al negozio fiduciario di alcune fattispecie di interposizione reale comunemente classificate in questa categoria, come nel caso in cui una parte assume verso l'altra l'obbligo di alienare un bene che in precedenza aveva dalla stessa acquistato, senza che il contratto di vendita con il terzo acquirente preveda un ribaltamento sull'interponente dei rischi che da esso derivano: vi sarebbero, dunque, casi di interposizione reale diversi sia dalla rappresentanza indiretta, sia dal negozio fiduciario (cfr. L. NANNI, (nt. 103), p. 148 ss., anche per ulteriori riferimenti, anche giurisprudenziali).

salvo l'obbligo assunto nei confronti dell'interponente a trasferirle successivamente (all'interponente stesso o ad un terzo) ed, eventualmente, a esercitare i diritti sociali secondo le istruzioni da esso ricevute ⁽¹¹⁰⁾;

(ii) secondo un diverso orientamento, «la genericità dell'espressione usata e la finalità legislativa» di favorire la trasparenza indurrebbero a ricomprendere nella norma «ogni ipotesi di interposizione di persona» ⁽¹¹¹⁾. Si richiama, a supporto della tesi proposta, la finalità – di cui sopra si è detto – di identificare i soggetti cui fa capo l'effettivo potere di voto, onde offrire agli emittenti e al pubblico un quadro dei reali assetti di potere nella società. Non è dirimente, dunque, la circostanza che gli interponenti/fiducianti pongano in essere schemi marcatamente elusivi della disciplina, o comunque dettati da esigenze di anonimato; divengono, al contrario, rilevanti anche i rapporti interpositivi nei quali le parti perseguono finalità diverse da queste. E così, secondo l'orientamento in esame, sarebbero per esempio soggette agli obblighi di comunicazione le parti di un rapporto di mandato senza rappresentanza in cui il mandatario acquista da terzi azioni che si impegna, poi, a mantenere in detenzione per conto del mandante durante un certo periodo di tempo prima di trasferirle al mandante stesso (o a terzi), ovvero per un tempo indeterminato, fino a che il *dominus* non ne domandi il trasferimento ⁽¹¹²⁾. Lo stesso è a dirsi per i casi (tendenzialmente riconducibili allo schema fiduciario, statico o dinamico) nei quali il mandatario si obbliga ad amministrare ed eventualmente a trasferire al mandante azioni proprie, ovvero azioni in precedenza acquistate da quest'ultimo. Si è, infine, ipotizzata l'estensione a fattispecie contigue al mandato (come la commissione), e ad altre diverse (come il deposito e alcuni tipi di *trust*, ammessi dalla Convenzione dell'Aja, come il *bare trust* e il *voting trust*) in cui il *dominus* ha il potere di esercitare «un potere direzionale della volontà espressa dall'interposto, mediante istruzioni di carattere generale o specifiche per singoli atti» ⁽¹¹³⁾;

¹¹⁰ Scrive P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 288 s.: «Il mero dato dell'influenza, anche rigida e costante, ma meramente interna e di natura obbligatoria che l'interponente reale possa essere in grado di esercitare (...) sull'interposto, non può trovare spazio nell'ambito di tale disciplina», diversamente da quanto avviene nel caso del controllo societario e degli acquisti di concerto (note omesse).

¹¹¹ Così, con riferimento alla disciplina del 1974, S. SCHIRÒ (nt. 56), p. 297; nello stesso senso, nelle successive riformulazioni, G. FERRI (nt. 43), p. 23; G. SCOGNAMIGLIO (nt. 53), p. 513; R. MAVIGLIA (nt. 61), p. 646; più recentemente A. TUCCI, *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Trattato diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2005, vol. 2, p. 591, ove si richiama un criterio di «effettiva disponibilità del voto», da intendersi come «potere decisionale in merito all'esercizio del voto».

¹¹² Si tratta dell'ipotesi classica di rappresentanza indiretta: cfr. *supra*, nt. 109.

¹¹³ Così C. RABITTI BEDOGNI (nt. 103), p. 259. Considerazioni analoghe erano state svolte, sia pure con riferimento all'art. 2359 c.c., da G. SBISÀ, *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991, n. 127*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 913 s. Si esclude per contro, coerentemente, la rilevanza di altri rapporti, in passato talora inquadrati nell'ambito dell'interposizione, rispetto ai quali non è concesso all'interponente impartire direttive all'interposto: è il caso del *trust* "classico" in cui sono esclusi poteri di influenza del *settlor* e del beneficiario sull'attività di gestione operata dal *trustee* e, soprattutto, il rapporto tra partecipanti a un fondo comune di investimento e gestore del fondo (cfr. in particolare art. 1, comma 1, lett. j), e art. 40 t.u.f.) (cfr.

(iii) secondo una terza interpretazione, massimamente estensiva, la nozione di interposizione presupposta dalla disciplina sulla trasparenza dovrebbe tenere conto dell'effettivo "potere" di voto dell'azionista rilevante, sia che esso abbia titolo in un rapporto di tipo obbligatorio (interposizione nel senso civilistico del termine, ovvero nel senso lato illustrato *sub (ii)*), sia che esso dipenda «dai rapporti di forza tra le due parti dell'operazione» o «dai rispettivi interessi economici, pur in mancanza di precisi impegni giuridici (che potrebbero essere addirittura esclusi da specifiche pattuizioni)»⁽¹¹⁴⁾. Questo orientamento supera il requisito della rilevanza giuridica della partecipazione dell'interponente, per abbracciare – in nome dell'interesse a una trasparenza massima degli assetti del potere societario – tutti i fenomeni di influenza (anche di mero fatto) che un soggetto è in grado di esercitare sui diritti di voto esercitabili da terzi, compresi quelli (già definiti di intensità "debole") in cui un soggetto esercita il voto tenendo spontaneamente conto dell'interesse di un terzo: si attribuisce, insomma, rilievo giuridico alla figura nota alla dottrina civilistica come *interposizione di fatto*⁽¹¹⁵⁾⁽¹¹⁶⁾.

ancora C. RABITTI BEDOGNI (nt. 103), p. 259 ss.; A. TUCCI (nt. 111), p. 951, ove anche ragguagli e riferimenti sulle nozioni di *bare trust* e *voting trust*).

¹¹⁴ Così G. FERRARINI (nt. 90), p. 656, argomentando la soggezione all'obbligo di comunicazione *ex art. 120 t.u.f.* della parte "lunga" di un *cash-settled equity swap* quando la controparte abbia provveduto a ricoprirsi in azioni. Sebbene soltanto in questo scritto si ritrovi una affermazione così esplicita della tesi descritta nel testo, quest'ultima può farsi risalire all'orientamento di F. D'ALESSANDRO (nt. 57), p. 337, il quale era incline a comprendere nella disciplina della trasparenza «tutte quelle situazioni di appartenenza di fatto (non importa quanto e come mediata o indiretta) del potere azionario».

¹¹⁵ La civilistica discorre di interposizione di fatto in relazione ai casi in cui la legge fa divieto a soggetti che si trovino in determinate condizioni di compiere certi acquisti *anche per interposta persona* (con sanzione, secondo i casi, di nullità o annullabilità dei negozi conclusi in violazione del divieto: per fare solo alcuni esempi, il divieto di acquisto di diritti del minore incombente sui genitori esercenti la patria potestà *ex art. 323 c.c.*, il divieto di acquisto di crediti litigiosi incombente su magistrati, avvocati, notai e altri incaricati di pubblico servizio *ex art. 1261*, i divieti di comprare previsti dall'*art. 1471*): in questi casi, la dottrina tende a escludere che la sanzione di invalidità colpisca gli acquisti conclusi da un soggetto *diverso* da quello sottoposto al divieto per il solo fatto che (nonostante l'assenza di accordo interpositivo) il soggetto incapace di compiere l'acquisto «intravede una ragione per confidare nel successivo trasferimento a suo favore» del bene o diritto acquistato dal terzo: si v., per tale definizione di interposizione di fatto, F. CAMPAGNA (nt. 109), p. 194). Tuttavia, si conclude per l'applicazione dell'*art. 1344* quando vi sia in capo al terzo (cioè all'interposto di fatto) «assenza di ogni interesse verso il bene» acquistato (così L. NANNI (nt. 103), p. 192, il quale riteneva applicabile l'*art. 1344* con riferimento agli *artt. 2362* e *2497* *prev.* (ma non invocabile il concetto di interposizione reale) all'intestazione di partecipazioni societarie minime a soggetti legati da rapporti familiari o professionali al socio di controllo di una s.p.a. o s.r.l. Nell'ambito che qui interessa, la figura dell'interposizione di fatto è stata invocata da P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 172, per descrivere la «proprietà economica» delle azioni di cui una delle parti di un *equity swap* sarebbe titolare; cfr. anche A. LUPOI (nt. 61), p. 60 ss., con riferimento anche a casi diversi dai derivati. Si v. inoltre le considerazioni dello stesso G. FERRARINI (nt. 90), p. 656.

¹¹⁶ Si noti, peraltro, come neppure questo orientamento – ancorato alla dimostrazione di influenza sull'esercizio del voto – miri a risalire, attraverso lo schermo di una pretesa interposizione, alla proprietà economica delle azioni: ciò che, secondo la tesi in esame, rileva ai fini dell'identificazione di un rapporto di interposizione è sempre il potere (nel senso di influenza) sul voto, non la circostanza che l'interponente sia

Di queste interpretazioni convince, a ben guardare, solo quella intermedia.

Quanto alla prima, sembra anzitutto che essa attribuisca ai modelli e alle istruzioni allegati al Regolamento Emittenti un peso non corretto sul piano ermeneutico. I modelli, infatti, che costituiscono semplici strumenti per l'adempimento degli obblighi di comunicazione, non possono certo delimitare l'ambito di applicazione della norma (dettata dalla stessa Consob) che definisce la fattispecie di partecipazione indiretta; né possono farlo le istruzioni, le quali hanno l'unica finalità di assistere gli operatori nella compilazione dei modelli ⁽¹¹⁷⁾. Non si può, insomma, escludere che fattispecie non menzionate dai modelli siano in verità ricomprese nell'ambito di applicazione dell'art. 118, comma 3, reg. em..

Inoltre, la lettura qui criticata finisce per interporre una soluzione di continuità normativa rispetto al passato, la quale sarebbe, tuttavia, contraddittoria nell'impianto delineato dal Testo Unico. A rigore, infatti, se nell'interpretare il riferimento alle «interposte persone» e ai «fiduciari» si deve avere riguardo ai soli paradigmi della simulazione e della fiducia germanistica, si dovrebbe concludere, ad esempio, che *non* sono soggetti ad obbligo di comunicazione i «proprietari sostanziali» di azioni intestate a società fiduciarie costituite come «sim» e autorizzate, *ex art.* 60 d. lgs. n. 415 del 1996, alla prestazione del servizio di gestione di portafogli ⁽¹¹⁸⁾ (l'opinione dominante, infatti,

in grado di procurarsi – in ragione dei menzionati rapporti di forza e interessi economici delle parti – la proprietà delle azioni possedute dall'interposto, anche senza averne il diritto.

¹¹⁷ Efficacemente scrive A. LUPOI (nt. 61), p. 78: «(i)l modello, in quanto *strumento* tecnico di efficienza comunicativa non può essere considerato una *fonte* (pur essendo prescritto da una fonte) di rapporti giuridici che si limita, quindi, a palesare in certe modalità» (corsivi dell'Autore).

¹¹⁸ Come noto, la richiamata norma del decreto «Eurosim», rimasta in vigore dopo l'entrata in vigore del Testo Unico, autorizza le società fiduciarie «dinamiche» (cioè quelle che prestano servizio di gestione patrimoniale, anziché di sola custodia e amministrazione dei titoli intestati – c.d. fiduciarie «statiche») all'esercizio del servizio di gestione di portafogli purché sotto la denominazione di «sim», assoggettandole al tempo stesso alla disciplina prevista per i servizi di investimento anziché a quella di cui alla l. n. 1966 del 1939. Cfr., tra i contributi più recenti, in argomento, L. DE ANGELIS - P. GAGGERO, *Società fiduciarie*, in *Contr. e impr.*, 2003, p. 940 ss.; G. CRISCUOLI, *Brevi riflessioni sull'intestazione fiduciaria*, in *Riv. not.*, 2005, p. 1445 ss.; sull'art. 60 d. lgs. n. 415 del 1996 v. G. DI CHIO, *Gestione fiduciaria di patrimoni mobiliari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari dal decreto Eurosime al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 159 ss.; F.M. GIULIANI, *Intestazione fiduciaria e servizi di investimento*, *ivi*, p. 177 ss.; v. anche, sinteticamente, P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 149 s., nt. 154. Sul punto, è forse utile ricordare che la differenza tra la prestazione del servizio di gestione di portafogli tramite s.i.m. «ordinaria» (o banca, o s.g.r.) e tramite s.i.m. fiduciaria risiede proprio nello schema interpositivo, che è assente nel primo caso e presente nel secondo: infatti, quando il patrimonio individuale è gestito tramite sim «ordinaria» il cliente resta proprietario e intestatario delle azioni gestite, come si evince con chiarezza dall'art. 24, comma 1, lett. c), t.u.f., ove si presuppone che il gestore non sia legittimato al voto. Peraltro, anche questa differenza si attenua – ponendo qualche difficoltà di inquadramento – ove il gestore, a ciò autorizzato per iscritto dal cliente, si avvalga della facoltà di agire in nome proprio (intestando a sé, dunque, le azioni) e per conto del cliente, come consentito dall'art. 21, comma 2, t.u.f. (in argomento v. F. ANNUNZIATA (nt. 62), p. 146; R. COSTI (nt. 61), p. 151, i quali individuano la distinzione tra intestazione a società fiduciaria e intestazione *ex art.* 21 t.u.f. in un elemento di carattere temporale: nel secondo caso, infatti, il gestore sarebbe obbligato a retrocedere i titoli al cliente immediatamente dopo l'acquisto).

riconduce questa fattispecie allo schema della fiducia *romanistica* che presuppone il trasferimento pieno della proprietà delle azioni)⁽¹¹⁹⁾. Così facendo, però, si esclude una categoria di soggetti che in precedenza, in virtù del riferimento alle «società fiduciarie» (cfr. art. 1/5 l. n. 216/1974), erano pacificamente tenuti a dichiarare la partecipazione di pertinenza dei loro clienti⁽¹²⁰⁾. Ma di simile mutamento di rotta non vi è traccia nei lavori preparatori, ed esso appare anzi contraddittorio rispetto alla esplicita volontà di rendere trasparenti anche le interposizioni (fiduciarie) diverse da quelle cui prendono parte società fiduciarie⁽¹²¹⁾.

Né, infine, pare che un'interpretazione così restrittiva renda più spedito e facilmente controllabile l'adempimento degli obblighi di comunicazione (benché al costo di escludere dall'ambito di applicazione di tali obblighi numerose fattispecie in cui un soggetto è in grado di orientare sistematicamente e analiticamente il voto esercitato da terzi). Si faccia il caso di una scissione "germanistica" tra proprietà e intestazione di un pacchetto di titoli azionari (superiore alle soglie di rilevanza): in questi casi, la giurisprudenza è solita stabilire una presunzione di trasferimento "pieno" della proprietà del titolo azionario, mentre spetta alla parte interessata provare l'intestazione solo fiduciaria del titolo⁽¹²²⁾. Orbene, qualora lamentasse la mancata comunicazione di una partecipazione rilevante in capo al presunto interponente, l'Autorità dovrebbe farsi carico dell'onere di dimostrare che l'intestazione dei titoli non riflette un trasferimento della proprietà del titolo all'intestatario (ancorché accompagnato da un *pactum fiduciae* secondo lo schema romanistico, *in thesi* non soggetto a comunicazione), bensì la volontà delle parti di scindere tra titolarità della partecipazione e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

L'ultima delle interpretazioni sopra ricordate presenta problemi simili, anche se da un versante opposto. Una concezione unicamente "fattuale" del potere di voto, fondata sul generico concetto di "influenza" può forse realizzare al massimo grado l'aspirazione a offrire al pubblico un quadro fedele degli effettivi assetti del potere societario, tenendo conto anche dell'esistenza di rapporti di forza e circostanze che sfuggono alle usuali categorie civilistiche. Tuttavia, essa non trova una collocazione armonica tra le altre norme sulla trasparenza contenute nel Regolamento Emittenti, né appare conforme allo spirito "di compromesso" che informa – come veduto all'inizio del capitolo – la direttiva comunitaria.

Si è già sottolineato, infatti, che il testo del Regolamento è attento a ricollegare gli obblighi di dichiarazione connessi con l'esercizio del voto alla *titolarità* del relativo diritto (art. 118, comma 1, lett. *a-d*, reg. em.)⁽¹²³⁾ e, al di fuori di questa ipotesi, con fattispecie di chiaro inquadramento privatistico: il contratto di riporto e di prestito titoli (art. 118,

¹¹⁹ Cfr. L. DE ANGELIS - P. GAGGERO (nt. 118), p. 952; F.M. GIULIANI (nt. 118), p. 194 ss.; e v. già P.G. JAEGER (nt. 105), p. 187. L'opinione non è peraltro pacifica: si v., per un inquadramento in senso germanistico della fiducia in questione, G. DI CHIO (nt. 118), p. 166 ss.

¹²⁰ V. infatti le considerazioni di C. RABITTI BEDOGNI (nt. 103), pp. 259; 264 s.

¹²¹ Cfr. *supra*, nt. 104.

¹²² F. GAZZONI (nt. 108), p. 958.

¹²³ Cfr. *supra* par. 5.1.

comma 2), l'esistenza di un rapporto fiduciario e di una relazione di controllo societario (art. 118, comma 3)¹²⁴). Simile rigore nell'individuazione delle fattispecie, e in particolare l'esigenza di riferirsi a rapporti giuridici *aliunde* definiti, testimoniano dell'intenzione di definire una disciplina semplicemente e rapidamente applicabile dagli interessati, controllabile dalle autorità e dal pubblico degli investitori, come indirettamente sottolineato in più occasioni dalla stessa Consob (¹²⁵).

Ipotizzare la rilevanza di interposizioni di fatto si pone in contrasto con questa impostazione. Inoltre, e senza voler attribuire rilevanza decisiva ad argomenti *ab inconvenienti*, la pretesa di ravvisare nell'art. 118, comma 3, reg. em. siffatta norma di chiusura pone almeno tre ordini di criticità.

In primo luogo, la disciplina rimette ai soggetti tenuti alla comunicazione una complessa *autovalutazione* della propria posizione, da svolgersi necessariamente in base a criteri vaghi ed elastici quali quelli di «rapporti di forza» e «interessi economici» delle parti. Da ciò discendono costi significativi per i dichiaranti e accresciute possibilità di errore, che derivano dall'applicazione di fattispecie dai contorni così incerti nell'ambito di una disciplina che prevede termini brevi per la comunicazione della partecipazione rilevanti, computati a decorrere da una data che deve poter essere precisamente individuata (cinque giorni di negoziazione «decorrenti dall'operazione idonea a far sorgere l'obbligo»: art. 121 reg. em.), ed è assistita da sanzioni amministrative e anche penali (artt. 193, comma 2, t.u.f., e 2638, comma 2, c.c.).

In secondo luogo, gli inconvenienti di una fattispecie vagamente definita si riflettono sulle difficoltà e sui costi del controllo da parte dell'autorità di vigilanza, la quale, da un lato, si troverebbe a fare frequente ricorso ai propri poteri di richiesta di informazioni integrative e ispettivi per controllare il rispetto degli obblighi di comunicazione, dall'altro, una volta accertate eventuali violazioni, dovrebbe fronteggiare le opposizioni – anche in sede contenziosa – promosse dai soggetti obbligati che contestano la valutazione dei fatti effettuata dall'autorità.

Infine, vi è il rischio che una concezione così allargata di partecipazione comprometta, presso il pubblico, l'efficacia della stessa disciplina della trasparenza, elevando i costi di “lettura” delle informazioni oggetto di comunicazione. E ciò, vuoi a

¹²⁴ Potrebbe obiettarsi, quanto al controllo societario (definito, ai fini che qui interessano, dall'art. 93 t.u.f.), che si tratta, non diversamente dalle “interposizioni di fatto”, di una fattispecie fondata su un concetto di “disponibilità” del voto che può prescindere dall'esistenza di vincoli giuridici: cfr. *supra*, nt. 100. Di là dall'osservazione che non si tratta, come già detto, di un'opinione pacifica, sembra comunque significativa la constatazione che la relazione di controllo trova una propria definizione al di fuori della disciplina degli assetti proprietari e assuma rilievo, sia nel contesto del t.u.f. sia fuori di esso (la definizione dell'art. 93 t.u.f. è identica a quella applicabile ai fini della disciplina del bilancio consolidato), in una pluralità di circostanze. Il paradigma descritto nel testo esce quindi confermato. Vi sarebbe poi da spiegare, qualora si volesse dar credito all'opinione qui criticata, per quale ragione il legislatore secondario si sia preso cura di menzionare la fattispecie del controllo, dal momento che quest'ultima altro non costituirebbe se non un caso specifico del *genus* interposizione di persona.

¹²⁵ Cfr. CONSOB (nt. 52) p. 125, ove si sottolinea la finalità di «specificare con maggior dettaglio i criteri per il calcolo della partecipazione già presenti nella normativa attualmente vigente».

causa di un assolvimento solo saltuario degli obblighi di *disclosure* da parte degli operatori, dovuto alle difficoltà interpretative e alle occasioni per comportamenti opportunistici cui sopra si è accennato; vuoi perché l'estensione dell'obbligo di comunicazione a posizioni fra loro estremamente differenziate per "intensità" della relazione proprietaria richiede, per evitare la diffusione di elementi fuorvianti, un aumento della quantità e complessità delle informazioni veicolate al mercato (¹²⁶).

Merita adesione, allora, l'interpretazione sopra riportata *sub (ii)*. Essa rappresenta la sintesi accettabile di due esigenze contrapposte, ma ugualmente rilevanti nel quadro della disciplina (anche comunitaria) che ci occupa: da un lato, quella di restituire al pubblico un quadro attendibile dei soggetti cui fanno capo il potere di esercizio dei diritti sociali e di disposizione della proprietà collegati a una partecipazione sociale; dall'altro, l'esigenza che le fattispecie rilevanti per la *disclosure* siano facilmente individuabili da coloro che sono tenuti alle dichiarazioni, agevolmente accertabili da parte dell'autorità di controllo e significative sul piano informativo per il pubblico destinatario della comunicazione.

8.1. (segue): *Conseguenze derivanti dall'adesione all'interpretazione "intermedia" in materia di partecipazione indiretta.* – Alla luce delle conclusioni ora raggiunte, il criterio guida per individuare quali siano le interposizioni "trasparenti" ai fini dell'art. 120 t.u.f. è quello dell'esistenza di un *rapporto contrattuale* tra l'interponente e l'interposto, nel quale sia contemplato il potere, per il "proprietario sostanziale" delle azioni, di impartire all'interposto istruzioni sull'esercizio dei diritti sociali e in ordine alla disposizione delle azioni e il reciproco dovere, per l'interposto, di conformarsi alle istruzioni eventualmente impartite dall'interponente. Come si è efficacemente sottolineato, è necessario che l'intermediario agisca *per conto* della propria controparte, mentre non è sufficiente che esso semplicemente agisca autonomamente, in assenza di alcuna investitura, *nell'interesse* di questa (¹²⁷). Si impongono, al riguardo, alcune precisazioni, che saranno utili per la trattazione nei prossimi paragrafi.

Quanto all'*oggetto* dell'accordo, è da ritenersi che esso possa riguardare alternativamente il voto o la disposizione dei titoli azionari, ma non necessariamente entrambi: un accordo soltanto sul voto è di per sé rilevante, atteso che la *ratio* della disciplina in esame è imperniata sul tema della disponibilità del voto; ma potrà, altresì, venire in rilievo un accordo in ordine alla disposizione delle azioni, giacché anche la proprietà delle azioni dà luogo a "partecipazione" ai sensi dell'art. 118 reg. em. (sempre,

¹²⁶ Sarebbe infatti necessario che i soggetti obbligati esponessero nella comunicazione l'origine e l'intensità della loro influenza. Inoltre, l'estensione discussa nel testo comporta il rischio di comunicazioni multiple in relazione alle medesime azioni (si pensi al caso di un soggetto che influenza l'esercizio del voto di un altro soggetto che possiede le azioni di un terzo a titolo di pegno).

¹²⁷ Cfr. P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 236 ss., sia pure a proposito del concetto di interposizione nella disciplina del controllo societario (codicistico), riprendendo una distinzione abbozzata da C. RABITTI BEDOGNI (nt. 103), p. 265.

peraltro, come si è detto ⁽¹²⁸⁾, nell'ottica di individuare i "centri di interesse" cui il voto espresso da altri soggetti va riferito)⁽¹²⁹⁾.

Quest'ultima notazione, come è evidente, allarga le maglie del concetto di interposizione oltre i confini che tradizionalmente sono riconosciuti alla fattispecie in ambito civilistico, sì da abbracciare anche i contratti che, al di fuori degli schemi propriamente interpositivi, comportano obblighi di restituzione delle azioni di cui il proprietario si è solo temporaneamente spogliato (è il caso, per esempio, del deposito irregolare di azioni)⁽¹³⁰⁾.

La materia dei trasferimenti di proprietà delle azioni e degli accordi sul voto non è interessata da vincoli di *forma*, sicché un accordo tra le parti potrà essere certamente concluso oralmente ovvero fondarsi su comportamenti concludenti.

Quanto ai profili probatori ⁽¹³¹⁾, peraltro, quando il contratto che disciplina il rapporto tra le parti sia stato concluso per iscritto, non sarà sempre agevole far valere l'esistenza (anche) di un accordo interpositivo non contenuto nel medesimo documento

¹²⁸ Cfr. *supra*, nt. 85 e testo corrispondente.

¹²⁹ È inevitabile, a questo punto, rilevare i punti di interferenza tra l'interposizione di persona *ex art.* 118 reg. em. e la disciplina dei patti parasociali, da un lato, e delle partecipazioni potenziali (art. 119) dall'altro; interferenza che rivela qualche aspetto di irrazionalità nella disciplina che ci occupa e che – è il caso di sottolineare – si riscontrerebbe anche accogliendo le interpretazioni proposte *sub (i)* e *(iii)*. Quanto al primo punto, è evidente che un accordo che imponga al proprietario delle azioni di esercitare il voto in conformità alle istruzioni impartite da un altro soggetto costituisce accordo tendenzialmente rilevante ai sensi dell'art. 122 t.u.f. (sulla questione si tornerà più diffusamente nel seguito). Quanto all'interferenza con la disciplina delle partecipazioni potenziali, non può sfuggire che un accordo che preveda l'obbligo di trasferire all'interponente, a sua richiesta, le azioni detenute dall'interposto costituisce, dal punto di vista funzionale, una partecipazione potenziale; così era anche, presumibilmente, sul piano del diritto nella disciplina previgente al recepimento della direttiva *Transparency*. Peraltro, come si è detto, oggi la definizione di «partecipazione potenziale» (in acquisto o in vendita) è più restrittiva e comprende unicamente *strumenti finanziari* che incorporino il diritto di acquistare o vendere le azioni. Pertanto, un accordo fiduciario, sebbene consenta un risultato nei fatti analogo, deve oggi ritenersi estraneo all'ambito di applicazione della norma. In questo caso l'irrazionalità della interferenza tra disciplina delle partecipazioni indirette e partecipazioni potenziali si traduce in una irrazionalità di risultati: il possesso in misura rilevante di uno strumento finanziario che attribuisce il diritto alla consegna di azioni per iniziativa del titolare (si pensi a una opzione *call* di tipo americano) è tenuto alla comunicazione, ma non in regime di "cumulo" con le partecipazioni "effettive" (art. 119, comma 4, reg. em.); al contrario, l'interponente che abbia il medesimo diritto, ancorché non consacrato in uno strumento finanziario, deve sommare le azioni indirettamente possedute alle partecipazioni dirette, secondo un modello di disciplina più rigoroso.

¹³⁰ Così interpretata, la disciplina dell'interposizione è armonica con le disposizioni in materia di prestito titoli e riporto, che regolano in modo analogo quelle fattispecie. Peraltro, nella più realistica ipotesi in cui le azioni siano in regime di deposito titoli in amministrazione (cfr. artt. 1838 c.c. e 1, comma 6, lett. a), t.u.f.) il problema non ha ragione di porsi, trattandosi di deposito regolare, che non comporta trasferimento in proprietà delle azioni depositate.

¹³¹ Deve essere premesso che, nel frequente caso in cui la legge applicabile al rapporto sia diversa da quella italiana, le disposizioni di quest'ultima in materia di prova saranno integrate da quelle della legge applicabile, sempre che il mezzo di prova invocato possa essere impiegato davanti al giudice italiano [cfr. art. 12 Regolamento CE n. 593/2008 (c.d. Roma I)].

contrattuale (in mancanza, ovviamente, di norme imperative o dispositive che regolino autonomamente la materia del voto e della restituzione dei titoli)⁽¹³²⁾.

Sul punto, pare opportuno distinguere il caso in cui il rapporto disciplinato dal documento presenti, per contenuto e oggetto, carattere di per sé interpositivo dal caso in cui ciò non sia. Nella prima eventualità, il patto di cui si vuole provare l'esistenza avrà le caratteristiche del patto aggiunto o contrario al contenuto di un documento (art. 2722 c.c.), sicché l'*iter* incontrerà le limitazioni alla prova testimoniale e presuntiva (cfr. art. 2729, comma 2) prevista per tale genere di accordi, salve le ipotesi contemplate dall'art. 2724. Nella seconda eventualità, invece, poiché il contenuto del patto interpositivo, pur essendo collegato al rapporto principale, è estraneo alle previsioni contenute nel documento, sarà ammissibile la prova per testimoni nonché, ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2729, la prova per presunzioni⁽¹³³⁾.

8.2. (segue): *Le partecipazioni sintetiche collegate a derivati cash-settled non costituiscono, quindi, di regola, «partecipazioni indirette». Il problema dell'influenza sull'esercizio del voto.* – La soluzione accolta nei paragrafi precedenti impedisce, ancora una volta, di annoverare tra le partecipazioni c.d. indirette (con conseguente assoggettamento del partecipante agli obblighi di *disclosure*) le partecipazioni sintetiche che fanno capo alla parte “lunga” di un contratto derivato *cash-settled*. Quest'ultimo, infatti, non presenta, di regola, le caratteristiche degli accordi interpositivi rilevanti ai sensi dell'art. 118, comma 3, reg. em.: non riguarda il voto, né prevede la consegna del sottostante quale modalità di regolamento tra le parti in seguito allo scioglimento del contratto.

Il quadro deve essere completato considerando, a questo punto, le due interferenze di carattere societario rese possibili – come illustrato nell'analisi svolta nel cap. 1 – dall'acquisto diretto di azioni a scopo di copertura da parte dell'intermediario: potenziale influenza sul voto da parte dell'investitore in posizione “lunga” e potenziale cessione delle azioni di copertura a quest'ultimo.

¹³² Si pensi nuovamente al caso del deposito di titoli in amministrazione, dove il potere del depositante di fornire alla banca istruzioni in ordine all'esercizio dei diritti è riconosciuto dallo stesso art. 1838 c.c.

¹³³ Secondo l'insegnamento della Cassazione, infatti, il divieto di prova testimoniale previsto dall'art. 2722 c.c. si riferisce soltanto agli accordi che ampliano o restringono «il contenuto di un negozio consacrato nell'atto scritto. Quando, invece, si tratti di pattuizioni il cui contenuto ed oggetto non risultano in alcun modo previsti nel documento, né contrastano col suo contenuto, queste non possono ritenersi comprese [...] nel negozio stipulato per iscritto (ancorché con esso, si trovino in occasionale rapporto)»: in quest'ultimo caso, il divieto in parola non trova applicazione (cfr. tra le tante Cass. 28 giugno 2001, n. 8853, da cui la citazione). Questo principio viene invocato in materia di accordi fiduciari per escludere che il *pactum fiduciae* abbia natura di patto aggiunto al documento, rendendone possibile la prova testimoniale e per presunzioni (cfr. F. GALGANO (nt. 109), pp. 490, nt. 14, e 492). Invece, come è noto, qualora l'interposizione abbia carattere fittizio trovano applicazione le agevolazioni probatorie per i terzi, dal momento che, essendosi in presenza di simulazione, la prova testimoniale sarà ammissibile senza limiti *ex art.* 1417, che è norma speciale di deroga rispetto all'art. 2722 (cfr. per tutte Cass. 11 ottobre 1986, n. 5947, tra l'altro in *Riv. not.*, 1987, p. 901; altri ruff. in L. NANNI (nt. 103), p. 140).

Si consideri, innanzitutto, la possibile capacità della parte in posizione “lunga” di orientare *l'esercizio del voto* spettante all'intermediario finanziario in relazione alle azioni possedute a scopo di copertura.

In proposito, riprendendo l'analisi della diverse tipologie di influenza individuate in precedenza ⁽¹³⁴⁾, deve in primo luogo (ed evidentemente) escludersi che lo spontaneo allineamento della parte finanziaria alle preferenze di voto dell'altra parte ovvero l'astensione dal voto siano riconducibili alla fattispecie poc'anzi delineata.

Nel primo caso, si ha un esempio paradigmatico di interposizione di fatto: la cura degli interessi altrui discende da una scelta unilaterale dell'intermediario, il quale non ha tendenzialmente interesse a esprimere discrezionalmente il proprio voto, oppure – il che è lo stesso – su tale interesse prevale la volontà di non ostacolare la controparte, alla quale il possessore dello *hedge* è legato da una relazione d'affari che si ha l'intenzione di consolidare. Manca, quindi, l'accordo tra le parti ed anzi, come sovente accade ⁽¹³⁵⁾, si è al cospetto di contratti derivati che affermano la piena autonomia della parte “corta” in materia di voto sulle azioni di copertura, al riparo da istruzioni di voto fornite dall'investitore “lungo” ⁽¹³⁶⁾. In caso di astensione dal voto, la neutralità della scelta dell'intermediario esclude, *a fortiori*, l'applicazione della disciplina che discende dall'art. 118, comma 3, reg. em..

Diverso è il caso dell'esercizio del voto sulle azioni di copertura fondato su un *accordo* tra le parti, dal quale scaturisce il potere dell'investitore in posizione “lunga” di fornire alla controparte istruzioni in ordine all'esercizio del voto sulle azioni acquistate a scopo di copertura. Si ha qui una vera e propria interposizione *ex art. 118 reg. em.*, che può essere coeva alla conclusione del contratto derivato, ovvero a esso successiva, ad esempio perché l'accordo si è formato progressivamente nel tempo attraverso comportamenti concludenti. In quest'ultima ipotesi, l'accordo avrà natura di patto posteriore alla formazione del documento, al quale si applicano le limitazioni probatorie di cui all'art. 2723 c.c., più blande rispetto a quelle previste *ex art. 2722* (cui vanno invece in linea di principio soggetti gli accordi coevi alla formazione del documento)⁽¹³⁷⁾.

Più specificamente, avendo a riferimento i modelli contrattuali più comunemente adottati nella prassi internazionale, pare ragionevole ritenere che la contemporaneità o

¹³⁴ Cfr. cap. 1, par. 21 ss..

¹³⁵ Cfr. *supra* cap. 1, par. 25, ove riff. al modello ISDA.

¹³⁶ V. per la descrizione di una fattispecie simile A. LUPOI (nt. 61), p. 60 ss. V. anche *supra* nt. 115. Peraltro, nella pratica potrà essere complesso distinguere la situazione descritta nel testo, in cui l'interessato si limita a prendere atto del comportamento della controparte, da quella in cui si ha la formazione, tra le parti, di un vero e proprio accordo *per facta concludentia*, che integrerà, eventualmente in una fase successiva alla formazione del rapporto, la specie “forte” di influenza di cui si dirà subito appresso nel testo. Decisiva sarà, per distinguere le due fattispecie, l'analisi delle circostanze, con particolare riferimento alla tipologia e alla frequenza dei contatti tra le parti nel corso di un (più o meno duraturo) rapporto.

¹³⁷ Peraltro, in caso di modifica successiva vanno considerate anche le limitazioni di cui all'art. 2725 c.c., atteso che spesso, nei contratti derivati OTC le parti impongono convenzionalmente la forma scritta per la validità delle successive modifiche apportate al contratto.

posteriorità dell'accordo ai sensi degli artt. 2721 ss. c.c. debba essere valutata con riferimento al contratto quadro (*master agreement*), non ai singoli contratti derivati (*individual transactions*) conclusi entro la cornice di questo. Infatti, è nel contratto quadro che i contraenti stabiliscono la disciplina applicabile allo *hedge* acquistato dalle parti e ai diritti ad esso connessi. Ciò dovrebbe consentire una più ampia applicazione dei mezzi presuntivi di prova *ex artt.* 2723 e 2729, comma 2 ⁽¹³⁸⁾.

8.3. (segue): *Il problema della cessione del sottostante dopo lo scioglimento del contratto derivato: in presenza di una clausola di averaging-out ...* – A questo punto, occorre prendere in considerazione i patti relativi alla cessione (dopo lo scioglimento del derivato) delle azioni acquistate dall'intermediario a scopo di copertura: tali patti costituiscono infatti, insieme con gli accordi sul voto, l'altro genere di patto rilevante per la fattispecie interpositiva.

In proposito, occorre innanzitutto escludere che l'esistenza di simile tipologia di accordi possa essere inferita dalla sola circostanza che la determinazione del "prezzo di uscita" dal contratto derivato (più precisamente, nel gergo dei contratti ISDA, del *final price* rilevante ai fini della determinazione dell'importo differenziale che le parti si debbono scambiare), sia basata sul prezzo al quale l'intermediario si è disfatto della copertura (metodo del c.d. *averaging out*)⁽¹³⁹⁾. In primo luogo, la clausola non menziona di regola la *natura* degli strumenti utilizzati a scopo di copertura, talché il "prezzo di uscita" potrebbe essere determinato anche in base al prezzo delle azioni che si evince indirettamente da uno strumento di copertura diverso dal sottostante ⁽¹⁴⁰⁾. In secondo luogo, quand'anche così non fosse (si pensi a una clausola che menziona le *azioni* quali specifico strumento di *hedge*), determinare il *final price* sulla base del sottostante posseduto dalla controparte non

¹³⁸ Sui caratteri dell'accordo oggetto di prova presuntiva (e, conseguentemente, per un'esemplificazione più precisa di tale prova), cfr. la successiva Sezione III.

¹³⁹ In giurisprudenza si è talora affacciata la tendenza ad attribuire rilievo alla clausola: cfr. per es. App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Società*, 2008, p. 1103, con nota di F. SPORTA CAPUTI, *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, e in *Mondo bancario*, 2008, 4, p. 43, con nota di V. LEMMA, *Fiat equity swap: comunicazioni al pubblico e responsabilità dell'autorità di vigilanza*. Correttamente esclude invece che la clausola costituisca di per sé «a commitment to allow repurchase by the counterparty» la Wellington Court of Appeal [cfr. *Perry Corp. v. Ithaca (Custodians) Ltd.* (2004) 2 N.Z.L.R. 182 (C.A.), § 59, nella vicenda Ithaca/Perry, già menzionata nel precedente capitolo].

¹⁴⁰ Si pensi a un intermediario che ha concluso con un investitore un *equity swap* in posizione "corta" che scelga – secondo uno schema assai diffuso (cfr. *supra*, cap. 1, sez. III) – di ricoprirsì, anziché acquistando azioni, concludendo (in questo caso "dal lato lungo") ulteriori *equity swap* con altri intermediari. Qui lo *hedge* è costituito, a sua volta, da derivati e, secondo il modello di *averaging-out* in precedenza descritto, il prezzo di uscita dal primo *swap* si determina sulla base del valore delle azioni rilevante per la chiusura degli *swap* di copertura (cioè, se anche questi ultimi contengono clausola analoga per la determinazione del prezzo di "uscita", sulla base del prezzo di cessione delle azioni di copertura eventualmente possedute da chi ha sottoscritto i nuovi *swap* con l'intermediario). In senso contrario, ma discutibilmente, cfr. ancora la Wellington Court of Appeal cit., § 59: «[i]t is difficult to see how [the termination price] could be calculated if [the bank] did not hold [issuer's] shares as a hedge at termination».

significa ancora sancire l'impegno dell'intermediario a cedere gli strumenti di *hedge* alla sua controparte "lunga".

In verità, come già veduto, la clausola in questione tutela proprio *l'intermediario*, con l'obiettivo di rendere la posizione di quest'ultimo tendenzialmente indifferente rispetto al possibile andamento negativo delle quotazioni del sottostante nel periodo – successivo alla data di risoluzione del contratto – necessario per disfarsi degli strumenti di copertura⁽¹⁴¹⁾. Nulla a che vedere, insomma, con un obbligo di cessione delle azioni.

Di fatto, tuttavia, la clausola di *averaging out*, nel momento in cui rende l'intermediario completamente neutrale rispetto al rischio legato al prezzo di cessione delle azioni⁽¹⁴²⁾, apre importanti margini di manovra alla controparte la quale, se interessata all'acquisto, non avrà che da proporlo al prezzo da essa stessa ritenuto più conveniente. Si ricreano, infatti, i presupposti caratteristici dell'*interposizione di fatto*: da un lato, assenza di un diritto all'acquisto delle azioni; dall'altro, piena neutralità della controparte rispetto al prezzo di realizzo delle azioni di copertura, ciò che induce nell'investitore (anche alla luce della relazione commerciale intermediario-cliente) la ragionevole certezza (*ex ante*) di poter entrare in possesso delle azioni al termine del contratto.

L'interposizione di fatto, però, come si è detto, non rileva ai fini del concetto di partecipazione indiretta, fondato invece sull'esistenza di un *accordo* che attribuisca all'investitore il potere, giuridicamente riconosciuto e coercibile, di richiedere la consegna delle azioni in natura; accordo che va oltre la mera (ancorché in ipotesi quasi certa) aspettativa del trasferimento⁽¹⁴³⁾.

8.4. (segue): ... e in assenza di clausole di *averaging-out*. – Analoghe considerazioni valgono, a maggior ragione, quando la clausola di determinazione dell'*exit price* non menzioni la cessione dei titoli di copertura, bensì faccia riferimento a una media di prezzi di borsa rilevati nei giorni precedenti lo scioglimento del contratto, o (caso meno frequente) al prezzo di mercato rilevato in data fissa di poco precedente lo scioglimento stesso⁽¹⁴⁴⁾.

In questi casi, infatti, la neutralità dell'intermediario rispetto ai rischi legati a minusvalenze da cessione dei titoli di copertura è meno evidente. In teoria, tale soggetto non è indifferente al prezzo di cessione delle azioni, diversamente da quanto avviene nel caso di clausola di *averaging out*: per non realizzare minusvalenze sulle azioni di copertura, egli sarà indotto a cederle a un acquirente che offra un prezzo pari (o superiore) a quello determinato ai fini del prezzo di riferimento per il *settlement* del contratto; fatto che, di riflesso, potrebbe costringere la controparte, interessata a "rilevare" i titoli, a offrire un prezzo competitivo con quello di mercato (o addirittura allineato al maggior prezzo

¹⁴¹ Cfr. cap. 1, par. 14.

¹⁴² La neutralità è peraltro temperata, nell'interesse della parte "lunga", dal termine (usualmente settimanale) di rilevanza decorso il quale il prezzo rinveniente dalla cessione non è più rilevante ai fini della determinazione del prezzo di uscita dal contratto. Cfr. ancora cap. 1, par. 15.

¹⁴³ Alla sussistenza di un *meeting of minds* tra le parti fa riferimento la citata pronuncia della Wellington Court of Appeal citata alla nt. 139.

¹⁴⁴ Cfr. *supra*, cap. 1, sez. III.

offerto da altri acquirenti). Se così fosse, l'aspettativa dell'investitore "sintetico" riposerebbe su basi precarie e sarebbe, di conseguenza, difficile persino ravvisare i presupposti di un'interposizione di fatto.

In pratica, peraltro, se si tratta di una partecipazione consistente, diviene concreto il rischio che la vendita di un ingente quantitativo di titoli sul mercato penalizzi l'intermediario per via della discesa dei corsi originata da un improvviso aumento dell'offerta. Ecco, allora, che le probabilità di una corsa al rialzo diminuiscono e l'intervento della controparte lunga in qualità di acquirente in grado di rilevare i titoli diviene l'unica *chance* disponibile per evitare all'intermediario i rischi di una vendita sul mercato ⁽¹⁴⁵⁾. Si ritorna, insomma, nell'area della presupposizione di fatto, senza che tuttavia questa possa assumere rilevanza *ex art.* 118, reg. em..

9. *Considerazioni di sintesi.* – In conclusione, se è da escludersi che una partecipazione sintetica costruita sulla base di un derivato possa essere considerata, a mente dell'art. 120 t.u.f., alla stregua della partecipazione *diretta* in un emittente, è altresì difficile sostenere che la medesima posizione "lunga" possa costituire una partecipazione *indiretta*; e ciò quand'anche risultino decisamente elevate, alla luce delle clausole adottate nel contratto e di altre circostanze del caso, le prospettive di una convergenza delle parti del derivato in ordine al voto espresso con le azioni di copertura, ovvero una "conversione" della partecipazione sintetica in partecipazione effettiva.

Di contro, per aversi partecipazione indiretta, è necessario dimostrare la conclusione di un *separato accordo* (distinto rispetto al semplice derivato) in ordine all'esercizio del voto o alla cessione delle azioni, ciò che importa notevoli complicazioni probatorie dovute alla diversa forma con cui tali accordi possono essere stipulati rispetto a quella scritta del contratto derivato cui accedono.

SEZIONE III. – Ancora sui derivati azionari nella disciplina degli assetti proprietari, alla luce dell'inquadramento civilistico degli schemi di "proprietà occulta".

Nella sezione che precede si è tentato di inquadrare il problema del regime di trasparenza applicabile alle posizioni "lunghe" nei contratti derivati. Nei paragrafi che seguono la questione è ulteriormente indagata tenendo in considerazione, oltre che l'assetto contrattuale scelto dalle parti del derivato, le concrete finalità di carattere "societario" perseguite dall'investitore in posizione lunga; si farà, in particolare, riferimento alle strategie di "proprietà occulta" descritte nel cap. 2.

Come si cercherà di dimostrare, la specifica considerazione di queste finalità potrà in taluni casi indurre l'interprete a fare più incisiva applicazione delle norme di trasparenza nei confronti della posizione di un investitore "sintetico", ricorrendo però la necessità di

¹⁴⁵ Cfr. il lucido ragionamento svolto a proposito di una clausola così congegnata dalla Wellington Court of Appeal, 4 novembre 2003, cit., § 65.

procedere ai complessi accertamenti di fatto di cui si darà conto in appresso. In particolare, la posizione dell'investitore in questione potrà essere ricondotta nell'alveo delle norme di trasparenza (*sub specie* di partecipazione indiretta o potenziale) qualora il contratto derivato sia accompagnato da accordi fiduciari (v. subito *infra*) ovvero sia simulato (par. 11). Potrà altresì pervenirsi alla stessa conclusione sul piano della riqualificazione della causa concreta del contratto derivato, attraverso le categorie generali del negozio indiretto e della frode alla legge (parr. 12-13).

10. *Patto fiduciario collegato a contratto derivato cash-settled*. – È ipotizzabile, in primo luogo, che un contratto derivato con regolamento in contanti acceda a un patto fiduciario concluso tra le parti, che abbia l'effetto di *piegare* la causa tipica del contratto principale alla realizzazione di un diverso scopo perseguito dalle parti ⁽¹⁴⁶⁾.

Contratti derivati *cash-settled* potrebbero anzitutto servire lo scopo di realizzare un'operazione di c.d. *portage*, nella quale una parte trasferisce all'altra, temporaneamente, un pacchetto azionario e l'altra parte assume l'obbligo di restituire la partecipazione all'originario proprietario. Una recente e approfondita ricostruzione ha inquadrato, con argomenti convincenti, l'operazione di *portage* nella categoria dei negozi fiduciari di tipo romanistico e dinamico ⁽¹⁴⁷⁾, nei quali il c.d. *porteur* (il fiduciario) acquista la *piena proprietà* della partecipazione trasferita (non solo la legittimazione: di qui l'elemento romanistico), ma deve gestirla nell'interesse del venditore-ordinante, al quale dovrà essere in seguito ritrasferita (in ciò consiste l'aspetto "dinamico") ⁽¹⁴⁸⁾.

Il *portage* non realizza una causa tipica (ciò che, del resto, è un tratto caratteristico di ogni negozio fiduciario), né – come è stato dimostrato – si tratta di uno schema negoziale compatibile soltanto con un (doppio) contratto di *compravendita*; al contrario, il *portage* può essere realizzato mediante qualsiasi contratto che consenta il trasferimento *in proprietà* dei titoli al fiduciario e il successivo ritrasferimento all'ordinante ⁽¹⁴⁹⁾. Ebbene, nonostante un contratto derivato regolato in contanti non sia idoneo a svolgere, *da solo*, questa funzione – dal momento che il trasferimento del sottostante è escluso dalla sua natura *cash-settled* – esso può peraltro inserirsi all'interno di un più complesso schema fiduciario, ricoprendovi

¹⁴⁶ Come noto, è questa, secondo la ricostruzione oggi più diffusa, la funzione del *pactum fiduciae*: cfr. con grande chiarezza F. GALGANO (nt. 109), p. 487 s., ove anche la confutazione della più risalente tesi dell'"eccedenza della causa".

¹⁴⁷ Secondo la ricostruzione tradizionale, che si deve all'opera del Lipari, la fiducia di tipo dinamico presuppone un trasferimento del diritto che forma oggetto del *pactum fiduciae* dall'ordinante al fiduciario; essa si distingue dall'ipotesi di fiducia statica, nella quale il fiduciario è già titolare del diritto e si obbliga nei confronti del fiduciante a gestirlo nel suo interesse ed, eventualmente, a trasferirlo allo stesso fiduciante o a terzi (cfr. N. LIPARI (nt. 109), p. 402 ss.); v. anche la sintesi in F. GAZZONI (nt. 108), p. 956 ss., e F. GALGANO (nt. 109), p. 488. In giurisprudenza, cfr. ad es. Cass. 18 ottobre 1991, n. 11025; App. Milano, 28 marzo 1997, in *Corriere giur.*, 1997, p. 1189, con nota di V. MARICONDA.

¹⁴⁸ Cfr. P. CARRIÈRE (nt. 61), *passim* e part. p. 164 ss.

¹⁴⁹ *Ibid.*

un ruolo *accessorio*, ma funzionale al perseguimento di uno specifico interesse di entrambe le parti.

Si immagini il caso di un azionista che intende trasferire a uno o più intermediari finanziari – per ragioni non necessariamente legate a uno schema elusivo della disciplina degli assetti proprietari ⁽¹⁵⁰⁾ – la propria partecipazione in una società quotata, mantenendo peraltro il diritto, stabilito tra le parti con efficacia soltanto obbligatoria, di riottenere a richiesta o a data stabilita il trasferimento della proprietà delle azioni. In questo contesto, la conclusione, ad esempio, di un *equity swap* con le controparti successivamente al trasferimento del pacchetto azionario in questione potrebbe costituire uno strumento di rafforzamento e di “garanzia” del rispetto degli impegni assunti dal *porteur*.

Si considerino, in proposito, le interazioni tra contratto derivato e meccanismi di mercato illustrate nel cap. 1. Esigenze di copertura del rischio assunto con l’acquisto della partecipazione forzerebbero gli intermediari finanziari a mantenere in portafoglio la partecipazione trasferita. Una volta sciolto lo *swap*, poi, l’opposta esigenza di disfarsi delle azioni di copertura indurrebbe gli intermediari a rivendere la partecipazione all’ordinante. Si comprende, allora, la funzione svolta dal contratto derivato nel contesto dello schema fiduciario posto in essere tra le parti: esso diviene lo strumento per rendere più sicura (ancorché non certa) l’esecuzione del negozio di ritrasferimento già prevista con il *pactum fiduciae*, attenuando i rischi di un inadempimento cui sarebbe lungo e complesso rimediare, anche per via degli oneri legati alla prova del patto fiduciario stesso.

Inoltre, lo *swap* assicurerebbe altresì *all’ordinante* – questa volta attraverso un accordo più agevolmente coercibile – la “trasmissione” dei dividendi distribuiti sulle azioni oggetto di *portage* prima del ritrasferimento. Incidentalmente, poi, il derivato soddisferebbe anche un rilevante interesse *del fiduciario*: consentirebbe cioè a quest’ultimo di “assicurarsi” direttamente con l’ordinante contro il rischio di variazioni del valore della partecipazione trasferita. È difficile non ravvisare tutti gli estremi di questo schema nell’operazione *Perry/Rubicon*, dove oggetto del *portage* era addirittura una partecipazione di maggioranza relativa nella società ⁽¹⁵¹⁾.

È evidente che, nell’evenienza appena descritta, la causa concreta propria del contratto di *swap* (cioè il risultato pratico che le parti intendono ottenere attraverso lo scambio di pagamenti contrattualmente previsto)⁽¹⁵²⁾ si orienta in funzione dell’esistenza

¹⁵⁰ Si vedano, nel caso *Perry/Rubicon*, le ragioni addotte dalla difesa *Perry* per giustificare il trasferimento della partecipazione di maggioranza relativa nella società *Rubicon* a due banche di investimento. Cfr. *retro*, cap. 6.1

¹⁵¹ E v. infatti G. FERRARINI (nt. 90), p. 654 ss., che ravvede nel caso un esempio di interposizione di persona.

¹⁵² Cfr. *amplius supra*, cap. 1. Si ricorderà come la ricostruzione della causa in termini di scambio reciproco di pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi (e quindi la riconduzione del contratto in questione alla categoria dei contratti di scambio, di tipo commutativo) possa costituire, secondo una convincente interpretazione, il modello causale unitario per la maggior parte dei tipi di *swap*, compresi gli *equity swap* (almeno quando prevedono il regolamento in

di un patto fiduciario, che “piega” tale causa concreta alla realizzazione dello scopo specifico perseguito dalle parti: ciò che costituisce, secondo un’autorevole interpretazione, il fulcro della dinamica dei rapporti tra il patto di fiducia e il contratto strumentale alla sua realizzazione⁽¹⁵³⁾.

Un’operazione di *portage*, poiché si connota fiduciariamente, è dunque rilevante, alla luce di quanto sopra veduto, ai fini della dichiarazione di una partecipazione rilevante ex artt. 120 t.u.f. e 118 reg. em.: nella specie, saranno tenuti alla comunicazione tanto il *porteur* (o i *porteurs*), in quanto possessori (se del caso complessivamente)⁽¹⁵⁴⁾ di una partecipazione diretta rilevante nell’emittente, quanto l’ordinante, possessore di una partecipazione indiretta.

Sul piano della prova – lo si è già accennato – l’esistenza del *pactum fiduciae* dovrà essere separatamente dimostrata, ancorché senza i limiti di cui agli artt. 2722 e 2723 c.c.. E indubbiamente, ai fini di una prova presuntiva, l’esistenza del derivato, preceduto dalla conclusione di una vendita, costituirà facilmente un elemento valutabile ex art. 2729.

A parte ciò, la tutela del fiduciante è comunque limitata dalla efficacia solo obbligatoria del patto di ritrasferimento, sicché il *porteur*, che è pieno proprietario delle azioni, potrà, in violazione del patto, trasferirle a terzi, anche di mala fede, senza che il fiduciante possa opporre a questi ultimi il *pactum fiduciae*⁽¹⁵⁵⁾.

11. *Simulazione del contratto derivato* cash-settled. – Secondo l’opinione maggioritaria, la conclusione di un patto fiduciario non importa la simulazione del contratto cui esso è causalmente collegato, anche se fiducia e simulazione perseguono spesso finalità simili⁽¹⁵⁶⁾. Non si può escludere, per altro verso, che un contratto derivato o alcune sue clausole

contanti): cfr. soprattutto F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti finanziari derivati*, Milano, 2008, p. 54 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, p. 39 ss.

¹⁵³ V. ancora F. GALGANO (nt. 109), p. 490 s. Resta invece intatta la causa astratta dello *swap*, vale a dire lo scambio di flussi finanziari tra le parti in funzione di una variazione del valore del sottostante, che altrimenti non potrebbe più dirsi di essere in presenza di simile contratto.

¹⁵⁴ In tal caso riscontrandosi l’esistenza di un patto parasociale «che prevede l’acquisto delle azioni» ex art. 122, comma 5, lett. d), t.u.f. Cfr. *infra*, sez. IV.

¹⁵⁵ È peraltro naturalmente salva la responsabilità contrattuale del fiduciario che ha violato il patto, nonché quella extracontrattuale del terzo acquirente in mala fede che ha dolosamente cooperato nell’inadempimento del *pactum fiduciae*. F. GAZZONI (nt. 108), p. 957.

¹⁵⁶ Cfr. con grande chiarezza P. TRIMARCHI (nt. 108), p. 200. La affinità di scopo si coglie considerando il caso di un soggetto che voglia conservare la disponibilità di un bene, sia pure facendo figurare che la proprietà sia stata trasferita a un terzo: potrà in tal caso ricorrere tanto alla simulazione (assoluta) di una compravendita, tanto a un trasferimento fiduciario. Nel secondo caso, peraltro, gli effetti del trasferimento sono voluti dalle parti, che vogliono altresì il ritrasferimento. Alcuni autori sottolineano poi – ma sul punto non vi è l’accordo della dottrina che segue l’orientamento tradizionale (ex plurimis F. GALGANO (nt. 109), p. 489; P.G. JAEGER (nt. 105), p. 201, entrambi sulle orme di C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, p. 348) – che a ben vedere simulazione e fiducia spesso si accompagnano l’una all’altra, con ciò intendendo che il contratto fiduciario è spesso dissimulato da una vendita (relativamente) simulata: «[c]osì, se taluno vuole occultare la propria qualità di effettivo interessato all’esercizio di un’azienda, può trasferirla a un fiduciario

(¹⁵⁷) possano essere fatti oggetto di simulazione, relativa o assoluta, laddove le parti perseguano lo scopo di trasferire un pacchetto azionario.

Può ipotizzarsi – analizzando una fattispecie che potrebbe realizzare un disegno di “proprietà occulta” – il caso della stipulazione di un derivato *cash-settled* che dissimula un derivato con previsione di consegna fisica del sottostante tra le parti. Si pensi a un’opzione *call* avente a riferimento una partecipazione rilevante (cioè oggetto di comunicazione obbligatoria al pubblico) in una società quotata. Le parti potrebbero stabilire nel contratto una clausola (simulata) di regolamento per contanti, ma accordarsi separatamente (accordo simulatorio) affinché il diritto del concessionario dell’opzione abbia a diretto oggetto la partecipazione sottostante il contratto (clausola di *settlement* dissimulata).

Si è soliti affermare che l’accordo simulatorio debba intervenire precedentemente o contestualmente alla stipulazione del negozio simulato (¹⁵⁸), ma è ben possibile supporre, oltre a questa ipotesi, che la volontà delle parti muti nel corso del rapporto e che esse, pur accordandosi su una novazione del contratto derivato (passaggio da *cash settlement* a *physical delivery*), si accordino altresì per non farla figurare all’esterno, mantenendo la clausola originaria che però ha cessato di avere effetto tra le parti (¹⁵⁹).

Diversa ipotesi è quella della simulazione che investe la clausola con cui la parte “lunga” di un derivato dichiara di astenersi dall’esercizio di ogni influenza sullo *hedge* acquistato dalla controparte: la finalità è, evidentemente, quella di occultare ai terzi la potenziale influenza dell’investitore sui diritti di voto spettanti alla controparte. La simulazione potrà essere assoluta o relativa, secondo che le parti decidano di lasciare alla discrezionalità del possessore dello *hedge* la scelta di seguire di volta in volta le istruzioni dell’investitore, oppure sussista tra le parti un accordo dissimulato avente ad oggetto l’esercizio del voto sulle azioni possedute dall’intermediario (¹⁶⁰).

simulando una comune compravendita» (così P. TRIMARCHI (nt. 108), p. 200, nonché, in aperto dissenso con l’opinione dominante, U. MORELLO (nt. 105), p. 82. Da quest’ultimo orientamento si traggono rilevanti conseguenze sul piano della disciplina, poiché divengono applicabili ai negozi fiduciari le norme previste in tema di affidamento dei terzi in materia di simulazione, nonché forse quelle in tema di prova e di forma: ciò che, da un lato, travolgerebbe gli acquisti effettuati presso il fiduciario dai terzi in malafede (cfr. art. 1415 c.c.) e renderebbe più ardua per le parti la prova del *pactum fiduciae* fuori dai casi di illiceità (cfr. art. 1417), dall’altro offrirebbe tutele aggiuntive ai creditori del fiduciante ex art. 1416, comma 2. Naturalmente, se questa tesi fosse accolta, non varrebbero le considerazioni svolte nel precedente paragrafo, bensì unicamente quelle svolte in questo.

¹⁵⁷ È pacifico che l’accordo simulatorio possa riguardare singole clausole, anche secondarie, di un contratto: cfr. per tutti F. GAZZONI (nt. 108), p. 947.

¹⁵⁸ Cfr. ad es., in giurisprudenza, Cass. 2 settembre 1998, n. 8690, in *Giur. it.*, 1999, p. 1381.

¹⁵⁹ Intese di questo genere potrebbero essere occorse – secondo la ricostruzione operata da App. Torino, 23 gennaio 2008, cit. a nt. 139 – tra Ifil ed Exor, da un lato, e Merrill Lynch, dall’altro, nella già ricordata vicenda legata alla stipulazione ed esecuzione dell’*equity swap* relativo a un importante pacchetto azionario di azioni Fiat.

¹⁶⁰ Anche in questo caso, si sarà presumibilmente in presenza di un patto parasociale concluso in violazione dell’art. 122 t.u.f. V. *infra*, sez. IV.

La disciplina applicabile a simili fattispecie, sul fronte delle norme sulla trasparenza proprietaria, è in teoria chiara. Tali norme disconoscono gli accordi simulatori, sicché la partecipazione oggetto di un accordo che dissimuli una clausola di *physical settlement* dovrà essere comunicata, oltre che dall'intermediario-possessore delle azioni, anche dall'investitore "lungo" in forza dell'art. 119 reg. em., trattandosi di partecipazione potenziale in acquisto dissimulata. Lo stesso è a dirsi qualora le parti dissimolino un accordo *sul voto* in relazione a una partecipazione rilevante: in questo caso, l'obbligo di comunicazione incombe su entrambe le parti in forza dell'art. 122 t.u.f..

Vi sono, tuttavia, rilevanti ostacoli sul piano della prova. La natura speciale della norma contenuta nell'art. 1417 c.c., che ammette la prova della simulazione da parte dei terzi senza alcun limite (anche in deroga agli artt. 2722, 2723 e 2725)⁽¹⁶¹⁾, renderà, rispetto al caso dell'accordo fiduciario, il compito più agevole ai terzi (compresa l'autorità di vigilanza) che vogliano dimostrare la violazione di un obbligo di *disclosure*. Più difficile, invece, dal momento che trovano applicazione i limiti appena menzionati, sarà il compito per la parte che intenda far valere l'inadempimento dell'altra parte rispetto al contratto dissimulato.

12. *La trasparenza dei contratti derivati cash-settled attraverso il ricorso a categorie antielusive generali. Valutazione della causa concreta dei contratti, tra negozio indiretto e causa illecita.* – Nell'ipotesi di negozio fiduciario e di simulazione, l'applicazione delle norme di trasparenza passa attraverso la collocazione del contratto derivato regolato in contanti nel quadro di un regolamento di interessi più ampio, che contempla la presenza di contratti ulteriori rispetto al derivato, ai quali quest'ultimo è collegato. Ad essere attratti nella sfera di applicazione delle norme in esame sono, peraltro, gli accordi in questione, non già direttamente il contratto derivato, che rimane il mero tramite (di per sé non rilevante sul fronte della trasparenza) per la realizzazione di un doppio trasferimento fiduciario, ovvero per l'occultamento di patti di trasferimento o di voto dissimulati.

Proseguendo nell'indagine, occorre però verificare se, *anche postulando l'assenza di accordi accessori e ulteriori tra le parti*, non sia lo stesso impianto causale dei derivati azionari a subire mutamenti per effetto del suo impiego all'interno di strategie di "proprietà occulta" e, di conseguenza, ad essere investita dagli obblighi di trasparenza sia la partecipazione ai contratti derivati stessi.

Seguendo una prima direttrice, i contratti derivati conclusi da un investitore che pone in essere una strategia di *hidden ownership* potrebbero essere qualificati alla stregua di negozi indiretti.

Come noto, per negozio indiretto si intende il negozio con cui «le parti mirano a raggiungere uno scopo che non è quello tipico del negozio stesso», bensì uno ulteriore o diverso⁽¹⁶²⁾. L'accertamento dell'alterità dello scopo voluto da quello tipico del contratto

¹⁶¹ Opinione pacifica in giurisprudenza: cfr. *supra*, nt. 133.

¹⁶² Secondo la definizione di uno dei più autorevoli sostenitori della configurabilità dogmatica del negozio indiretto: cfr. T. ASCARELLI, *Il negozio indiretto e le società commerciali*, Milano, 1952, p. 17. Sul

concluso conduce, di regola, all'applicazione della disciplina del contratto corrispondente all'assetto di interessi effettivamente ricercato dalle parti, con conseguente dichiarazione della sua illiceità quando la causa di esso sia contraria a norma imperativa⁽¹⁶³⁾. In effetti, la riqualificazione di un contratto come negozio indiretto è per lo più operata con la finalità di accertare che il negozio di fatto voluto è contrario a norme imperative (sicché, riconosciuta la natura indiretta del contratto concluso, non resterebbe che dichiararne la nullità *ex art.* 1343 c.c.), o comunque con la finalità di determinare l'applicazione di norme che disciplinano l'assetto di interessi indirettamente voluto dalle parti.

Non v'è dubbio che il negozio indiretto offra, quanto meno sul piano descrittivo, un'efficace ricostruzione, in chiave giuridica, delle strategie rivolte a forme di occultamento della proprietà azionaria. Un investitore e un intermediario concludono uno o più derivati con riferimento ad azioni quotate. Le parti non hanno, peraltro, interesse a conseguire lo scopo *tipico* del derivato in questione (e cioè la costruzione di una partecipazione sintetica, intesa quale forma di investimento azionario non attributiva di una partecipazione al contratto sociale), bensì lo scopo ulteriore consistente, secondo i casi, nel creare una struttura contrattuale che consenta a un non socio (l'investitore in posizione "lunga") di influire sulla determinazione della volontà assembleare dell'emittente, ovvero renda più agevole e vantaggioso, per tale soggetto, l'acquisto di una partecipazione azionaria⁽¹⁶⁴⁾. Di talché, accertato che il derivato costituisce effettivamente un negozio indiretto, occorrerebbe valutare se lo scopo (ultimo) cui gli interessi delle parti sono rivolti non debba considerarsi contrastante con la disciplina degli assetti proprietari e quali rimedi debbano essere adottati.

Simile ricostruzione deve affrontare, anzitutto, un'obiezione di carattere dogmatico. Sono noti, infatti, i dubbi che una parte consistente della dottrina ha sollevato nei confronti della effettiva configurabilità civilistica del negozio indiretto. Da un lato, infatti, se la teoria del negozio indiretto si limita a evidenziare, in chiave soggettiva, che le parti perseguono finalità ulteriori rispetto a quelle tipiche del negozio utilizzato, si cade nell'errore di attribuire rilevanza giuridica ai motivi che hanno indotto le parti a contrarre, contraddicendo il principio per cui la natura e la meritevolezza dei motivi è irrilevante, salvo tassative eccezioni, per l'ordinamento⁽¹⁶⁵⁾. Da altro lato, se si ritiene che lo scopo

negozio indiretto cfr. altresì, tra gli altri, G. SCALFI, *Negozio giuridico (negozio indiretto)*, in *Encicl. giur.*, vol. XX, 1990, *ad vocem*; M. DI PAOLO, *Negozio indiretto*, in *Dig. it., sez. civ.*, vol. XII, 1995, *ad vocem*; F. GALGANO (nt. 109), p. 493 ss.; V. ROPPO (nt. 108), p. 685.

¹⁶³ Cfr. F. SANTORO-PASSARELLI (nt. 109), p. 129 s.

¹⁶⁴ Possibilità che, come si è veduto nel cap. 2, assume un ruolo servente rispetto a finalità diverse: la possibilità di "minacciare" amministratori *incumbent* nell'ambito di una iniziativa "attivista" (par. 2.2), ovvero la creazione di una pressione sul lato dell'offerta di titoli sul mercato che aumenti le probabilità di successo di un'offerta pubblica di acquisto volontaria (parr. 3.1 ss.).

¹⁶⁵ Ché se, poi, si volesse sostenere che tali motivi siano illeciti e siano anche gli unici ad aver indotto le parti a contrarre, la teoria del negozio indiretto sarebbe inutile, attesa la previsione dell'art. 1345 c.c.. Le difficoltà incontrate dai sostenitori della teoria del negozio indiretto al cospetto dell'irrilevanza dei motivi nell'ordinamento furono già evidenziate da risalente dottrina: cfr. G. DE GENNARO, *Il negozio giuridico indiretto*, in *Temi emiliana*, 1939, II, p. 41 ss., part. a p. 53, richiamato adesivamente da G. GIACOBBE, *La*

effettivamente perseguito dalle parti travalichi la sfera dei meri motivi (per divenire, quindi, interesse dedotto in contratto, rilevante sul piano causale)⁽¹⁶⁶⁾, non vi sarebbe ragione – sul piano logico – di parlare di negozio indiretto, bensì unicamente del solo contratto (avente causa concreta *diversa* da quella del presunto negozio-mezzo) effettivamente concluso tra le parti. Se, poi, l'assetto di interessi realizzato mediante tale contratto fosse illecito, occorrerebbe riconoscere la *diretta contrarietà* della causa di quest'ultimo contratto rispetto alla legge, senza necessità di accertare incidentalmente un (in realtà inesistente) negozio indiretto ⁽¹⁶⁷⁾.

In effetti, simili obiezioni sono rilevanti anche nel caso in esame. In particolare, la questione dei *motivi* (irrilevanti ai fini della definizione della causa e della meritevolezza di tutela dei contratti) è centrale anche laddove si cerchi di applicare il paradigma del negozio indiretto ai contratti derivati azionari, impiegati nel contesto di strategie di *hidden ownership*. Come ribadito in più occasioni, quando un investitore sottoscrive con un intermediario finanziario un derivato perché animato da intenzioni ulteriori rispetto a quelle (“tradizionali”) di speculazione, copertura o arbitraggio, egli non manifesta di regola le proprie intenzioni a quest'ultimo, sì che esse non possono formare oggetto di condivisione tra le parti e, per tale via, contribuire a determinare l'assetto negoziale che le parti concordemente hanno scelto di realizzare.

In altri termini, la volontà dell'investitore di acquistare una partecipazione azionaria occulta è *il motivo* che anima la strategia dell'investitore, ma la sua controparte non ne è di regola neppure a conoscenza, sicché tale motivo non assurge a interesse comune delle parti. La causa del contratto derivato non devia, quindi, da quella tipica; di conseguenza, manca il presupposto fondamentale (divergenza tra causa tipica e causa concreta del contratto) perché possa parlarsi di negozio indiretto.

Per altro verso, si sono esaminati casi nei quali – indiscutibilmente – l'intermediario non ricopre il ruolo di un passivo fornitore di servizi di investimento al proprio cliente, ma si fa parte attiva nella assistenza del cliente nel perseguimento della propria strategia, fino a diventarne – talora – il promotore e coordinatore ⁽¹⁶⁸⁾. In questi casi, si potrebbe più propriamente ipotizzare che la causa dei derivati venga “snaturata” e asservita a scopi diversi: agevolazione di iniziative attiviste, di cambi di controllo ecc. Ciò potrebbe avvenire sia affermando (in modo più suggestivo, ma dubbio sul piano civilistico) che i

frode alla legge, Milano, 1968, p. 67. E v. altresì, più recentemente S. NARDI, *Frode alla legge e collegamento negoziale*, Milano, 2006, p. 31.

¹⁶⁶ Secondo la teoria della causa concreta, che si fonda sul riconoscimento dell'assetto di interessi che le parti hanno inteso realizzare con la conclusione di un certo contratto: cfr. per tutti C.M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 1984, p. 214 ss.; V. ROPPO (nt. 108), p. 364.

¹⁶⁷ Con chiarezza sul punto cfr. S. NARDI (nt. 165), p. 31; G. CIRCENTI, *I contratti in frode alla legge*, Milano, 1996, p. 25 s.

¹⁶⁸ Ad esempio, suggerendo gli schemi negoziali più convenienti per il perseguimento della strategia prospettata, o addirittura contattando ulteriori intermediari da coinvolgere nell'operazione: è quanto è accaduto nel caso Schaeffler/Continental o – secondo la ricostruzione offerta dalla magistratura – nel caso Ifil/Exor: cfr. *supra*, cap. 2.

derivati conclusi in tale contesto sarebbero negozi indiretti, sia (forse più propriamente) riqualificandone la causa concreta: non contratti (o insiemi di contratti collegati) che consentono l'acquisto di una partecipazione sintetica in capo all'investitore, bensì contratti utilizzati per la realizzazione di scopi *lato sensu* societari, alla stregua di strumenti impiegati per facilitare l'acquisto di partecipazioni attraverso lo sfruttamento delle esigenze di copertura degli intermediari; contratti, insomma, in grado di interferire in modo problematico con il mercato delle azioni quotate e, in alcuni casi, perfino con la sfera organizzativa dell'emittente.

In entrambi i casi, peraltro, non è compito semplice stabilire quali conseguenze possano trarsi da tale riqualificazione negoziale sul fronte degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ⁽¹⁶⁹⁾. Si potrebbe sostenere che i contratti di cui si tratta attribuiscono all'investitore, *di fatto*, partecipazioni potenziali, come tali soggette a dichiarazione *ex art.* 119 reg. em. (e a sanzione *ex art.* 193 qualora rimangano occulte). In prima battuta, è difficile condividere tale assunto: come si è veduto (*supra*, par. 7), la *potenzialità* di una partecipazione rilevante dipende dall'esistenza di un *diritto* – giuridicamente tutelato – all'acquisto di azioni; ma i derivati *cash-settled*, per definizione, non attribuiscono alcun diritto in tal senso.

A sorte parzialmente diversa potrebbe andrebbe incontro l'argomento che volesse attribuire ai derivati in esame, *in forza della riqualificazione della loro causa*, natura di partecipazione indiretta *ex art.* 118, comma 3, reg. em.. Infatti, proprio in forza di tale riqualificazione causale, potrebbe sostenersi che le azioni di copertura possedute dall'intermediario, siano di fatto il frutto di un acquisto effettuato in funzione di una successiva, potenziale cessione all'investitore. Ma ciò varrebbe unicamente per l'ipotesi in cui l'intermediario abbia effettivamente proceduto a tali acquisti ⁽¹⁷⁰⁾; e, soprattutto, un inquadramento siffatto della fattispecie concreta finirebbe per coincidere – sul piano degli effetti (e quindi delle conseguenze in termini di *disclosure* e sanzionatori), ma anche sul piano dei *complessi accertamenti di fatto* necessari per giungere a tale conclusione – con l'esistenza di un negozio fiduciario avente ad oggetto la partecipazione sottostante il derivato.

Nulla si aggiungerebbe, insomma – all'atto di definire la concreta estensione degli obblighi di trasparenza – alla complessa fattispecie già esaminata in precedenza (par. 10).

È ipotizzabile, invece, che una diversa qualificazione della causa concreta dei contratti derivati utilizzati nell'ambito di strategie di “proprietà occulta” dia luogo a più significative conseguenze sul piano della disciplina dei patti parasociali nelle società con azioni quotate e della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Infatti, le interferenze che i contratti

¹⁶⁹ Come veduto, le tesi in materia di negozio indiretto predicano l'applicazione a tale negozio della disciplina propria del negozio che effettivamente, alla luce dell'assetto di interessi verificato in concreto, le parti hanno voluto porre in essere.

¹⁷⁰ Si noti, viceversa, come a tale conclusione non potrebbe pervenirsi qualora si fosse in presenza (si pensi nuovamente al caso Continental/Schaeffler) di intermediari finanziari che non hanno coperto il rischio acquistando azioni, bensì stipulando contratti finanziari con altri intermediari (forse in parte “coordinati” dall'intermediario principale).

derivati utilizzati nell'ambito di strategie di proprietà nascoste possono comportare sul piano dell'organizzazione societarie e delle dinamiche del mercato delle azioni quotate rendono plausibile (e meno complesso sul piano probatorio) l'assoggettamento dei contratti in questione, opportunamente "riqualificati", agli obblighi di dichiarazione previsti in materia di patti parasociali e alla disciplina degli acquisti di concerto.

Sul punto si tornerà nella successive sezioni IV e V.

13. *Derivati come contratti in frode alla legge.* – Mette conto, in conclusione di questa sezione, esaminare la possibile qualificazione dei contratti derivati – quando conclusi nell'ambito di strategie volte all'occultamento della proprietà azionaria – alla stregua di negozi conclusi in frode alla legge, con specifico riferimento alle norme che impongono obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti⁽¹⁷¹⁾.

In effetti, è perfino istintivo, nell'analisi delle fattispecie in esame, rivolgere il pensiero al tema della frode alla legge⁽¹⁷²⁾, e il ricorso all'art. 1344 c.c. è stato formulato, sulla base di una ben definita ipotesi teorica, dallo studioso che per primo ha affrontato la questione della *hidden ownership* nel diritto italiano⁽¹⁷³⁾. La trattazione del tema a conclusione di una serie di tentativi di inquadramento, in chiave civilistica, delle fattispecie esaminate in questo lavoro si spiega per la naturale residualità del rimedio in questione, di collocazione dogmatica quanto mai controversa.

Considerato questo aspetto, l'indagine sui derivati azionari e sulla proprietà occulta con le lenti della frode alla legge deve muoversi in modo circospetto.

Occorre, innanzitutto, sgombrare il campo dalla tradizionale, ma superata direttrice che era solita inquadrare il problema della frode alla legge sotto il profilo di una asserita divergenza tra contratto stipulato tra le parti (nel nostro caso, il contratto derivato: lecito) e il risultato economico da esse in verità perseguito (nel caso qui in esame, l'accumulazione di una partecipazione occulta o di un'influenza occulta sul voto: asseritamente illecito)⁽¹⁷⁴⁾. Come posto in evidenza dalla riflessione più recente

¹⁷¹ Sul problema dei rapporti tra frode alla legge e interpretazione estensiva o analogica delle norme oggetto di aggiramento cfr. la riflessione U. MORELLO, *Frode alla legge*, Milano 1969, p. 140 ss.; G. D'AMICO, *Libertà di scelta del tipo contrattuale e frode alla legge*, Milano, 1993, p. 67 ss.: entrambi gli autori respingono l'idea, di matrice tedesca, che il problema della frode alla legge in ambito civile possa risolversi esclusivamente sul piano dell'interpretazione della legge. Cfr. inoltre, anche per riferimenti ad opinioni di segno contrario, G. CIRCENTI (nt. 167), p. 17.

¹⁷² Va, anzi, osservato come la dottrina sia solita descrivere i fenomeni della proprietà occulta alla stregua di un fenomeno principalmente volto all'elusione della disciplina degli assetti proprietari: v. per tutti H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, part. p. 1029 ss.; M.C. SCHOUTEN (nt. 18), p. 165 ss.

¹⁷³ G. FERRARINI (nt. 90), p. , con espressa adesione all'impostazione adottata da U. Morello, su cui v. subito appresso.

¹⁷⁴ Nota come teoria oggettiva della frode alla legge: v., da ultimo, G. GIACOBBE (nt. 165), part. p. 53 ss., riprendendo tesi già formulata, tra gli altri, da E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1956, p. 378 ss. (e v. altresì, con argomenti originali, G. OPPO, *Recensione a Carraro. Il negozio in frode alla legge*, in *Riv. dir. comm.*, 1944, I, p. 179 ss. A tale indirizzo aderisce altresì F. GAZZONI (nt. 109), p. 804, il quale

sull'istituto, la tesi in questione non consentirebbe di raggiungere altro risultato se non quello di postulare l'esistenza di un negozio indiretto, in ordine al quale si sono già ricordate le riserve avanzate da consistente parte della dottrina, e – di conseguenza – l'opportunità di inquadrare la questione sotto il profilo della causa concreta del negozio (con i risultati già posti in evidenza e i margini di incertezza di cui si è detto)⁽¹⁷⁵⁾.

L'apporto che l'applicazione dell'art. 1344 c.c. può dare all'analisi giuridica delle fattispecie che ci occupano discende, piuttosto, dalla concezione della norma in questione alla stregua di una "clausola generale" che apre la via all'applicazione, in ambito civilistico, di un principio generale dell'ordinamento ⁽¹⁷⁶⁾. Secondo questo orientamento, l'accertamento della natura fraudolenta di un negozio giuridico non passa attraverso un esame dell'intenzione dalle parti all'atto della conclusione del negozio né attraverso un confronto tra la (asserita) causa tipica del negozio utilizzato e quella concreta propria del risultato che si intende perseguire. Si richiede, invece, all'interprete di individuare, nella fattispecie concreta, elementi di fatto dai quali si evinca la «surrogabilità *in senso economico* della fattispecie elusiva con quella proibita» dalla legge ⁽¹⁷⁷⁾.

In altri termini, l'accertamento della natura fraudolenta di un accordo non si gioca sul piano della *deviazione* causale di un contratto lecito in direzione di una fattispecie vietata dalla legge. Al contrario, la distinzione tra la causa concreta (e cioè l'assetto di interessi effettivamente realizzato tra le parti) del contratto concluso tra le parti e quella caratteristica del negozio illecito è mantenuta ferma, ed anzi affermata quale presupposto essenziale per l'applicazione dell'art. 1344 c.c.. Ciò che conta, invece, è l'individuazione di circostanze di fatto che evidenzino *l'assenza di un apprezzabile interesse* delle parti alla scelta

peraltro afferma l'inutilità dell'art. 1344 c.c. «alla luce della più moderna impostazione del problema casuale» nella sua accezione *concreta*: «[i]n una visione di causa concreta [...] l'ipotesi di frode alla legge tende ad essere riassorbita in quella di illiceità della causa, con cui, in ogni caso, ha in comune la sanzione comminata dall'ordinamento che è quella della nullità». Con argomenti simili, V. ROPPO (nt. 108), p. 410 s. Per una critica si v. tuttavia F. SANTORO PASSARELLI (nt. 109), p. 134 ss, nonché G. CIRCENTI (nt. 167), p. 25, ove altri riff.

¹⁷⁵ Allo stesso modo appare oggi in via di superamento l'impostazione incline a inquadrare la frode alla legge sulla base dell'elemento intenzionale delle parti (tesi riconducibile a L. CARRARO, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1948, p. 83 ss. e *passim*, poi ripresa da F. SANTORO-PASSARELLI (nt. 109), p. 134 ss., e da F. GALGANO (nt. 109), p. 288 ss.), tesi di volta in volta criticata per l'improprio rilievo dato ai motivi che inducono le parti a contrarre e il credito dato alla valutazione che le stesse parti fanno del proprio comportamento (cfr. per una articolata ricapitolazione di queste impostazioni critiche cfr. tra gli altri U. MORELLO (nt. 171), p. 26 ss.).

¹⁷⁶ Per clausola generale si intende quella contenuta in una norma che rimette all'interprete la definizione dei criteri per la qualificazione giuridica di un fatto: cfr. ad es. L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, p. 5 ss.; P. RESCIGNO, *Appunti sulle "clausole generali"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 1 ss.. La tesi della frode alla legge come clausola generale è stata originariamente sviluppata da U. MORELLO (nt. 171), p. 299 ss., poi ripresa da G. D'AMICO (nt. 171), p. 137 ss. In senso critico, v. recentemente S. NARDI (nt. 165), p. 45 ss.

¹⁷⁷ Cfr. U. MORELLO (nt. 171), p. 299 ss. (corsivo aggiunto).

del negozio effettivamente voluto in luogo di quello vietato¹⁷⁸). Le parti, insomma, non intendono realizzare effetti *giuridici* diversi da quelli realizzati con il contratto che hanno effettivamente stipulato: semplicemente, i loro interessi si atteggiano in modo tale da rendere indifferente, *su un piano strettamente economico*, la stipulazione del negozio fraudolento anziché di quello vietato.

In effetti, questa lettura dell'art. 1344 c.c. apre la via a interpretazioni più flessibili e sensibili ai contingenti assetti di mercato nei quali sono conclusi i contratti derivati poi impiegati nell'ambito di strategie di proprietà occulta. Non è chi non veda, di conseguenza, come la descritta interpretazione dell'art. 1344 consenta una censura più ampia di tali negozi, grazie ad un parziale affrancamento dalla rigida analisi degli interessi giuridici realizzati attraverso i derivati a vantaggio di una considerazione della realtà economica e delle dinamiche di mercato in cui i derivati sono conclusi.

Nel paragrafo precedente si è veduto come l'attrazione di un derivato *cash-settled* nella sfera di applicazione della norma sulle partecipazioni potenziali (le quali richiedono l'esistenza di un *diritto* all'acquisto di azioni) sia impedita, nonostante una riqualificazione della causa concreta del contratto in questione, dall'inevitabile divergenza, sul piano giuridico, tra il tipo di "potenzialità" degli acquisti azionari resa possibile dalla stipulazione di un derivato *cash-settled* e quella resa possibile dall'acquisto di una partecipazione potenziale vera e propria.

Per converso, tale indiscussa diversità tra i due negozi non impedirebbe di determinare l'applicazione dell'art. 119 reg. em. al derivato attraverso l'applicazione dell'art. 1344 c.c., ogniqualevolta risulti dalle circostanze che le parti non avevano – fatta eccezione per il possibile interesse di aggirare l'obbligo di comunicazione – alcun apprezzabile interesse economico al risultato in concreto realizzato (la stipulazione di un derivato regolato in contanti, che non prevede alcun diritto dell'investitore in posizione

¹⁷⁸ Un importante terreno di verifica dell'applicazione dell'art. 1344 c.c., quello della vendita in funzione della successiva conclusione di un contratto di *leasing* (c.d. *sale and lease back*) permette di comprendere meglio come operi l'orientamento descritto nel testo. Come è noto, si discute se la vendita in questione non costituisca, in realtà, strumento per realizzare un trasferimento di proprietà con funzione di garanzia rispetto a un finanziamento concesso dalla società di *leasing*, con elusione del divieto di patto commissorio contenuto nell'art. 2744 (e v. sul punto, con estrema chiarezza, V. ROPPO (nt. 108), p. 411). Secondo la tesi che inquadra la frode alla legge come clausola generale, è riconosciuta anzitutto la diversità di risultati conseguiti con il *lease back*, da un lato, e una vendita con funzione di garanzia vera e propria, nulla *ex art. 2744*: mentre quest'ultimo contratto realizza una *finalità di garanzia*, il primo contempla invece una vendita finalizzata alla successiva concessione di un finanziamento, con la *finalità di soddisfare le esigenze di liquidità* dell'imprenditore cedente (come costantemente riconosciuto in giurisprudenza: cfr. Cass. 16 ottobre 1995, n. 10805 e, da ultimo, Cass., 22 marzo 2007, n. 6969, in *Contratti*, 2008, p. 33). Tuttavia, possono darsi circostanze di fatto tali da indurre il giudice a ritenere che, in verità, le parti non dimostrano alcun apprezzabile interesse a stipulare un *sale and lease back* anziché una vendita con funzione di garanzia: manca, per esempio, l'interesse a soddisfare l'esigenza di liquidità che attribuisce autonomia funzionale al negozio di *lease back*. In altre parole, *alla luce del concreto assetto di interessi delle parti*, quest'ultimo contratto e una vendita in garanzia sono surrogabili sul piano economico (ancorché non giuridico), e si apre di conseguenza la strada all'applicazione dell'art. 2744, non già in via di interpretazione estensiva o analogica, bensì in forza dell'art. 1344.

“lunga” ad acquistare le azioni) rispetto a quello conseguibile con una (più semplice) sottoscrizione di uno strumento finanziario che attribuisca il diritto all’acquisto di azioni (si pensi a un’opzione *call* con regolamento in natura).

Lo stesso è a dirsi in relazione all’ipotesi di partecipazione indiretta, qualora le circostanze dimostrino con ragionevole certezza (alla luce dei criteri dell’art. 2729) che non vi erano ragioni economiche per indurre investitore e intermediario a porre in essere uno schema negoziale che attribuisce all’investitore buone probabilità di entrare in possesso di una partecipazione azionaria in seguito allo scioglimento del contratto derivato, anziché stipulare un semplice contratto di commissione per l’acquisto di una partecipazione.

Tali ipotesi possono essere chiarite e precisate con l’aiuto di alcuni esempi. Si possono richiamare, anzitutto, gli schemi di proprietà occulta utilizzati per agevolare il successo di offerte pubbliche d’acquisto ostili (*stealth takeovers*)¹⁷⁹. Si è detto che il vantaggio, per l’investitore, di accumulare partecipazioni sintetiche nell’emittente in vista del lancio di un’opera risiede, tra l’altro, nell’opportunità di sorprendere il mercato e il *management* dell’emittente con vantaggi in termini sia economici (la partecipazione “d’appoggio” – c.d. *toehold* – è accumulata a prezzi più contenuti) sia di riuscita dell’offerta (in termini di vantaggio sulle eventuali iniziative difensive predisposte dalla società *target*). Come è evidente, tali vantaggi non sarebbero viceversa possibili qualora il *raider* procedesse ad acquisti diretti di azioni prima dell’offerta: si potrebbe quindi sostenere che, alla luce di ciò, la costruzione di una partecipazione occulta e quella di una partecipazione sintetica non siano operazioni economicamente surrogabili (ciò che escluderebbe l’applicazione dell’art. 1344 c.c.)?

La risposta, ragionevolmente, deve essere negativa. A ben guardare, infatti, i vantaggi di “sorpresa” ora descritti, legati all’acquisto di una partecipazione occulta, sono *unicamente* resi possibili dal fatto che l’operazione avviene in assenza di comunicazioni al pubblico, e cioè in conseguenza della mancata applicazione dell’art. 120 t.u.f.. Se così non fosse, sarebbe difficile rinvenire un apprezzabile interesse dell’investitore a concludere un derivato, anziché procedere direttamente all’acquisto di azioni. Considerata in questa luce l’operazione appare, allora, effettivamente fraudolenta.

In verità, la conclusione appena raggiunta è subito complicata dalla presenza – analizzata in dettaglio nel capitolo che precede – di *ulteriori vantaggi* rispetto a quelli poc’anzi menzionati. *Quid iuris*, ad esempio, se si considera il vantaggio puramente *finanziario* derivante all’investitore dall’acquisto di una partecipazione sintetica (che – come più volte ribadito – non comporta costi iniziali di investimento) anziché di una partecipazione reale? In questo caso l’aggiramento delle norme di *disclosure* conta poco: la caratterizzazione di investimento con forte leva finanziaria costituisce una proprietà esclusiva del derivato rispetto all’investimento nell’*asset* sottostante, tale da rendere difficilmente surrogabili le due fattispecie. Ebbene, nei casi in cui tale vantaggio abbia svolto, nell’elaborazione della strategia ideata dall’investitore, un ruolo non marginale,

¹⁷⁹ Cap. 2, par. 3 ss.

l'applicazione della "clausola generale" di frode alla legge sarà ben più difficile, giacché viene meno il presupposto della surrogabilità economica delle due operazioni. Naturalmente, stabilire il ruolo svolto da uno specifico "vantaggio" rispetto agli altri è – lo si è veduto descrivendo i fenomeni in questione – compito estremamente complesso, dall'esito quanto mai incerto *ex ante* e opinabile *a posteriori*.

Il diverso esempio dei derivati *cash-settled* utilizzati nell'ambito di iniziative "attiviste" pone problemi analoghi. Si è veduto come la credibilità di tali iniziative sia costituita dalla minaccia di una "conversione" della partecipazione sintetica accumulata dall'investitore⁽¹⁸⁰⁾. Sia pure con qualche forzatura⁽¹⁸¹⁾, è forse corretto riconoscere che la mancata, immediata comunicazione delle partecipazioni sintetiche al pubblico (dunque, la mancata applicazione degli obblighi di trasparenza) contribuisce in modo determinante al successo dell'iniziativa in questione, sì da far ritenere che, se le posizioni "lunghe" accumulate grazie ai derivati fossero oggetto di immediata comunicazione, non vi sarebbe alcun interesse apprezzabile dell'investitore attivista ad acquistare partecipazioni sintetiche anziché, direttamente, azioni: sicché simili schemi di proprietà occulta dovrebbero ricadere nell'ambito di applicazione dell'art. 120 t.u.f. in quanto fraudolenti *ex art.* 1344 c.c.

Ma tale conclusione non è irresistibile ove, ancora una volta, si passino a considerare i vantaggi finanziari attribuiti dai derivati, *non surrogabili* dall'acquisto diretto di partecipazioni. Sostenere la natura fraudolenta degli schemi in questione diviene quindi arduo, anche ad utilizzare la lettura "sostanzialistica" ed "economica" con cui la moderna dottrina è incline ad interpretare la norma codicistica sulla frode alla legge.

Alle obiettive difficoltà di inquadramento sopra evidenziate, se ne aggiungono altre di carattere più generale.

In primo luogo, appare difficile invocare la frode alla legge nei casi in cui l'assetto di interessi fraudolento sia il frutto di un'iniziativa unilaterale dell'investitore, alla quale l'intermediario non partecipa, se non in funzione di coordinatore della strategia fraudolenta, almeno con funzioni di consapevole "facilitatore" della stessa: si pensi ai casi in cui le controparti con cui un investitore conclude contratti derivati siano numerose, frammentate e non soggette alla regia di un intermediario "coordinatore"⁽¹⁸²⁾. Se così non fosse, occorrerebbe dar credito all'affermazione (non corretta) che il disegno posto in essere da una sola parte possa invalidare il negozio anche ai danni dell'altra⁽¹⁸³⁾.

In secondo luogo, a destare perplessità è la conseguenza, in termini di disciplina, derivante dall'applicazione della fattispecie di cui all'art. 1344 c.c.: l'applicazione dell'obbligo di comunicazione al pubblico *ex art.* 120 t.u.f. (per il tramite degli artt. 118 o

¹⁸⁰ Cfr. cap. 2, par. 2.4.

¹⁸¹ Se non altro, in virtù dell'osservazione (su cui v. il cap. 2, parr. 2.4 e 2.5) che tale effetto di minaccia non può credibilmente realizzarsi se non attraverso la spontanea comunicazione al mercato della partecipazione (finora occulta) accumulata dall'investitore attivista.

¹⁸² Come pare essere avvenuto, per esempio, nel caso Porsche/Volkswagen: cfr. cap. 2.

¹⁸³ Argomento già messo in luce, tra gli altri, da G. OPPO (nt. 174), p. 179, e recentemente ripreso da S. NARDI (nt. 165), p. 9.

119 reg. em.) e delle relative sanzioni previste per il caso di mancata ottemperanza all'obbligo (art. 193 t.u.f.) – conseguenza finora data per scontata, ma non pacificamente accettata in dottrina.

Invero, la sanzione comminata dall'art. 1344 è la *nullità* per («reputata») illiceità della causa del negozio fraudolento. Sicché parrebbe, in linea con quanto affermato dalla dottrina tradizionale, che il contratto di cui si riconosca la funzione elusiva di una norma imperativa debba essere dichiarato nullo senz'altro, essendo preclusa la possibilità di arbitrarie estensioni dell'applicazione della norma imperativa elusa allo schema in questione⁽¹⁸⁴⁾. Ed anche nel caso di specie, l'accertata natura fraudolenta del derivato concluso tra l'investitore e l'intermediario dovrebbe condurre alla dichiarazione di nullità del negozio, non già ad un'estensiva applicazione delle norme (imperative)⁽¹⁸⁵⁾ di trasparenza e delle relative sanzioni amministrative.

La tesi che predica, invece, quest'ultima soluzione si fa opportunamente carico di evitare che la sanzione prevista dall'art. 1344 c.c. possa occasionalmente danneggiare il contraente debole – come riscontrato in altri ambiti del diritto civile – o comunque frustrare le esigenze sottese alla norma imperativa oggetto di elusione⁽¹⁸⁶⁾.

Simile approccio sarebbe opportuno anche con riferimento alle situazioni esaminate in questo lavoro, nelle quali la nullità non sortirebbe altro scopo se non impedire definitivamente l'«emersione» di fattispecie problematiche per soci dell'emittente e generalità degli investitori sul mercato. Eppure, non soltanto questa lettura appare discutibilmente ortopedica del testo del codice, ma si corre altresì il rischio di operare indebite trasformazioni di un contratto invalido, al di là dei limiti che la legge ritiene – eccezionalmente – consentiti: infatti, come si è rilevato anche in giurisprudenza, l'applicazione «rivisitata» dell'art. 1344 non potrebbe condurre a estendere l'ambito dei limitati casi in cui, a norma dell'art. 1424, è possibile la conversione di un contratto nullo in un contratto diverso⁽¹⁸⁷⁾.

¹⁸⁴ Cfr. la ricostruzione operata S. NARDI (nt. 165), p. 145 ss., ove ampi riff. alla dottrina precedente.

¹⁸⁵ Sulla natura imperativa delle norme a tutela del mercato finanziario cfr. ad es. R. COSTI (nt. 61), p. 5 ss.

¹⁸⁶ Si pensi ai (frequenti) casi in cui l'aggiramento investe norme previste dalla disciplina della locazione a tutela del conduttore: in questo caso, la dichiarazione di nullità del contratto concluso in frode a una norma di tutela del conduttore determinerebbe l'obbligo, per quest'ultimo, di rilasciare l'immobile, con aggiunta della beffa al danno: cfr. S. NARDI (nt. 165), p. 143; più in generale, cfr. U. MORELLO (nt. 171), p. 337 s., e, con alcune precisazioni, ID., *Il problema della frode alla legge rivisitato*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 26.

¹⁸⁷ Cfr. S. NARDI (nt. 165), p. 143 s., ove si ricorda come la dottrina sia concorde nell'escludere l'applicazione dell'art. 1424 ai contratti illeciti (per tutti, cfr. V. ROPPO, (nt. 108), p. 861). In giurisprudenza, cfr. Cass., sez. trib., 3 settembre 2001, n. 11351. Sembra qui per certi aspetti riproporsi il conflitto, non compiutamente risolto, tra sanzione civilistica ed esigenze della trasparenza che caratterizza la disciplina dei patti parasociali non dichiarati al mercato: riferendosi alla sanzione di nullità dei patti non dichiarati al pubblico, la definisce «arma spuntata» A. PICCIAU, *Commento all'art. 122*, in *La disciplina delle società quotate*, cit., p. 882: «la nullità [può] svolgere efficacemente la sua funzione sanzionatoria solo nella residuale ipotesi in cui [...] tra i contraenti sorga un contrasto circa il contenuto, l'interpretazione o

In conclusione, le più moderne riflessioni dottrinali sull'istituto della frode alla legge aprono spiragli importanti verso la riconduzione alle norme di trasparenza dei più eclatanti fenomeni di proprietà occulta. Anche l'applicazione dell'art. 1344 c.c., però, condivide con le soluzioni in precedenza esplorate la necessità (per gli operatori, per l'autorità di vigilanza, infine per il giudice) di ricorrere a complesse indagini di fatto volte alla costruzione di prove presuntive al fine di accertare l'esistenza dei presupposti per l'applicazione delle norme di trasparenza: indagini – come si è riscontrato – dall'esito tutt'altro che prevedibile e incontrovertibile. Inoltre, anche in questo caso, il rimedio esaminato risulta applicabile unicamente a un numero limitato di fattispecie tra le molte vedute nel cap. 2. Infine, l'obiettivo lontananza degli interpreti da un approdo condiviso in ordine all'inquadramento dell'art. 1344 c.c. rende oltremodo instabili le conclusioni raggiunte.

14. *Considerazioni di sintesi.* – La conclusione raggiunta nella sezione precedente, con il conforto dell'interpretazione dei testi comunitari, era nel senso della inapplicabilità (con poche eccezioni) delle norme di trasparenza ai derivati azionari *cash-settled* in sé considerati. In questa sezione, si è tentato di dimostrare che l'analisi di tali contratti in considerazione del loro inserimento nell'ambito di operazioni di “proprietà occulta” può, in taluni casi, condurre a diverse conclusioni, peraltro mutevoli in corrispondenza del tipo di inquadramento (anch'esso necessariamente variabile) delle operazioni esaminate.

Secondo alcune delle ricostruzioni civilistiche esaminate, non è il derivato ad essere ricondotto all'ambito di applicazione delle norme oggetto di *disclosure*, bensì i negozi giuridici ad esso collegati, per loro natura soggetti a obbligo di comunicazione al pubblico: è il caso, segnatamente, in cui l'impiego di derivati e partecipazioni sintetiche si inserisca nel contesto di un'operazione di *portage* (cioè a trasferimenti retti da causa fiduciaria, come può riscontrarsi negli episodi esaminati nel par. 6 del cap. 2, del tipo Perry/Rubicon), ovvero di episodi in cui la previsione di regolamento in contanti (o di astensione dall'influenza sulle azioni di copertura) all'interno del derivato è simulata, con la finalità di occultare una clausola di *physical settlement* (che renderebbe il derivato oggetto di comunicazione al pubblico) ovvero un accordo di voto (soggetto agli obblighi di trasparenza *ex art.* 122 t.u.f.).

Al cospetto di altre fattispecie, è il contratto derivato stesso a costituire la fonte degli obblighi di trasparenza. Ciò può accadere sia accedendo alla (controversa) teoria del negozio indiretto, sia riqualficando la causa concreta di tali contratti sì da tenere conto del reale assetto di interesse perseguito dalle parti (segnatamente, la volontà di interferire con

l'esecuzione del patto, così che possa emergere un interesse contrario alla esecuzione del patto stesso». Sicché, di fatto, «l'interesse dei terzi alla conoscenza del patto e l'interesse generale alla trasparenza degli assetti proprietari», entrambi sottesi alla *ratio* dell'art. 122 t.u.f., non appaiono adeguatamente sanzionati dal rimedio civilistico comminato dal legislatore (*ivi*, a p. 883). In senso analogo, in una prospettiva più generale, cfr. altresì E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, p. 79.

le vicende dell'emittente). Il medesimo effetto può altresì essere ottenuto qualificando il derivato come contratto in frode alla legge.

In tutte le ipotesi di inquadramento formulate, peraltro, l'applicazione delle norme sulla trasparenza presuppone un accertamento fattuale estremamente complesso e realisticamente controvertibile. Inoltre, molti degli inquadramenti proposti poggiano su ricostruzioni dogmatiche ancora oggetto di discussione in dottrina e non sempre condivise dalla giurisprudenza.

SEZIONE IV. – “Proprietà occulta” e patti parasociali

15. *Contratti derivati cash-settled e patti parasociali. In particolare, la questione dell'influenza sul voto.* – Esaurito l'esame dei complessi rapporti tra derivati azionari *cash-settled* e disciplina della comunicazione obbligatoria delle partecipazioni rilevanti, l'indagine deve a questo punto concentrarsi sulla diversa relazione tra i medesimi contratti derivati – quando inseriti nel quadro di strategie di *hidden ownership* – e la disciplina dei patti parasociali nelle società con azioni quotate. Le considerazioni che si svolgeranno nei paragrafi seguenti interessano principalmente il tema della trasparenza di tali patti (*ex art. 122, comma 1, t.u.f.*), ma pongono altresì le premesse per valutare, in prosieguo, come debba essere applicata la disciplina degli acquisti di concerto di fronte ai casi di proprietà occulta più problematici per il rispetto delle norme sull'opa obbligatoria (cfr. *infra*, parr. 18 ss.).

In proposito, affrontando dapprima le questioni di meno complessa soluzione, occorre prendere le mosse dalle possibili interrelazioni tra le fattispecie di proprietà occulta e i patti parasociali di voto; successivamente, si esamineranno le implicazioni con riferimento al problema della facilità con cui un investitore titolare di una partecipazione sintetica può accedere all'acquisto delle azioni possedute dalle proprie controparti con finalità di copertura.

La prima questione deve essere evidentemente esaminata valutando la possibile influenza che l'investitore in posizione “lunga” sia in grado di esercitare sull'esercizio del diritto di voto spettante alle azioni acquistate dall'intermediario a scopo di copertura¹⁸⁸.

Riprendendo le possibili “gradazioni” dell'intensità di tale influenza, non paiono, anzitutto, esservi dubbi che l'esistenza di accordi tra investitore e intermediario circa l'esercizio del voto relativo alle azioni di copertura configuri un patto avente per oggetto l'esercizio del voto ai sensi dell'art. 122, comma 1, t.u.f.¹⁸⁹. Potrà spesso darsi che il

¹⁸⁸ Cfr. nuovamente cap. 1, par. 21 ss.

¹⁸⁹ Tale conclusione non pare dover mutare neppure qualora si acceda alla tesi, sostenuta da parte della dottrina, che ritiene esclusi dall'ambito di applicazione dell'art. 122 t.u.f. gli accordi aventi ad oggetto la titolarità del diritto di voto (cfr. A. PICCIAU (nt. 187), p. 844 ss.; G. MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, in *Tr. dir. priv.* Diretto da M. Bessone, Torino, 2002, p. 82; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 351; *contra*, peraltro, A. TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, p. 53 s., P. MONTALENTI (nt. 75), p. 140; e v. già R. COSTI, *I patti parasociali*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 115.). Ed invero, assoggettandosi alle istruzioni fornite dalla controparte, l'azionista non cede il diritto di voto a

patto sia occulto, ovvero che le parti lo abbiano dissimulato stipulando una clausola con cui l'investitore si impegna ad astenersi da qualsiasi forma di orientamento sul voto spettante alla controparte (adottando, per esempio, la clausola *standard* contenuta nel *Master Agreement* dell'ISDA)⁽¹⁹⁰⁾. In simili casi, emergono per lo più questioni di carattere pratico-applicativo, che riguardano in particolare la prova dell'accertamento del patto (senz'altro nullo *ex art.* 122, comma 3) in vista delle applicabili sanzioni amministrative previste dall'art. 193, comma 2 (sempre che non si ponga anche il tema dell'elusione dell'obbligo di opa)⁽¹⁹¹⁾.

15.1. (segue): *Forme non "contrattualizzate" di influenza sul voto.* – Il quadro si complica allorché si consideri una forma più blanda e non "contrattualizzata" di influenza sul voto, quali la *volontaria* conformazione dell'intermediario alle intenzioni di voto della controparte (che si manifesterà, ad esempio, attraverso un voto convergente delle parti in assemblea)⁽¹⁹²⁾. Qui un contratto è per definizione assente; affermare, peraltro, che non sussista alcun patto soggetto a dichiarazione sarebbe una conclusione affrettata.

La questione può essere osservata da due punti di vista. Il primo – debitore delle riflessioni condotte nel campo del diritto della concorrenza – è adottato da chi ammette che l'esistenza di un patto parasociale possa inferirsi anche da comportamenti cooperativi o collusivi non consacrati in un atto negoziale (o al più sanciti da un accordo di cui le parti escludono la vincolatività degli effetti)⁽¹⁹³⁾. Secondo i sostenitori di questa tesi, il riferimento ai «patti in qualunque forma stipulati» nell'*incipit* dell'art. 122 t.u.f. dovrebbe essere inteso in senso «atecnico» e avrebbe, in particolare, la funzione di ricomprendere nell'ambito di applicazione della norma anche «accordi» non produttivi di effetti (pienamente) vincolanti, come i *gentlemen's agreements*, nonché altre simili forme di cooperazione tra le parti ⁽¹⁹⁴⁾.

quest'ultima, bensì si limita a privarsi della discrezionalità nell'esercizio di un diritto che conserva in capo a sé.

¹⁹⁰ Cfr. cap. 1, par. 25.

¹⁹¹ Sul problema della prova dei patti occulti, si v. le riflessioni di P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 500 ss.; C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondriaria*, *ivi*, 2007, p. 1297 ss.; F. VENTURINI, *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, p. 450 ss. Cfr. inoltre *infra*, par. 21 ss.

¹⁹² Cfr., sotto il profilo degli acquisti di concerto *ex art.* 109 t.u.f., l'analisi di P. GIUDICI (nt. 191), p. 502 ss.

¹⁹³ Cfr. ad esempio, E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007, p. 64 ss.; v. anche F. VENTURINI, *I patti parasociali e la Consob: il caso Unipol-BNL*, in *Società*, 2010, p. 601.

¹⁹⁴ E. MACRÌ (nt. 193), p. 66. L'interpretazione orientata al risultato (cioè l'esigenza di pubblicità di tutti le pratiche concordate aventi ad oggetto le materie elencate nell'art. 122 t.u.f.) proposta da questo Autore si ricollega al concetto di «accordo» contenuto nell'art. 101 Tr. FUE (già art. 81 Tr. CE) e nell'art. 2 l. n. 287 del 1990, oggetto di letture estremamente estensive e affrancate dalle tradizionali fattispecie civilistiche (cfr. per tutti, sul punto, A. VANZETTI - V. DI CATALDO, *Manuale di diritto industriale*, Milano, 2005, p. 557).

Seguendo tale impostazione il semplice riscontro di convergenze sul voto tra intermediario e investitore imporrebbe di riconoscere l'esistenza di un patto parasociale soggetto a dichiarazione.

Tuttavia, è legittimo avanzare più di un dubbio sulla correttezza di questa impostazione. Oggi infatti (considerate, in particolare, le più recenti modifiche alla disciplina degli acquisti di concerto), la disciplina delle società quotate contempla alcune pratiche di cooperazione (prive di natura *stricto sensu* contrattuale). In particolare, come meglio si vedrà in prosieguo, l'art. 101-*bis*, comma 4, t.u.f. ricomprende tra le «persone che agiscono di concerto» i «soggetti che *cooperano* tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente». A questa fattispecie generale il legislatore ha poi ricollegato un sistema di presunzioni, tra cui quella (di natura assoluta) che ricomprende gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122 (cfr. art. 101-*bis*, comma 4-*bis*, e v. *infra*).

Così inquadrati nell'ambito della nuova disciplina del concerto, i patti parasociali costituiscono una *species* all'interno del *genus* costituito dalla più ampia fattispecie di pratiche di cooperazione disegnata dal comma 4. È evidente, allora, che, a voler estendere i confini della definizione di *patto* fino a ricomprendervi fattispecie prive dei requisiti del contratto, si finirebbe per far coincidere l'insieme dei patti parasociali con l'insieme delle fattispecie che definiscono l'azione di concerto, rendendo così inaccettabilmente priva di senso la complessa articolazione di presunzioni delineata dall'art. 101-*bis* t.u.f.

Adottando un *secondo* punto di vista, più aderente all'attuale impianto della disciplina, l'esistenza di una mera *cooperazione* tra le parti (e segnatamente il comportamento delle parti in sede di voto) non costituisce *di per sé* patto parasociale *ex art.* 122, bensì costituisce un fatto dal quale è possibile risalire, attraverso una presunzione semplice, all'esistenza di un patto occulto (eventualmente concluso per comportamenti concludenti)¹⁹⁵.

Con più specifico riferimento alle fattispecie che qui interessano, si potrebbe affermare che l'osservazione di obiettive ed evidenti convergenze tra intermediario e investitore in sede di voto, unitamente alla presenza di un contratto derivato tra loro in essere, possa far presupporre talora *anche* l'esistenza di un patto di voto occulto: la *gravità* delle presunzioni in questione deriverebbe dall'osservazione delle prassi di mercato, ove si registra un'inclinazione degli intermediari ad assecondare i propri clienti anche sul piano societario.

¹⁹⁵ In questa prospettiva si colloca P. GIUDICI (nt. 191), p. 502 ss., il quale richiama l'attenzione soprattutto nei confronti di scambi di informazioni tra le parti, ovvero di atti *ulteriori* rispetto all'espressione del voto nella medesima direzione, quali la presentazione in comune di liste di candidati agli organi sociali; v. altresì L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 107; C. MOSCA (nt. 191), p. 1300: «l'osservazione dei comportamenti posti in essere di concerto non assume alcun significato in sé e per sé, bensì unicamente quale elemento di un insieme di prove specifiche che devono rivelarsi in grado di dimostrare l'esistenza di un patto *nullo* perché "segreto"» (corsivo dell'Autrice).

Non si tratterebbe però, in pratica, di compito facile per il soggetto (eventualmente, la stessa autorità di vigilanza) interessato a far valere l'esistenza del patto, come dimostrato dal basso numero di pratiche di "voto occulto" osservato in connessione con la conclusione di contratti derivati ⁽¹⁹⁶⁾.

Di fatto, concrete possibilità di percorrere la via così indicata si avrebbero laddove il derivato si inquadri in un vero e proprio schema di *portage* ⁽¹⁹⁷⁾ e, sia pure con maggiori difficoltà, ove si sia in presenza delle fattispecie in cui l'influenza sul voto si è rivelata, sulla base delle osservazioni concrete, un elemento qualificante della relazione tra investitore e intermediario (il pensiero corre, principalmente ai casi di utilizzo dei derivati nel contesto di strategie di *shareholder activism* ⁽¹⁹⁸⁾). Al di fuori di tali casi, non pare semplice inferire per via presuntiva l'esistenza di patti parasociali ove manchi una *relazione d'affari consolidata* tra le parti del derivato.

In ogni caso, la dimostrazione dell'esistenza del patto appare preclusa quando l'intermediario – come il più delle volte accade ⁽¹⁹⁹⁾ – adotti una politica di *astensione* dal voto in ottemperanza a proprie norme di comportamento ⁽²⁰⁰⁾.

16. *La questione dell'acquisto delle azioni sottostanti. Dai derivati con consegna fisica del sottostante ...* – Il terreno di indagine più insidioso riguarda la seconda (a quanto risulta, assai più diffusa) forma di impiego dei derivati *cash-settled* a scopo "societario", che conduce all'acquisto delle azioni di copertura a seguito dello scioglimento del contratto. In particolare, l'ipotesi soggetta a verifica è se un derivato azionario che favorisca l'acquisto del sottostante in capo alla parte "lunga" possa essere annoverato tra i patti parasociali soggetti a pubblicità *ex art. 122 t.u.f.*.

Per inquadrare il problema, è dapprima necessario accertare se un ipotetico accordo tra le parti per la cessione del sottostante al termine del rapporto si configuri come patto rilevante: ciò che equivale a domandarsi se incorra in tale obbligo un derivato azionario che attribuisce al titolare una partecipazione sintetica, quando contenga una previsione di *physical settlement*.

La questione è stata affrontata, inizialmente, dalla Consob nella nota comunicazione del 2000 in cui definì il proprio orientamento in materia di causa dei patti parasociali soggetti all'art. 122 t.u.f., individuata nello scopo di «dare un indirizzo unitario

¹⁹⁶ Cfr. le conclusioni raggiunte nel cap. 1.

¹⁹⁷ Sul modello Perry/Rubicon: cfr. cap. 2, par. 6.1.

¹⁹⁸ Cfr. cap. 2, par. 2 ss.

¹⁹⁹ Cfr. *supra*, cap. 1, par. 24.

²⁰⁰ Del resto, anche la civilistica dubita che il comportamento puramente omissivo di una parte possa rappresentare contegno idoneo a determinare la conclusione di un contratto (*per facta concludentia*): cfr. per tutti A. ORESTANO, *Schemi alternativi*, in *Formazione*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, Milano, 2006, p. 244 ss.

all'organizzazione e alla gestione sociale [...] e [...] di "cristallizzare" determinati assetti proprietari» (201).

L'Autorità, in particolare, ha affrontato il tema dei contratti di opzioni incrociate *put & call* e dei contratti *futures*, interrogandosi sulla loro riconducibilità alla tipologia di patti prevista dalla lettera *c)* dell'art. 122 («patti [...] che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse»). In proposito, la Consob ha dapprima manifestato l'opinione che la tipologia di accordi in questione debba essere definita rispetto alla funzione propria di tutti i patti contemplati dal Testo unico: debba, quindi, essere restrittivamente interpretata come ricomprensente i soli patti «con cui si concorda l'acquisto da terzi di azioni di una quotata o della sua controllante da parte di uno o più dei paciscenti»: riassuntivamente, l'«acquisto di azioni» cui la norma fa riferimento sarebbe, in realtà, il «“concerto” che abbia ad oggetto [tale] acquisto» (202). In quest'ottica, *futures* e accordi di *put* e *call* non potrebbero, al pari dei contratti preliminari, essere ricompresi fra i patti parasociali disciplinati dalla legge, atteso che «tali contratti [...] non sono patti con cui si “concerta” un acquisto nel senso sopra rappresentato» (203).

La qualificazione dei menzionati contratti come patti parasociali è stata altresì esclusa con riferimento all'art. 122, comma 1, lett. *b)* (patti limitativi del trasferimento delle azioni), atteso che *futures* e opzioni non comportano, in mancanza di pattuizioni specifiche, l'indisponibilità della partecipazione sottostante eventualmente posseduta dal venditore durante la pendenza del termine contrattuale (204).

Per altro verso, l'impostazione restrittiva adottata dalla Consob – che pure si appalesa corretta alla luce della sostanziale assenza di implicazioni che i patti in questione hanno sulla *governance* di una società quotata e sulla stabilità dei suoi assetti proprietari (205) – non esclude che una diversa conclusione possa essere raggiunta, secondo le circostanze, quando il derivato si inserisca in un contesto di intese più ampio.

²⁰¹ Cfr. Consob, Comunicazione n. DIS/29486 in data 18 aprile 2000. Per una rivisitazione critica dei criteri in essa espressi cfr. ad esempio G. SANTONI, *Commento all'art. 122*, in *Il Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, vol. II, p. 1006; A. PICCIAU, *Commento agli artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Costituzione-Conferimenti*, a cura di M. Notari, p. 337, nt. 27. Dubitativamente, A. TUCCI (nt. 189), p. 65 s. Più analiticamente, V. DONATIVI, *Commento all'art. 2341-bis*, in *Società di capitali*, Commentario diretto da G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, vol. I, p. 172, e, sulla sua scia, E. MACRÌ (nt. 193), p. 72, si domandano (ma con riferimento alla disciplina codicistica) se il riferimento alla stabilizzazione degli assetti proprietari e del governo della società debba intendersi quale elemento *causale* del patto ovvero quale mero *effetto* dello stesso, propendendo per quest'ultima soluzione. Orientato, invece, verso la prima soluzione è A. PICCIAU, cit. in questa nota, p. 338.

²⁰² Consob, Comunicazione n. DIS/29486, cit. Con tale interpretazione, la Consob reintroduce nella fattispecie in questione l'elemento del “concerto”, presente nei lavori preparatori al Testo unico, ma successivamente espunto nella versione definitiva.

²⁰³ *Ibid.*

²⁰⁴ *Ibid.*

²⁰⁵ Si vedano, peraltro, le critiche avanzate da A. PICCIAU (nt. 201), p. 345.

La pratica ha offerto spunti importanti in questa direzione, segnatamente nella nota vicenda Sai-Fondiarina, nella quale complessi accordi di *put & call* (con consegna *fisica* del sottostante) legavano soggetti che – secondo gli accertamenti condotti dalle autorità di vigilanza e successivamente confermati dalla magistratura – agivano di concerto per acquistare il controllo di un emittente quotato⁽²⁰⁶⁾. Sebbene, in quell'occasione, la Consob non abbia intrapreso la via della dimostrazione dell'esistenza di un patto parasociale tra tali soggetti (accertando, invece, l'esistenza di una partecipazione indiretta *ex art.* 105 t.u.f. del *dominus* dell'operazione – SAI – attraverso le azioni possedute dalle sue controparti nei derivati), non sono mancate voci, in dottrina, che hanno evidenziato la rilevanza di tali accordi anche sotto il profilo dell'art. 122⁽²⁰⁷⁾. In quel caso, il presunto interponente aveva precedentemente procurato la cessione ai presunti interposti della partecipazione oggetto delle opzioni incrociate, sicché queste ultime si inserivano, probabilmente, nel “contesto” di un'operazione di doppio trasferimento, con struttura vicina a quella di un *portage*⁽²⁰⁸⁾, nel quale le opzioni avevano la funzione di garantire, a mo' di contratto preliminare, la certezza del trasferimento della partecipazione all'interponente alla scadenza del derivato⁽²⁰⁹⁾.

Successivamente, con una decisione di estremo interesse nel caso Unipol-BNL, fu la stessa Consob a inquadrare un patto di *put&call* all'interno di uno schema più ampio. In questo caso, il derivato (inizialmente contenente la clausola di *physical settlement*) era stato concluso tra un potenziale *raider* (Unipol) e una banca d'affari, ed era stato associato a un patto di non adesione della banca all'opera eventualmente promossa da Unipol (nonché da ogni potenziale concorrente) sulle azioni di una società quotata (BNL)⁽²¹⁰⁾. La Consob

²⁰⁶ Per una ricostruzione di questa vicenda e per riferimenti completi, anche giurisprudenziali, cfr. ad es. E. DESANA, *Il caso Sai Fondiarina: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 123 ss.; C. MOSCA (nt. 197), p. 1297 ss.; A. TUCCI, *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1022, nt. 51; G. FERRARINI (nt. 90), p. 658. Sul tema della responsabilità da violazione dell'obbligo di offerta si vvv., da ultimo, oltre agli autori citati, G. COTTINO – E. DESANA, *Opa obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1315; S. CACCHI PESSANI, *Violazione dell'obbligo di Opa e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 496 ss. e, *amplius*, A. TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2008, *passim*.

²⁰⁷ In questo senso, e rilevando la contraddittorietà nell'interpretazione data dalle autorità di vigilanza e giurisdizionali agli accordi di *put & call* nella vicenda in esame, cfr. P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 115. In argomento, cfr. altresì l'analisi di G. FERRARINI (nt. 90), p. 658 ss.

²⁰⁸ Cfr. L. CURRAN - F. TURITTO, *Fiat/Ifil: The Securities Law Implications for Equity Derivatives*, in *JIBFL*, 2006, p. 298 ss. Scettico sul punto, alla luce degli accertamenti di fatto risultanti dagli atti, P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 115.

²⁰⁹ Ciò attraverso l'identità del prezzo delle due opzioni: cfr., con chiarezza, G. FERRARINI (nt. 90), p. 660 s.

²¹⁰ Cfr. la delibera Consob n. 15259 in data 23 dicembre 2005, che si legge sul sito 'www.consob.it'. Per un'analisi dei fatti cfr. ancora G. FERRARINI (nt. 90), p. 661 ss. e, di recente, F. VENTURINI (nt. 193), p. 595 ss., a commento della decisione che ha annullato le sanzioni irrogate a Unipol e Deutsche Bank con la menzionata delibera (App. Roma, 29 settembre 2009 (decr.): la corte non ha peraltro preso posizione sul problema dei derivati nel contesto di offerte pubbliche d'acquisto, scagionando i soggetti sanzionati, i quali

ritenne che al derivato in questione, insieme con il patto di non adesione, dovesse essere attribuita natura parasociale, dal momento che l'accordo risultava «strumentale alla riuscita del progetto di acquisizione del controllo di BNL da parte di Unipol, in quanto finalizzato alla formazione di un assetto proprietario stabile in seno all'emittente quotato, funzionale all'attribuzione di un indirizzo unitario all'organizzazione ed alla gestione sociale» (211). Più specificamente, l'opzione garantiva al futuro offerente un risparmio finanziario considerevole, dato che questi avrebbe esercitato la *call* soltanto qualora il mercato non avesse risposto all'offerta in modo soddisfacente; allo stesso tempo, la pendenza del contratto di opzione unitamente al patto di non adesione assicurava che il consistente pacchetto azionario sottostante fosse portato ad eventuali offerte concorrenti.

Insomma, sebbene in assenza, finora, di sicure prese di posizione della giurisprudenza, la considerazione dei derivati (con consegna fisica del sottostante) alla luce della disciplina dei patti parasociali registra una progressiva evoluzione: dalla generale affermazione di una tendenziale estraneità di tali contratti all'ambito parasociale, si è passati alla consapevolezza del loro problematico utilizzo nell'ambito di complesse strategie rivolte a incidere stabilmente sugli assetti proprietari di una società quotata (212).

17. (segue): ... *ai derivati cash-settled*. – L'evoluzione poc'anzi tratteggiata suggerisce di guardare, da analogo angolo visuale, anche ai derivati con regolamento in contanti. Diverso è, peraltro, il punto di partenza dell'analisi.

Invero, se il *physical settlement* proprio dei derivati di cui si è discusso nel paragrafo che precede solleva l'interrogativo se essi costituiscano – in sé e per sé – patti parasociali aventi ad oggetto l'acquisto di azioni ovvero l'indisponibilità delle stesse, la questione non si pone – per definizione – in relazione ai derivati regolati in contanti. Anzi, la complessità aggiuntiva dell'analisi relativa agli strumenti *cash-settled* nasce dal fatto che il trasferimento delle azioni sottostanti tra le parti del derivato ha luogo soltanto in via eventuale, in dipendenza di particolari circostanze “di mercato” (le scelte di *hedging* dell'intermediario, da un lato, le circostanze dell'operazione posta in essere dall'investitore, dall'altro) non contemplate in via contrattuale.

Come già illustrato, l'impiego di derivati *cash-settled* all'interno di operazioni chiaramente ascrivibili alla tipologia del *portage* (o comunque a trasferimenti di natura fiduciaria) semplifica, sul piano dell'inquadramento giuridico, la soluzione del caso: ad essere qualificabili come patti parasociali potranno essere, se mai, gli accordi (eventualmente dissimulati) che intercorrono tra le parti in ordine al trasferimento delle azioni, non il derivato in sé (213).

avevano provveduto a una – sia pure incompleta – pubblicazione dei loro accordi ai sensi dell'art. 122 t.u.f.).

²¹¹ Cfr. Consob, delibera n. 15259, cit.

²¹² Sorte analoga ha incontrato, come si vedrà in seguito, la considerazione dei contratti derivati alla luce della disciplina dell'opa obbligatoria.

²¹³ Conforme, con riferimento alla fattispecie del *portage*, P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 268 s., il quale ritiene che il vincolo di indisponibilità della partecipazione azionaria fino al momento del ritrasferimento

Le questioni più interessanti investono la configurabilità del *derivato in sé* quale patto parasociale impiegato all'interno di particolari operazioni riconducibili a schemi di *hidden ownership*, senza necessità di dimostrare l'esistenza di contratti accessori ⁽²¹⁴⁾.

In proposito, il percorso di analisi che pare opportuno seguire fa perno, ancora una volta, sull'individuazione del concreto assetto di interessi che il derivato ha, nella comune intesa delle parti, la funzione di perseguire. È sul piano causale, in altri termini, che occorre verificare l'idoneità di un derivato regolato per differenziale a perseguire in concreto (pur conservandosi l'integrità dello schema causale suo proprio)⁽²¹⁵⁾ funzioni diverse da quelle (prive di riflessi "societari") che gli sono tipicamente riconnesse, quali la speculazione, l'arbitraggio e la copertura dei rischi. Ragioni di ordine espositivo suggeriscono di ripercorrere, in questa direzione, la suddivisione per finalità operata nel capitolo 2.

17.1. *Derivati cash-settled e "attivismo" societario.* – Come veduto, strumenti derivati sono utilizzati da investitori professionali nell'ambito di iniziative (riconducibili al fenomeno dello *shareholder activism*) mirate a esercitare pressioni nei confronti del consiglio di amministrazione e dei soci di riferimento di una società quotata, con l'obiettivo di modificare le strategie di gestione adottate, ovvero (all'occorrenza attraverso opportune iniziative in sede assembleare) a promuovere cambiamenti nella *corporate governance* di tale società, pur senza acquisirne il controllo ⁽²¹⁶⁾. In tale contesto, la possibilità di "convertire" in azioni la partecipazione sintetica accumulata in vista dell'iniziativa costituisce uno strumento di efficace persuasione nei confronti del *management* della società bersaglio, che potrebbe essere spinto a scendere a patti con l'investitore attivista purché sia scongiurato il rischio di un incremento del peso di questi nell'azionariato, che preluderebbe a un ricambio del gruppo dirigente.

delle azioni al fiduciante integri una limitazione al trasferimento delle azioni rilevante *ex art.* 122, comma 5, lett. *b*). In verità, come lo stesso Autore riconosce (e come deve *a fortiori* affermarsi nel caso dei derivati regolati in contanti), non è detto – specialmente nelle società quotate – che il trasferimento fiduciario di azioni comporti anche un vincolo di indisponibilità delle azioni durante il rapporto: nel caso che ci occupa, pertanto, occorrerebbe valutare se – alla luce delle scelte (più o meno obbligate) di *hedging* dell'intermediario – possa parlarsi di una indisponibilità di fatto resa inevitabile dalle caratteristiche del contratto posto in essere (e specificamente in ragione della rilevanza della partecipazione sottostante il derivato e delle condizioni di liquidità delle azioni e della loro sostituibilità con altri adeguati strumenti di *hedge*). Se così fosse, potrebbe concludersi che gli accordi intercorsi tra le parti comportano *di necessità* un blocco delle azioni, e pertanto da essi non può che conseguire l'effetto di una cristallizzazione degli assetti proprietari rilevante *ex art.* 122 t.u.f.

²¹⁴ Il tema è concisamente affrontato in tema di *equity swap*, ma senza approdare a una conclusione circa la riconducibilità di tali derivati ai (soli) patti parasociali di cui all'art. 122, comma 5, lett. *c*), da P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 121. Cfr. altresì L. CURRAN - F. TURITTO (nt. 208), p. 298.

²¹⁵ In altre parole: in assenza di simulazione, ovvero di accorgimenti in grado di "piegare" la causa del derivato in direzione di schemi negoziali diversi, quale quello fiduciario (sul punto, cfr. *supra*, par. 10).

²¹⁶ Cfr. cap. 2, par. 2.1.

In questa luce, i contratti derivati – evidentemente stipulati in funzione dell’iniziativa intrapresa dall’investitore – si dimostrano strumenti che agevolano il perseguimento di finalità strettamente *societarie*, che concorrono – cioè – alla finalità di imprimere alla organizzazione e alla gestione della società un indirizzo diverso da quello attuale ⁽²¹⁷⁾.

Si tratta, allora e innanzitutto, di stabilire se simili contratti siano astrattamente idonei a essere ricompresi tra i patti parasociali rilevanti *ex art.* 122 t.u.f. e, segnatamente, tra i patti che hanno «per oggetto o per effetto l’esercizio anche congiunto di un’*influenza dominante*» sulla società (comma 5, lett. *d*). Il problema si pone soprattutto in relazione alla circostanza che la partecipazione (sintetica) accumulata dagli investitori nell’ambito di queste strategie è solitamente modesta, sicché il patto, ove esistente, raccoglierebbe soltanto una minoranza di azionisti.

Si registra, peraltro, in proposito, la tendenza della dottrina maggioritaria a ricomprendere fra i patti assoggettati ad obbligo di comunicazione anche i patti *di minoranza*, a condizione che siano in grado di incidere in modo determinante su alcune decisioni societarie – ciò che solitamente si fa ricondurre ai patti che rendono possibile l’elezione di alcuni componenti all’interno dell’organo amministrativo, o quelli ai quali sono conferite partecipazioni di blocco in relazione ad alcune deliberazioni assembleari ⁽²¹⁸⁾.

Pare a chi scrive che tale orientamento debba essere condiviso ed esteso anche ai casi in cui l’investitore attivista e l’intermediario, pur senza contare su una partecipazione (“attuale”) così ampia da formare un blocco determinante in sede assembleare, siano in grado di costruirsi (attraverso una consistente partecipazione “potenziale”) una posizione negoziale di forza per far valere le proprie proposte. Tale posizione, infatti, seppure spesso priva dell’orizzonte temporale che caratterizza i patti aventi ad oggetto il governo della società, può risultare condizionante nella dialettica tra proprietà e gestione della società in un dato momento; di guisa che escludere l’obbligo di comunicazione degli accordi che ne costituiscono la fonte contrasterebbe con le finalità della trasparenza dei patti parasociali, rivolta all’emersione di tutti i «poli decisionali» (anche non maggioritari e non caratterizzati dall’esercizio di un’influenza «dominante» in senso proprio) presenti nella compagine sociale ⁽²¹⁹⁾.

²¹⁷ Questa finalità – come veduto – non è l’unica conseguibile da chi stipula i derivati in contesti di questo genere, ma riveste comunque un ruolo essenziale nella strategia in questione

²¹⁸ Cfr. da ultimo E. MACRÌ (nt. 193), p. 79 ss., il quale individua sia ipotesi di patti di minoranza funzionali alla stabilizzazione degli assetti proprietari, sia patti funzionali all’influenza sul governo della società. Sul primo aspetto è conforme la dottrina maggioritaria: cfr. per tutti G.F. CAMPOBASSO (nt. 61), p. 342, nt. 83 (*contra*, peraltro, G. SBISA, *Art. 2341-bis*, in *Commentario al codice civile* diretto da G. Scialoja e A. Branca, Bologna-Roma, 2006, p. 220). Sul secondo aspetto si v. ad es. G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 58.

²¹⁹ In questo senso, oltre a E. MACRÌ (nt. 193), p. 81 (da cui è tolta la citazione nel testo) si v. G. OPPO (nt. 218), p. 58 ove si sottolinea come anche accordi tra soci di minoranza possano «tendere all’esercizio di una influenza sulla società, dunque in qualche modo ad incidere sul governo della stessa».

Ciò è tanto più vero ove si consideri che la “conversione” della partecipazione potenziale minacciata dall'*insurgent* in caso di rigetto delle sue proposte potrebbe condurre all'attivazione di “reazioni” di forte impatto sulla vita della società, quali la convocazione dell'assemblea da parte della minoranza, l'integrazione dell'ordine del giorno, la proposizione di denunce all'organo di controllo e finanche l'esercizio dell'azione di responsabilità da parte della minoranza.

Se, allora, è in astratto ipotizzabile che i derivati in esame siano ricondotti ad accordi caratterizzati da una causa parasociale, può essere tuttavia complesso, in pratica, stabilire se la *finalità* o gli *effetti* societari dei contratti in parola rappresentino anche il risultato che le parti hanno tra loro condiviso al momento della stipulazione dell'accordo, e che ne costituisce il presupposto e la finalità. Si tratta, insomma, di questione in tutto simile a quella già affrontata a proposito della configurabilità dei derivati quali strumento di partecipazione potenziale ovvero indiretta soggetta a comunicazione obbligatoria al pubblico. Con le conseguenze già sopra vedute: nella misura in cui l'effetto societario sia parte della strategia perseguita dall'investitore, ma non sia condiviso dai soggetti (potenzialmente numerosi e tra loro non coordinati) con i quali l'investitore stesso abbia concluso contratti derivati, richiedere la dichiarazione del patto parasociale sarebbe inappropriato sul piano civilistico (di parasociale vi sarebbero le finalità che muovono una parte alla stipulazione dell'accordo, nonché alcuni effetti, ma tali finalità non confluirebbero a connotare la causa concreta del contratto) oltre che, presumibilmente, impraticabile in concreto ⁽²²⁰⁾.

17.2. *Derivati cash-settled e offerte pubbliche d'acquisto (non obbligatorie)*. – Il frequente impiego di derivati regolati in contanti nell'imminenza o in pendenza di offerte pubbliche d'acquisto (siano essere promosse dall'investitore stipulante o da terzi) suggerisce ora di soffermarsi sulla fattispecie più frequentemente riscontrata sul piano empirico: quella delle c.d. *stealth acquisitions*, in cui l'accumulazione di una partecipazione occulta svolge, tra l'altro, la funzione di sorprendere il mercato e l'emittente, nonché di condizionare il mercato e l'esito dell'offerta attraverso le azioni acquistate dalle controparti a scopo di *hedge* ⁽²²¹⁾.

Nuovamente, è preferibile dare risposta affermativa circa l'attitudine dei derivati conclusi in tali contesti ad assumere natura parasociale. Anche in questo caso, infatti, il derivato costituisce lo strumento essenziale per favorire – in più modi – il conseguimento dell'offerta, integrando così il presupposto dei patti (di recente riconoscimento legislativo) di cui all'art. 122, comma 5, lett. *d-bis*, t.u.f. ⁽²²²⁾. Ciò è vero in presenza di partecipazioni

²²⁰ Specialmente ove sia elevato il numero di controparti, ciò che peraltro potrebbe consentire all'investitore di non superare mai la soglia minima del due per cento oggi stabilita dal legislatore anche in relazione ai patti parasociali: cfr. art. 122, comma 5-*bis*, t.u.f.

²²¹ Cfr. cap. 2, part. par. 3.4.

²²² È peraltro probabile che, anche prima del recente intervento legislativo che ha integrato l'elenco di fattispecie rilevanti ai sensi dell'art. 122 t.u.f., gli accordi volti a favorire od ostacolare un'offerta – ed in particolare gli impegni di adesione o non adesione ad essa – dovessero già considerarsi soggetti ad obbligo

occulte di modesta entità, atteso che anche un *toehold* costruito sulla base di un limitato numero di azioni di copertura “controllate” indirettamente dall’offerente alleggerisce l’onere finanziario dell’offerta (la parte “lunga” lucra, infatti, sulla differenza tra prezzo iniziale delle azioni al momento della conclusione del contratto derivato e prezzo di smobilizzo dello *hedge*) e garantisce al tempo stesso un “premio di consolazione” qualora l’offerta dell’investitore sia contrastata vittoriosamente da un’iniziativa concorrente⁽²²³⁾. E l’osservazione vale, a maggior ragione, per posizioni più consistenti, laddove – come veduto – l’offerente che risolve durante il periodo d’offerta i contratti derivati in precedenza conclusi è in grado di innescare una pressione ribassista sul prezzo delle azioni sul mercato, tale da indurre, con buona probabilità, gli intermediari a portare i propri titoli all’offerta⁽²²⁴⁾.

Come nel caso dello *shareholder activism*, anche in questo si pone il problema della reale condivisione, da parte delle controparti “finanziarie”, del disegno strategico del *raider*.

di dichiarazione come affermato da una pronuncia del Tribunale di Milano (10 maggio 2000, in *Giur. it.*, 2001, p. 334, con nota di E. DESANA), secondo cui «i patti con cui ci si impegna a non aderire a un’offerta pubblica di acquisto (volontaria o obbligatoria) sono riconducibili ai patti parasociali che pongono limiti al trasferimento delle azioni e degli strumenti finanziari», a condizione – si precisava – che ci si trovi dinanzi a una effettiva limitazione della «libertà dell’aderente di compiere atti di vendita delle azioni e quindi il trasferimento delle azioni [...] da parte dell’aderente» (talché dovevano considerarsi esclusi dall’ambito di applicazione dell’art. 122 «semplici accordi finanziari conclusi per sostenere le adesioni all’offerta», inidonei a incidere sulla libertà di adesione o meno a quest’ultima). La dottrina si era spinta oltre, dubitando della stessa validità di patti di non adesione all’offerta, ritenuti incompatibili con l’obiettivo di favorire la contendibilità del controllo delle società quotate e, in particolare, con i principi sottesi al diritto di recesso dai patti parasociali in caso di opa previsto dall’art. 123, comma 3, t.u.f.: in questo senso A. TUCCI (nt. 189), p. 59 s. e 204, nt. 91; analogamente A. BLANDINI (nt. 189), p. 388; cfr. anche A. PICCIAU (nt. 187), p. 865. Con più specifico riferimento ai contratti derivati, in argomento era intervenuta la Consob nella già richiamata decisione sul caso Unipol-BNL (del. 15259 in data 23 dicembre 2005). In quell’occasione l’Autorità di vigilanza – vagliando l’impegno dell’intermediario di non adesione all’offerta stipulato congiuntamente a un accordo di *put & call* – aveva convincentemente argomentato per la connotazione “parasociale” della causa di ogni patto che risultasse «strumentale alla riuscita del progetto di acquisizione del controllo [...] in quanto finalizzato alla formazione di un assetto proprietario stabile in seno all’emittente quotato, funzionale all’attribuzione di un indirizzo unitario all’organizzazione ed alla gestione sociale». Si noti che, in quell’occasione, l’Autorità aveva ritenuto irrilevante che la partecipazione coperta dall’applicazione del patto fosse inferiore all’8 per cento del capitale della società *target*, ritenendo che «ai fini della valutazione di un accordo quale patto rilevante deve aversi riguardo alla sua idoneità astratta, eventualmente anche in concorso con altri accordi, al raggiungimento, concretamente verificabile solo “a posteriori”, di un determinato obiettivo a cui gli accordi sono preordinati». Come detto, il giudice dell’impugnazione ha annullato la sanzione irrogata in quell’occasione dalla Consob per mancata dichiarazione del patto, ma ritenendo che fosse errato il convincimento dell’Autorità sul mancato deposito dello stesso, e dunque senza prendere posizione sulla complessa questione giuridica affrontata dalla Commissione.

²²³ Su tale meccanismo, v. cap. 2, par. 3.4.

²²⁴ Tale effetto si verifica quasi inevitabilmente quando non sia stabilita una clausola di *averaging-out*, ma può con facilità verificarsi in presenza della stessa (cfr. ancora *ibid.*).

Se si accolgono le conclusioni sopra raggiunte in punto di riconducibilità dei derivati conclusi dall'offerente nell'imminenza di un'opa alla categoria dei patti che possono favorire il successo dell'offerta, sussistono pochi dubbi circa il fatto che si debba procedere alla *disclosure* dei derivati conclusi dall'offerente con un intermediario che assume il ruolo di "regista" dell'operazione ⁽²²⁵⁾, giacché in questi casi l'effetto del derivato coincide esattamente con il risultato pratico diviso dalle parti.

Diversamente è a dirsi per i derivati conclusi con intermediari inconsapevoli del disegno della controparte, la quale mira a porre in essere una strategia che confida unicamente nelle dinamiche *di mercato* che si determineranno per effetto del comportamento razionale degli operatori durante lo svolgimento dell'opa. In questi casi, va ribadita la difficoltà, sul piano civilistico, di ricondurre al *genus* dei patti parasociali accordi che, al di là delle motivazioni individuali che animano le parti, non sono il frutto della condivisione di un assetto di interessi legato a finalità societarie. I motivi, insomma, restano individuali e non concorrono a determinare la causa concreta del derivato.

Naturalmente, poiché soltanto su *elementi obiettivi* può fondarsi l'accertamento della concreta causa che informa il contratto, sarà l'esistenza di particolari indici negoziali o di fatto a indurre la presunzione di appartenenza di uno *swap* o di altro derivato alla categoria dei patti parasociali anziché a quella ("neutra" sul piano societario) dei contratti finanziari. E così, saranno soprattutto rilevanti eventuali clausole contenute nel contratto con riferimento allo *hedge* e al suo trattamento, ma anche l'entità della partecipazione sottostante, la data di conclusione, la durata, la consuetudine esistente tra investitore e intermediario, nonché la conoscenza che questi abbia delle strategie del proprio cliente. Si tratterà, però, al solito, di elementi di fatto la cui efficacia presuntiva sarà facilmente opinabile, sì da rendere estremamente scivoloso il terreno di analisi.

Considerazioni in tutto simili a quanto sopra debbono essere svolte in relazione al possibile impiego dei derivati in funzione di contrasto a operazioni c.d. di *going private*, nelle quali un azionista, conseguito il controllo della società in seguito ad un'opa, sia nelle condizioni di esercitare diritti di acquisto nei confronti degli azionisti che non abbiano aderito all'offerta ⁽²²⁶⁾. Anche in questi casi, infatti, il derivato può assolvere alla funzione di un sostanziale patto di non adesione all'offerta.

18. *Considerazioni di sintesi.* – Nella presente sezione si è analizzata l'interazione tra derivati azionari *cash-settled* e disciplina dei patti parasociali nelle società quotate. Se in talune (in pratica non frequenti) ipotesi è possibile stabilire con ragionevole certezza la natura parasociale di accordi *collegati* ai contratti derivati (si fa particolare riferimento ad accordi di voto), assai meno definita, e passibile di infinite declinazioni concrete, è la situazione che interessa i derivati *in sé* considerati.

²²⁵ Come nel caso Continental/Schaeffler. Cfr. *retro*, cap. 2.

²²⁶ Cfr. cap. 2, par. 4: come si è veduto in quella sede, la conclusione di derivati impedisce il raggiungimento delle soglie che legittimano l'operazione di *freeze-out*.

In quest'ultimo ambito è dirimente, per fornire risposta all'interrogativo, l'individuazione del preciso assetto di interessi condiviso tra le parti. Se in alcuni casi il ruolo di coordinamento svolto dall'intermediario finanziario consente di riqualificare la causa concreta dei derivati in chiave "parasociale" (come avviene, soprattutto, in relazione ad offerte pubbliche di acquisto, nelle quali il condizionamento dell'operazione per mezzo dei derivati può essere molto importante), in altri casi ciò risulta assai più difficile, sia perché l'investitore utilizza un numero elevato di intermediari senza concordare con essi la propria strategia, sia perché il comportamento dell'intermediario potrebbe rivelarsi inidoneo ad assicurare all'investitore il risultato sperato (si pensi all'intermediario che scelga di non ricoprirsi acquistando azioni o che, per ragioni contingenti, non ceda le *hedge shares* all'investitore).

Ancora una volta, quindi, assume centrale importanza il ruolo dell'accertamento per presunzioni, che assegna agli operatori, alle autorità di vigilanza e, in ultima analisi, al giudice un compito reso arduo dalla necessità di fondarsi su circostanze di fatto spesso difficilmente apprezzabili. In questi termini, le conclusioni raggiunte nella presente sezione sono simili a quelle raggiunte nella sezione precedente a proposito della qualificazione della posizione "lunga" di un derivato quale partecipazione azionaria potenziale o indiretta *ex art.* 120 t.u.f.

SEZIONE V. – “Proprietà occulta” e disciplina dell’offerta pubblica d’acquisto obbligatoria

19. *Derivati e opa obbligatoria tra partecipazione indiretta e azione di concerto.* – Nel cap. 2 si è evidenziato che i rischi concreti di aggiramento dell'obbligo di offerta non sono, con ogni probabilità, proporzionati all'enfasi che il tema ha ricevuto sia sulla stampa specializzata, sia tra gli studiosi del diritto commerciale ⁽²²⁷⁾. Si è comunque dato atto della possibilità (per vero non ancora chiaramente riscontrata nella pratica) di impiegare partecipazioni sintetiche nell'ambito di strategie volte, alternativamente, a contenere il prezzo minimo dell'opa obbligatoria, ovvero ad assicurarsi una posizione di "controllo" di un pacchetto azionario non direttamente posseduto, in condizioni nelle quali il possesso diretto di una corrispondente partecipazione darebbe luogo ad obbligo di opa *ex art.* 106 t.u.f. ⁽²²⁸⁾.

La delicatezza di questi temi, guardando all'impianto del nostro diritto dei mercati finanziari (dove l'opa obbligatoria costituisce un elemento-cardine del sistema), spinge a chiedersi se le norme speciali vigenti in questa materia consentano l'approdo verso soluzioni non ancora esplorate nelle sezioni precedenti.

²²⁷ Cfr. cap. 2, parr. 5 e 5.1-5.3; e v. in particolare la bibliografia citata nelle note al par. 5.2. In particolare – come si è cercato di dimostrare sulla base dei fatti – l'impiego di *equity swaps* nella nota vicenda Ifil/Exor non era direttamente rivolto all'aggiramento dell'art. 106 t.u.f., quanto piuttosto ad assicurare che un'operazione di mantenimento del controllo, di per sé esente da opa in conformità a un costante orientamento interpretativo, potesse essere condotta a costi contenuti (cfr. ancora par. 5.2).

²²⁸ *Ivi*, par. 5.3.

La questione può essere esaminata da due punti di vista. In primo luogo, è da chiedersi se il possesso di una partecipazione sintetica attraverso la sottoscrizione di derivati possa, in talune circostanze, e sulla base del diritto finora vigente (²²⁹), essere considerato alla stregua di una partecipazione indiretta ai sensi dell'art. 105 t.u.f.; si tratta di verificare, quindi, se le conclusioni raggiunte nelle Sezioni II-IV in materia di obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti debbano essere modificate sulla base delle specificità della norma da ultimo citata. Sotto un secondo punto di vista, l'interrogativo verte sulla configurabilità di un'azione di concerto tra le parti di un derivato, tale da fare insorgere gli obblighi solidali previsti dall'art. 109: ciò in particolare considerazione delle recenti ridefinizioni della fattispecie dell'«agire di concerto» che hanno interessato il Testo unico a partire dal recepimento della XIII Direttiva in materia societaria.

20. *Configurabilità delle partecipazioni sintetiche acquisite tramite derivati alla stregua di partecipazioni «indirette» ai sensi dell'art. 105 t.u.f.* – Mette dunque conto, in primo luogo, di domandarsi se le conclusioni raggiunte in sede di analisi del concetto di partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di comunicazione previsto dall'art. 120 t.u.f. siano estensibili anche in tema di partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di opa *ex art.* 105.

In proposito, deve essere affermata la tendenziale impraticabilità di una interpretazione “unitaria” delle due nozioni di «partecipazione». Ciascuna di esse è servente rispetto a istituti funzionalmente diversi: la *trasparenza* degli assetti proprietari, da un lato; la realizzazione di uno strumento di *disciplina* di tali assetti, attraverso il diritto di uscita delle minoranze azionarie, dall'altro (²³⁰).

Inoltre, anche sul piano letterale le due definizioni appaiono sempre meno “intercambiabili”, atteso che si è ampliata, negli ultimi tempi, la divergenza tra le stesse (²³¹). Per un verso, solo una parte degli investimenti azionari rilevanti ai sensi dell'art. 120 è computata *anche* al fine di determinare l'obbligo di opa (²³²). Per altro verso, il sistema

²²⁹ Occorre infatti tenere conto della delega alla Consob recentemente introdotta dal d. lgs. n. 146 del 2009 nell'art. 105 t.u.f. (comma 3-*bis*), in materia di inclusione degli strumenti finanziari derivati nella definizione di partecipazione rilevante ai fini dell'opa. A tale riguardo si v., oltre quanto si dirà nel paragrafo successivo e nel par. 19 del successivo cap. 4, il documento di consultazione della Consob del 6 ottobre 2010 in tema di *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, disponibile sul sito 'www.consob.it'.

²³⁰ Risulta d'altra parte infondato l'argomento, talora avanzato in dottrina, secondo cui la disciplina delle partecipazioni rilevanti avrebbe funzione di “supporto” nell'*enforcement* delle norme sull'opa obbligatoria. Sul punto si v. *infra*, cap. 4, par. 6.

²³¹ Distinzione, peraltro, già ben individuabile *ab initio*, sia sotto il profilo dell'ambito di applicazione soggettivo degli artt. 105 e 120 t.u.f. (cfr. artt. 105, comma 1, e 119), sia sul piano oggettivo (azioni ordinarie, secondo la prima formulazione dell'art. 105, azioni con diritto di voto *ex art.* 120, comma 1).

²³² Sul punto, la divergenza è piuttosto evidente: si faccia l'esempio di azioni che conferiscono diritto di voto su argomenti diversi da quelli di cui al comma 2 dell'art. 105 e non ricompresi dalla Consob tra i titoli rilevanti *ex art.* 105, comma 3: tali azioni saranno soggette a *disclosure*, ma non saranno computate ai fini della determinazione dell'obbligo di opa. Non mancano casi in cui la divergenza, anche se apparente, è più dubbia, come nel caso di azioni concesse in usufrutto o pegno: cfr. L.A. BIANCHI, *Commento all'art.*

registra ormai anche la circostanza reciproca, per cui una partecipazione rilevante per l'opa non è necessariamente soggetta a preventiva *disclosure* ⁽²³³⁾.

Al fine di verificare se e in quali casi le partecipazioni sintetiche costruite sulla base di derivati azionari siano rilevanti agli effetti dell'art. 105 t.u.f., occorre allora procedere esclusivamente in base alla *ratio* sottesa all'istituto dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

In proposito, va ricordato che la Consob ebbe modo di esprimere la propria posizione sul problema, non distante da quello che ci occupa, della riconducibilità alla definizione di «partecipazione» ex art. 105 t.u.f. delle azioni sottostanti un'opzione *call* (con consegna “fisica” del sottostante), esercitabile dal titolare, nonché socio di maggioranza relativa di una società quotata, al verificarsi di determinati eventi, tra i quali la promozione di un'opa da parte di un terzo sulle azioni della società stessa ⁽²³⁴⁾. La Commissione rispose negativamente la questione, chiarendo che «nel caso di stipulazione di contratti di opzione non c'è ancora un “acquisto” di azioni e pertanto fino all'esercizio di tali opzioni non vi [è] la “detenzione”» della partecipazione che costituisce il presupposto dell'opa obbligatoria ⁽²³⁵⁾.

L'orientamento della Consob è stato criticato con argomenti fondati su una interpretazione *funzionale* del concetto di “detenzione” della partecipazione ⁽²³⁶⁾. Se è vero – si è osservato – che il titolare di un'opzione *call* non succede nel possesso le azioni sottostanti se non in conseguenza dell'esercizio del diritto, è tuttavia ipotizzabile che egli sia in grado di esercitare, anche prima di tale momento, un “controllo” stabile su una

105, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 321.

²³³ Un esempio potrebbe essere quello di un'impresa di investimento in possesso di una partecipazione in un emittente quotato e che, in aggiunta, abbia acquistato azioni del medesimo emittente nel proprio «portafoglio di negoziazione» (in misura inferiore al 5 per cento): qualora si dovesse determinare la sussistenza di un obbligo di opa a carico di tale intermediario (magari in concerto con altri soci dell'emittente), sarebbe computata anche la partecipazione “detenuta” nel portafoglio di negoziazione, nonostante quest'ultima sia esente da comunicazione al pubblico ex art. 119-*bis*, comma 4, reg. em.

Importanti differenze si riscontrano anche nel contiguo ambito degli acquisti di concerto, specie a seguito dell'ampliamento della fattispecie a opera del più recente intervento legislativo sull'art. 101 t.u.f. (commi 4, 4-*bis* e 4-*ter*). Mentre qualunque fattispecie di azione di concerto rispondente alle definizioni contenute in queste norme è rilevante ai fini dell'obbligo di offerta ex art. 109 t.u.f., gli obblighi di *disclosure* coprono in linea di massima i soli patti parasociali (e più specificamente quelli superiori alla soglia stabilita per le partecipazioni rilevanti: cfr. artt. 122, ultimo comma, t.u.f. e 120 reg. em.), mentre le altre fattispecie di concerto (tra cui gli «accordi» di cui al comma 4 dell'art. 101-*bis*) sono tendenzialmente sottratte alla comunicazione al pubblico e potrebbero, al più e solo in taluni casi, evidenziare la presenza di un'interposizione di persona, facendo peraltro sorgere l'obbligo di dichiarazione a carico del solo interponente (art. 118, comma 3, reg. em.).

²³⁴ Si tratta del caso SNIA, i cui fatti (risalenti al 1999) sono riassunti da L. ENRIQUES (nt. 195), p. 59 ss., ove anche altri riff.

²³⁵ Cfr. Consob, Comunicazione n. 99055898 del 20 luglio 1999 (disponibile sul sito 'www.consob.it').

²³⁶ L. ENRIQUES (nt. 195), p. 59 ss.

partecipazione corrispondente a quella oggetto dell'opzione, con l'effetto di sottrarre, di fatto, tale partecipazione alla circolazione sul mercato ⁽²³⁷⁾. È ragionevole supporre, in effetti, che per tutta la durata dell'opzione la partecipazione sottostante il derivato sia, per così dire, "immobilizzata", poiché conservata nel patrimonio del concedente al servizio del diritto potestativo del titolare dell'opzione.

Nel caso di specie, in particolare, il "controllo" della partecipazione sottostante risultava in modo piuttosto evidente dal fatto che, in caso di promozione da parte di un terzo di un'opa (ostile) sulle azioni della società, il titolare dell'opzione avrebbe potuto esercitarla, acquistando le azioni sottostanti e impedendo così, di fatto, il successo dell'iniziativa del terzo. L'opzione, insomma, era preordinata o comunque si prestava a garantire al possessore di una partecipazione di maggioranza relativa un effettivo controllo sulla società, «in posizione del tutto equivalente a quella di chi detenga direttamente la partecipazione» ⁽²³⁸⁾.

Orbene, giacché la soglia di rilevanza per l'opa obbligatoria è stabilita dal legislatore «come quella oltre la quale si presume (*juris et de jure*) la stabilità, ossia la non contendibilità del controllo» ⁽²³⁹⁾ su un emittente, tale soglia dovrebbe ritenersi superata ogniqualvolta un soggetto sia in grado, da solo o di concerto con altri, di esercitare stabilmente il controllo su una partecipazione, sia attraverso il possesso diretto o indiretto delle azioni, sia attraverso la *disponibilità* "a richiesta" delle stesse nel momento in cui lo ritenga opportuno ⁽²⁴⁰⁾.

Le considerazioni svolte a proposito del caso ora ricordato paiono estensibili ad alcune tipologie di derivato (sempre *physically-settled*): si pensi a una semplice opzione *call* di tipo americano (esercitabile, cioè, in ogni momento della durata del contratto). Le medesime considerazioni, tuttavia, non parrebbero, almeno *prima facie* ⁽²⁴¹⁾, applicabili ad altri tipi di contratti regolati con consegna del sottostante: si pensi alle opzioni *call* (o agli accordi *put&call*) di tipo europeo, esercitabili solo a scadenza, ovvero ai contratti *future*, *forward* o *swap*, i quali prevedono il regolamento a date prestabilite e che, dunque, non consentono alla parte "lunga" un effettivo *controllo* sulla partecipazione sottostante.

Ebbene, può affermarsi lo stesso con riferimento ai derivati con regolamento in contanti? L'analisi svolta nei primi due capitoli restituisce un quadro indubbiamente problematico.

²³⁷ *Ibid.*

²³⁸ Altra questione riguarda la riconducibilità dell'opzione a un patto parasociale avente per oggetto od effetto l'influenza dominante sulla società (ovvero, secondo la formulazione odierna dell'art. 122 t.u.f., la finalità di contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta). Sul punto cfr. ancora L. ENRIQUES (nt. 195), p. 61 ss., nonché *infra*, par. 21.

²³⁹ *Ibid.*, p. 60.

²⁴⁰ Enriques propone qui un'interpretazione "sostanzialistica" del concetto di interposizione di persona di cui all'art. 105 t.u.f. Contrario a questa linea interpretativa è L.A. BIANCHI (nt. 232), p. 323.

²⁴¹ V. infatti quanto si dirà poco oltre in relazione alla possibile cessione degli strumenti di copertura acquistati dalla parte in posizione corta.

Da un lato, la frequente circostanza dell'acquisto di azioni con finalità di *hedge* da parte dell'intermediario in posizione "corta" pone, a ben guardare, un rischio non dissimile da quello evidenziato in relazione all'"immobilizzazione" del sottostante dell'opzione *call* nel caso, poc'anzi ricordato, sottoposto all'attenzione della Consob. Fintanto che le azioni di copertura rimangono nel possesso dell'intermediario (cioè fino a che il contratto non si scioglie), esse sono sottratte alla circolazione sul mercato: di conseguenza, esse sono altresì sottratte ad attività di "rastrellamento" eventualmente poste in essere da soggetti intenzionati ad acquistare il controllo della società; né esse possono essere portate, successivamente, ad un'offerta pubblica di acquisto promossa da un terzo.

In questo senso, ove il titolare della posizione lunga sul derivato sia anche il possessore di una partecipazione di riferimento nella società (o faccia parte della coalizione di controllo), il ricorso al contratto derivato si rivela uno strumento di rafforzamento del controllo e della stabilità dell'emittente, in termini di minore contendibilità dello stesso (242).

Da altro lato, inferire da queste considerazioni la conseguenza normativa di una riconducibilità della posizione corta in derivati *cash-settled* ad una interposizione di persona ai sensi dell'art. 105, comma 2, t.u.f. appare discutibile per ragioni simili a quelle già evidenziate con riferimento al tema delle partecipazioni rilevanti.

Invero, come si è veduto, l'effettivo ricorso all'acquisto delle azioni sottostanti in qualità di strumento di copertura da parte dell'intermediario costituisce circostanza non certa, bensì dipendente dalle condizioni di liquidità del titolo e della sua "sostituibilità" con altri derivati o altri titoli azionari di copertura (243). Inoltre, si tratta di fenomeno difficilmente accertabile, anche per via della possibile frammentazione delle posizioni corte in una pluralità di intermediari diversi, anche attraverso schemi di *hedge* "a catena" (244).

Simile situazione di incertezza e di indeterminabilità, *ex ante*, della effettiva attitudine del derivato a fungere da partecipazione indiretta del potenziale offerente non appare compatibile con l'impianto della definizione di «partecipazione» desumibile dagli artt. 105 e 106 t.u.f.. Tale impianto è informato all'esigenza di evitare, quanto più possibile, incertezze applicative circa il superamento della soglia rilevante per l'attivazione dell'obbligo di offerta: lo dimostra, soprattutto, la scelta di un sistema di soglie fisse - ancorché in certa misura arbitrarie - di partecipazione (art. 106, commi 1 e 3, *lett. b*)), in alternativa a una soglia variabile, più precisa ma foriera di incertezze e potenziali contenziosi, come dimostrato dall'esperienza della legge n. 149 del 1992 (245).

²⁴² Ciò a tacere della possibile influenza che il titolare della posizione lunga possa esercitare in relazione ai diritti di voto spettanti in relazione alle azioni di copertura.

²⁴³ Cfr. *retro*, cap. 1, par. 17 ss.

²⁴⁴ Cfr. *ibid.*

²⁴⁵ In questo senso, a proposito della ragione della scelta di una soglia fissa di rilevanza cfr. L. ENRIQUES (nt. 195), p. 54; F. CANNELLA, *Commento all'art. 106*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 332 s.

Orbene, sarebbe contrastante con tale principio della disciplina dell'opa obbligatoria postulare l'esistenza di criteri elastici e presuntivi di individuazione della partecipazione indiretta, i quali si innesterebbero, in modo incoerente, sull'assetto di norme basato sulla soglia fissa di rilevanza.

Per tale ragione, appare condivisibile, ed applicabile anche alla questione della rilevanza dei derivati azionari ai fini dell'art. 105 t.u.f., l'opinione che rifiuta di estendere la definizione di partecipazione indiretta a fattispecie individuate sulla base di criteri sostanziali fondati sulla *ratio* dell'opa obbligatoria (ma per questa stessa ragione, privi di contorni definiti e di adeguato supporto negoziale)⁽²⁴⁶⁾.

La conclusione appare oggi rafforzata proprio dal tenore della delega alla Consob contenuta nel comma 3-*bis* dell'art. 105 t.u.f., di recente introduzione ⁽²⁴⁷⁾. La norma, infatti, ha rimesso all'Autorità di disciplinare *ex ante* e su base *casistica* la riconducibilità degli strumenti finanziari al concetto di partecipazione rilevante ai fini opa (si parla, infatti, di «casi e modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione di cui al comma 2»). Ciò dimostra la perseveranza del legislatore nella tutela dell'esigenza di certezza e agevole predeterminabilità *ex ante* delle soglie di rilevanza che determinano l'attivazione dell'obbligo di offerta: criteri che appaiono incompatibili con interpretazioni sostanzialistiche – e, per ciò stesso, indeterminate – del concetto di partecipazione.

L'introduzione di una specifica delega regolamentare in materia di trattamento dei contratti derivati ai fini dell'obbligo di opa, al quale la Consob sta dando attuazione nel momento in cui si scrive ⁽²⁴⁸⁾, rende oggi superfluo interrogarsi sulla possibilità di individuare caso per caso, con un'analisi da condursi lungo la linea direttrice tracciata dalla precedente sezione III, le fattispecie di derivati rilevanti *ex art.* 105 t.u.f.. Si rinvia, quindi, al successivo capitolo per una prima valutazione delle scelte di *policy* effettuate sul punto dal legislatore con l'aggiunta del comma finale dell'art. 105 e, soprattutto, dalla Consob in sede di prospettazione delle norme di attuazione della delega in esso contenuta.

21. “*Proprietà occulta*” e *acquisti di concerto*. – Questione in verità assorbente rispetto al profilo appena esaminato è quella della possibile qualificazione del comportamento delle parti che concludono ed eseguono un derivato *cash-settled* come azione di concerto, secondo la definizione oggi contenuta nell'art. 101-*bis*, commi 4 ss., t.u.f.

Anzi, sul piano applicativo, la configurazione di un'azione di concerto comporterebbe obblighi complessivamente più onerosi per i soggetti coinvolti. Da un lato, infatti, il superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'opa obbligatoria (anche di consolidamento) in seguito ad acquisti di azioni da parte di uno solo dei “concertisti” darebbe luogo ad

²⁴⁶ In questa direzione, sia pure senza specifico riferimento al tema dei derivati, cfr. L.A. BIANCHI, (nt. 232), p. 323.

²⁴⁷ In argomento si v. G. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 105 t.u.f.*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di G. Fauceglia, Torino, 2010, p. 132 s.; F. ANNUNZIATA, *Commento all'art. 106 t.u.f.*, *ivi*, p. 141 s.

²⁴⁸ Si v. il documento di consultazione citato alla nt. 77.

obbligo solidale di promuovere l'offerta in capo a *entrambe* le parti del derivato (mentre nel caso di partecipazione indiretta, obbligato sarebbe unicamente l'investitore in posizione "lunga"). Dall'altro lato, tale obbligo solidale potrebbe sorgere anche con riferimento ad acquisti effettuati in precedenza da una delle parti del derivato, non necessariamente in connessione con l'esecuzione di quest'ultimo contratto ⁽²⁴⁹⁾.

Al fine di impostare l'indagine, è necessario ripercorrere in sintesi le ripetute modifiche che hanno interessato la fattispecie dell'azione di concerto negli ultimi anni. Fino al recepimento della XIII Direttiva, come noto, l'art. 109 t.u.f. conteneva un'elencazione di fattispecie che estendevano gli obblighi di offerta (anche residuale) previsti dagli artt. 106 e 108 (e dalla disciplina attuativa contenuta negli artt. 45 ss. reg. em.) su una pluralità di soggetti, a condizione che questi ultimi avessero effettuato acquisti di azioni della società bersaglio. Per un verso, l'elenco era da ritenersi *tassativo*, e quindi esaustivo delle possibili ipotesi di concerto; per altro verso, l'esistenza delle fattispecie contenute nell'elenco determinava una presunzione *assoluta* di azione concertata tra i soggetti interessati ⁽²⁵⁰⁾. L'adesione a un patto parasociale, anche nullo (cioè, tipicamente, non dichiarato *ex art. 122*)⁽²⁵¹⁾, integrava la fattispecie più importante tra quelle contenute nell'elenco.

Con il recepimento della direttiva sull'opa (d. lgs. n. 229 del 2007) fu introdotta nell'ordinamento una vera e propria definizione di «persone che agiscono di concerto», sì da ricomprendere, oltre alle stesse fattispecie già previste dall'art. 109, un riferimento a «i soggetti che *cooperano fra loro* al fine di ottenere il controllo della società emittente» (cfr. art. 101-*bis*, comma 4, nella versione vigente fino all'entrata in vigore del decreto correttivo n. 146 del 2009)⁽²⁵²⁾.

L'interpretazione della nuova fattispecie sollevava, però, perplessità tali che, con un successivo intervento correttivo, il legislatore è intervenuto a modificare ulteriormente la definizione di «persone che agiscono di concerto», ora articolata in quattro livelli ⁽²⁵³⁾: (i) al primo livello vi è una nozione generale di azione di concerto, riformulata in modo assai aderente al testo comunitario: essa si riferisce a «i soggetti che *cooperano* tra di loro *sulla base di un accordo*, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta» (art. 101-*bis*, comma 4); su tale nozione si innestano: (ii) una serie di *presunzioni assolute* di azione di

²⁴⁹ Cfr. in argomento anche L. ENRIQUES (nt. 195), p. 60.

²⁵⁰ Sul punto, cfr. *ex multis* R. WEIGMANN, *Commento all'art. 109*, in *Il testo unico della finanza*, cit., tomo 2, p. 938 ss.; L.A. BIANCHI, *Commento all'art. 109*, in *La disciplina delle società quotate*, cit., tomo I, p. 437 ss.; L. ENRIQUES (nt. 195), p. 101 s.; P. GIUDICI (nt. 191), p. 494 ss. Cfr. altresì, anche per un'analisi dell'evoluzione più recente, C. MOSCA (nt. 191), p. 1298.

²⁵¹ Sulla questione del significato del riferimento alla nullità nell'art. 109 t.u.f. si v. per tutti R. WEIGMANN, *Commento all'art. 109*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 933.

²⁵² Su tali temporanee modifiche cfr. C. MOSCA (nt. 191), p. 1298, nonché F.M. MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva Opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 448 ss.

²⁵³ Cfr. F. VENTURINI (nt. 191), p. 451.

concerto (sostanzialmente corrispondenti a quelle che, nell'impianto originario del Testo unico, esaurivano la fattispecie in esame) (comma 4-*bis*); (iii) una serie di *presunzioni relative* che è rimesso alla Consob di individuare con regolamento (comma 4-*ter*, lett. *a*)); e (iv) una serie di *esenzioni*, esse pure affidate alla definizione regolamentare dell'Autorità di vigilanza (comma 4-*ter*, lett. *b*))(254). Resta poi fermo, ai sensi dell'art. 109, l'obbligo di promuovere l'offerta, che spetta, in solido, alle persone che agiscono di concerto le quali, *per effetto di acquisti* di azioni compiuti da una o più di esse, superino le soglie rilevanti ai fini dell'opa obbligatoria.

Alla luce di tale evoluzione, appare anzitutto evidente che il problema della relazione tra derivati e acquisti di concerto non può (più) risolversi unicamente nello stabilire se i contratti in questione costituiscano o meno patti parasociali (questione già affrontata nella precedente sezione, anche se non con specifico riferimento al problema dell'opa obbligatoria)(255). Il campo dell'indagine si estende, ora, alla questione della *cooperazione* fondata sulla conclusione tra le parti di un contratto derivato.

21.1. (segue): *Azione di concerto attraverso patti parasociali*. – Dalla prima questione (riconducibilità dei derivati *cash-settled* a patti parasociali) è comunque opportuno prendere le mosse, onde verificare le conclusioni raggiunte nella sezione precedente anche con riferimento ai derivati potenzialmente elusivi delle norme sull'opa obbligatoria.

In precedenza, si è evidenziata la funzione che i derivati – per il tramite delle azioni di copertura acquistate dall'intermediario – possono avere nel favorire l'esito di un'opa *volontaria*, sì da poter essere ricompresi nel novero dei patti parasociali rilevanti *ex art.* 122, comma 5, lett. *d-bis*), t.u.f., qualora tale potenzialità assurga ad elemento causale su cui si è formato il consenso delle parti (256).

Ragionamento assai simile potrebbe essere condotto con riferimento a quei derivati regolati in contanti che, consentendo una sostanziale *riduzione del prezzo* al quale l'opa obbligatoria dovrà essere promossa, contribuiscono a «favorirne il conseguimento» secondo l'espressione della norma appena ricordata. Sennonché, i patti di cui alla lettera *d-bis*) non sono ricompresi tra quelli rilevanti ai fini della presunzione assoluta di concerto (art. 101-*bis*, comma 4-*bis*), sicché la riconduzione dei derivati in questione entro tale categoria di patti non consente di invocare la tradizionale (e più agevolmente applicabile) presunzione assoluta di concerto.

A conclusioni analoghe si perviene anche esaminando quei derivati che assicurano alla parte lunga, che sia già socio rilevante di una società quotata, la ragionevole certezza di acquistare la partecipazione sottostante in caso di minacce provenienti da eventuali

²⁵⁴ Mentre questo lavoro era in bozze, la Consob ha pubblicato un documento di consultazione in vista dell'emanazione dei regolamenti menzionati nel testo: cfr. *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, sul sito 'www.consob.it' (cfr. in particolare l'Allegato 6).

²⁵⁵ In questa linea si muovevano ad esempio, prima del recepimento della direttiva, G. FERRARINI (nt. 90), p. 663 e P. CARRIÈRE (nt. 61), p. 277 ss.

²⁵⁶ Cfr. *supra*, par. 12.

iniziative ostili di terzi, sì da assicurare al socio una stabilità maggiore di quella conferita dalla mera partecipazione societaria e così, allo stesso tempo, diminuire di fatto il grado di contendibilità dell'emittente. Infatti, simili accordi possono essere considerati “parasociali” soltanto qualora la strategia perseguita dal socio in questione sia riflessa nei rapporti con l'intermediario finanziario e, anche in tal caso, a costo di alcune forzature.

Sarebbe difficile, invero, considerare il derivato un accordo limitativo della circolazione delle azioni (*ex art. 122, comma 5, lett. b), t.u.f.*), dal momento che l'intermediario è libero di disporre come crede delle azioni di copertura ⁽²⁵⁷⁾. Né il derivato «*prevede*» l'acquisto di azioni (come richiesto ai sensi dell'art. 122, comma 5, lett. c)), dal momento che tale acquisto è, al più, l'esito che le parti realisticamente prospettano come conseguenza del loro razionale comportamento in seguito allo scioglimento del contratto. Al più potrebbe sostenersi che i derivati in questione consentano al socio di esercitare sulla società un'*influenza dominante* (rilevante *ex art. 122, comma 5, lett. d)*), ma ciò non può essere considerata una automatica conseguenza del possesso di una partecipazione che superi (cumulata con quella sintetica) le soglie rilevanti ai fini dell'opa, se non altro per la possibile presenza di altri soci rilevanti che impediscono all'azionista in questione l'esercizio di un controllo (solitario) di fatto sull'emittente: in altri termini, la diminuzione della contendibilità dell'emittente resa possibile dal derivato non conferisce necessariamente all'azionista anche la possibilità di esercitare un'*influenza dominante* sulla società.

22. La “*clausola generale*” di azione di concerto: tra «*cooperazione*» e «*accordo*». – Se appare quindi assai dubbio l'inquadramento dei derivati con finalità “anti-opa” tra i patti parasociali rilevanti *ex artt. 101-bis e 109 t.u.f.*, rimane da chiedersi se essi possano comunque assumere rilievo in forza dell'applicazione della (nuova) nozione generale di azione di concerto, contenuta nel comma 4 dell'art. 101-*bis*.

La norma, come veduto, menziona tra i suoi presupposti la *cooperazione* tra i soggetti interessati in relazione, tra l'altro, al rafforzamento e all'acquisto del controllo sull'emittente; fa dunque ingresso nell'ordinamento un criterio di collegamento (apparentemente) affrancato, con evidenti finalità antielusive, dal riferimento alle fattispecie civilistiche tradizionali ⁽²⁵⁸⁾.

È allora da chiedersi se la nuova formulazione della nozione di azione concertata apra le porte della disciplina che ci occupa alla considerazione di comportamenti non necessariamente riconducibili all'esecuzione di un contratto (abbia esso natura parasociale oppure no).

La tesi della rilevanza di mere pratiche concordate (prive di supporto contrattuale) è stata prospettata con riferimento alla previgente formulazione dell'art. 101-*bis* (risultante

²⁵⁷ Ed infatti, come veduto, prevale l'opinione che neppure un derivato *physically settled* come l'opzione configuri un patto limitativo del trasferimento della partecipazione posseduta: v. *supra*.

²⁵⁸ Sull'elaborazione di una fattispecie simile nei lavori preparatori del t.u.f. si v. L.A. BIANCHI (nt. 250), p. 438.

dal d. lgs. n. 227 del 2009 e oggi abrogata) che si riferiva genericamente – come veduto – ai «soggetti che cooperano fra loro al fine di ottenere il controllo della società emittente»⁽²⁵⁹⁾. E l'opportunità di considerare, ai fini della disciplina dell'opa in generale, anche comportamenti paralleli e convergenti – eventualmente sulla scorta dei modelli offerti dalla teoria dei giochi, ampiamente utilizzati in ambito *antitrust* – è stata affacciata, sia pure dubitativamente, anche al cospetto della disciplina vigente, sulla scorta di quanto già sostenuto da alcuni autori in materia di *gentlemen's agreements*⁽²⁶⁰⁾. Tale orientamento si inserisce nel solco di una più ampia e attualissima riflessione sul problema dell'interpretazione delle norme del diritto del mercato finanziario e sull'esigenza di orientarla in direzione delle esigenze del suo *enforcement*⁽²⁶¹⁾.

In questa prospettiva, l'analisi delle strategie di proprietà occulta in funzione “anti-opa” produrrebbe esiti rilevanti. Per un verso, la conclusione tra le parti di contratti derivati passerebbe in secondo piano, relegata a mero *fatto* da cui inferire l'esistenza di una relazione qualificata tra le parti e alla luce del quale interpretare la “gestione” delle *hedge shares* da parte dell'intermediario durante il rapporto e dopo lo scioglimento di esso; non vi sarebbe, insomma, necessità di scendere ad indagare (sul piano causale) la natura delle intese raggiunte tra le parti. Per altro verso, il “contesto” in cui l'investitore si muove (in termini di struttura degli assetti proprietari, grado di contendibilità dell'emittente, liquidità delle azioni, entità delle partecipazioni interessate dal derivato) potrebbe assumere importanza dirimente, dovendosi desumere che il comportamento delle parti in pendenza del derivato risulti «cooperativo» proprio in ragione del fatto che la scelta dell'intermediario di ricoprirsi acquistando azioni e vendendole alla controparte al termine del contratto costituisce la scelta più razionale e – in quanto tale – prevedibile in anticipo dalla controparte, che si comporterà di conseguenza. Insomma, la cooperazione assumerebbe il significato di azione reciprocamente prevedibile dalle parti, in quanto condizionata dalle dinamiche di mercato (verrebbe da dire: dall'“ambiente”) in cui esse si muovono.

La tesi ha dalla sua parte alcuni argomenti di non trascurabile rilievo. In primo luogo, già prima del recepimento della Direttiva opa la norma sugli acquisti di concerto attribuiva rilievo (come anche oggi avviene) ai patti nulli conclusi tra i “concertisti”. La nullità, evidentemente, priva l'accordo di vincolatività, sicché la dottrina è solita interpretare il riferimento ai patti «anche nulli» come riferimento a un mero *fatto giuridico* (l'accordo disconosciuto dall'ordinamento) per desumerne, *iuris et de iure*, l'esistenza di un concerto. Orbene, il nuovo art. 101-*bis*, comma 4, t.u.f. altro non farebbe se non ampliare tale (coerente) tendenza del legislatore anche *oltre* l'orizzonte dei patti parasociali, attribuendo rilevanza a condotte che prescindono dalla conclusione stessa di un accordo invalido.

²⁵⁹ Cfr. C. MOSCA (nt. 191), p. 1302.

²⁶⁰ Cfr. F. VENTURINI (nt. 193), p. 601. Sui *gentlemen's agreements* v. *supra*, nt. 194 e testo corrispondente.

²⁶¹ Sul tema si v. soprattutto P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. XVII ss. e *passim*. V. anche, con specifico riferimento all'impiego di questo approccio in tema di contratti derivati, G. FERRARINI - P. GIUDICI - P. SAGUATO, *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, in *SFEF*, 2010, p. 126 ss.

Nello stesso senso potrebbe essere invocata, in secondo luogo, la norma (tuttora contenuta nell'art. 109 t.u.f.) che attribuisce rilievo agli acquisti effettuati dai “concertisti” nei dodici mesi precedenti la stipulazione di un patto parasociale. Anche in questo caso, infatti, il legislatore stabilisce una presunzione che attribuisce rilievo a comportamenti non supportati dall'esistenza di un contratto.

Ancora, potrebbe invocarsi a favore della tesi sopra enunciata un argomento comparatistico. La disciplina inglese – che ha costituito, nella materia in esame, il modello di legislazione di riferimento anche in sede comunitaria – definisce l'azione di concerto come cooperazione ai sensi di un contratto («*agreement*») nonché di un'intesa («*understanding*»), da intendersi come un *minus* (in termini negoziali) rispetto all'*agreement*, di cui non ha i requisiti ⁽²⁶²⁾.

L'orientamento in questione, certo suggestivo e meritevole di attenta considerazione anche *de iure condendo* (alla luce delle peculiari esigenze di *enforcement* proprie dell'ambito di disciplina oggetto di questo lavoro), non pare tuttavia coerente con la vigente definizione di azione di concerto contenuta nell'art. 101-*bis*, comma 4. In effetti, a mente di tale norma, la «*cooperazione*» è soltanto uno dei presupposti dell'azione di concerto, dovendosi altresì considerare il riferimento all'«*accordo* [...] volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo». Tale riferimento assume un ruolo decisivo alla luce dell'evoluzione legislativa che ha condotto all'attuale formulazione di questa definizione.

E invero, il riferimento all'accordo – ripreso dal testo della direttiva – è stato introdotto con la modifica intervenuta con il c.d. decreto correttivo sulla disciplina dell'opa (d. lgs. n. 149 del 2009) con la precisa finalità di fugare le forti perplessità manifestate all'indomani del recepimento del testo comunitario: perplessità legate, precisamente, al timore che attribuire rilievo giuridico a mere pratiche di cooperazione favorisse l'incertezza e la difficile prevedibilità (*ex ante*) dei casi in cui sussiste un'azione di concerto, nonché l'opinabilità (*ex post*) di ogni accertamento di tale azione ⁽²⁶³⁾. L'introduzione del riferimento all'«*accordo*», dunque, ha la funzione di restringere – ancorandolo a una fattispecie più facilmente identificabile – il novero dei possibili casi di azione di concerto, dal momento che l'osservazione di pratiche concordate tra presunti “concertisti” non può assurgere ad elemento per affermare l'obbligo solidale di offerta *ex art. 109 t.u.f.* se non qualora tale cooperazione non trovi fonte in un «*accordo*» concluso tra le parti e avente la finalità di acquisto, mantenimento o rafforzamento del controllo menzionata nella definizione.

Il punto merita di essere brevemente approfondito.

²⁶² Cfr. *Takeover Code*, alla *Rule 9.1*, nonché alle *Definitions*, «Acting in concert». Ed infatti, il *Takeover Panel* ha stabilito la possibilità di prescindere, in casi estremi, dall'esistenza di un accordo tra le parti per affermare ciononostante l'esistenza di un concerto tra le parti rilevante in sede di opa obbligatoria. La differenza tra contratto e mero *understanding* è altresì ben evidenziata, in una prospettiva di *common law*, dalla decisione della Corte d'Appello nel caso *Perry/Rubicon*: cfr. *Wellington Court of Appeal* citata alla nt. 139.

²⁶³ Cfr. F. VENTURINI (nt. 191), p. 450 s.

Occorre, in particolare, intendersi sul significato di accordo. Procedendo a una prima ricognizione lessicale, si può constatare come, nel Testo unico, la parola “accordo” sia sempre usata come sinonimo di “contratto” (quindi di accordo con cui si dà vita a un rapporto giuridico tra le parti)⁽²⁶⁴⁾, e mai con riferimento a fattispecie di accordo avente natura non contrattuale. Tuttavia, è forse lecito, in considerazione delle particolari finalità sottese alla norma in esame, riconsiderare il riferimento all’«accordo» in una prospettiva più ampia ⁽²⁶⁵⁾.

In diritto civile, la parola “accordo” è comunemente utilizzata per indicare un insieme di situazioni giuridiche *più ampio* rispetto a quello dei contratti: “accordo” indica, infatti, un incontro di volontà fra le parti, ma non necessariamente implicante la creazione di un regolamento di tipo contrattuale tra esse. Del resto, a mente dell’art. 1321 c.c., l’accordo è soltanto uno degli elementi del contratto, sicché possono esistere *accordi che non sono contratti* poiché, ad esempio, non hanno contenuto patrimoniale, ovvero – ed è ciò che maggiormente interessa in questa sede – accordi che, pur vertendo su diritti di contenuto patrimoniale, non sono finalizzati alla costituzione (o alla modifica, o all’estinzione) di un rapporto giuridico: da un lato le mere puntualizzazioni nel corso di trattative, le manifestazioni di accordo circa alcuni punti essenziali di un futuro contratto, le lettere di intenti; dall’altro i c.d. patti d’onore (già in precedenza menzionati) e, più in generale, le intese di cui le parti manifestano disponibilità a rinunciare al vincolo giuridico-privatistico che deriva dalla conclusione di un vero e proprio contratto, e ciò per favorire la segretezza dell’accordo, nella certezza – in ogni caso – che l’esecuzione dell’accordo sarà garantita sia dalla solidità delle relazioni di affari esistenti tra le parti, sia delle condizioni di mercato in cui le parti si muovono ⁽²⁶⁶⁾.

²⁶⁴ Considerando i soli casi in cui la parola “accordo” è utilizzata ad indicare fattispecie di diritto privato, si v. la definizione dei derivati che costituiscono strumenti finanziari all’art. 1, comma 2, lett. *d*) ed *e*) («*accordi* per scambi futuri di tassi di interesse e altri *contratti* derivati»), il riferimento agli «accordi concernenti l’esercizio dei diritti di voto» negli intermediari finanziari (artt. 14 e 15), gli «accordi fra sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione» di cui all’art. 70-*ter*, gli accordi (parasociali) sul voto menzionati all’art. 93 in tema di controllo, gli accordi sull’obbligo di alienazione delle partecipazioni reciproche previsto dall’art. 121, gli accordi (in realtà il riferimento è ai patti parasociali) di cui all’art. 123-*bis*, lettera *g*), da menzionare nella relazione annuale sul governo societario e gli assetti proprietari.

²⁶⁵ A conforto di quanto detto nel testo si potrebbe portare, in aggiunta, il più diretto e testuale argomento di chi volesse sostenere che l’art. 101-*bis*, comma 4 si riferisca inequivocabilmente ad accordi non contrattuali poiché gli accordi contrattuali sono già rilevanti come presunzioni assolute di azioni di concerto ai sensi del comma 4-*bis*, lett. *a*): sicché, a ritenere diversamente, la “clausola generale” contenuta nel comma 4 finirebbe per appiattirsi sulla presunzione contenuta nel comma 4-*bis*, che delinea invece una sola *species* del *genus* “azione di concerto”. Ma si tratterebbe di un argomento sbrigativo e in definitiva non corretto, sol che si consideri – anche alla luce dell’analisi condotta in questa e nella precedente sezione – che il comma 4 potrebbe dare (e in concreto dà) rilevanza a fattispecie *contrattuali* che non hanno natura parasociale.

²⁶⁶ Cfr. in argomento V. ROPPO (nt. 108), p. 10 ss., il quale con riferimento ai patti d’onore motivati da esigenze di segretezza e dall’intenzione di evitare sospetti di illiceità del negozio parla di «volontà di fuga dal diritto» (p. 16). Sull’utilizzo lessicale della parola “accordo” e di altri (pretesi) sinonimi con

Orbene, è in direzione di questo genere (non strettamente contrattuale) di intese che pare muoversi la vigente definizione di «persone che agiscono di concerto», come dimostrato dal riferimento – pedissequamente ripreso dal testo comunitario, in termini peraltro civilisticamente non perspicui – all'irrelevanza della forma di conclusione dell'accordo («espresso o tacito, verbale o scritto») e della sua validità ed efficacia. Si rafforza e si estende, infatti, quella tendenza, già presente nella formulazione originaria dell'art. 109 t.u.f., a dare rilievo ad accordi persino nulli, nel convincimento che, nella prospettiva delle finalità della disciplina del concerto, rileva la «semplice circostanza che un accordo con altri soci esista e sia di fatto rispettato»⁽²⁶⁷⁾.

Accordi anche non contrattuali, dunque, conclusi in via di fatto e persino invalidi; ma – è il caso di ribadire – *non inesistenti*. Che di “accordo”, infatti, non si possa parlare in presenza di mere pratiche concordate tra le parti (ancorché consapevoli) che non siano sorrette dalla prova di uno scambio di consensi tra le parti risulta con evidenza da almeno due elementi.

Il primo deriva dal confronto con altri ambiti di disciplina, e in particolare con la disciplina *antitrust*, alla quale si fa in dottrina frequente rimando a proposito della rilevanza giuridica data ad attività di mero coordinamento in assenza di accordo. Invero, l'art. 2 l. n. 287 del 1990, in materia di intese restrittive della concorrenza, ha cura di precisare che si considerano «intese» non soltanto gli «accordi» tra imprese, bensì anche le «pratiche» tra esse concordate. La distinzione tra accordo e mera cooperazione, quindi, pare costituire una distinzione già presente e acquisita dal sistema del diritto dell'impresa, da ritenersi valida anche nell'ambito della disciplina delle società quotate.

Il secondo elemento è costituito da un ulteriore presupposto contenuto nella definizione di «persone che agiscono di concerto»: l'accordo rilevante per tale fattispecie deve essere, tra l'altro, «*volto ad* acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente». Senza spingersi ad affermare che il legislatore intende qui riferirsi all'oggetto dell'accordo o alla vera e propria causa (concreta) dell'accordo concluso tra le parti (ciò che meriterebbe un'indagine più approfondita), non sembrano tuttavia sussistere dubbi che tale riferimento di carattere “finalistico” presupponga in ogni caso una *condivisione comune di obiettivi* tra le parti, la quale deve formare oggetto di prova e non può ritenersi semplicemente sottintesa negli automatismi di un “gioco razionale” cui i presunti “concertisti” partecipano ⁽²⁶⁸⁾.

riferimento al diritto dei contratti si v. lo scritto di P. RESCIGNO, *Consenso, accordo, convenzione, patto*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, p. 3 ss.

²⁶⁷ Cfr. L.A. BIANCHI (nt. 252), p. 441, riprendendo il testo della Relazione ministeriale di accompagnamento al d. lgs. n. 127 del 1991 a commento dell'art. 26, comma 2, del decreto, in materia di area di consolidamento del bilancio.

²⁶⁸ Né può affermarsi che l'acquisizione, mantenimento o rafforzamento del controllo costituiscano un *effetto* dell'accordo delle parti, anziché una sua finalità, dal momento che il legislatore ha espressamente utilizzato il riferimento all'effetto in altri passaggi della stessa disciplina: cfr. in particolare l'art. 122, comma 5, lett. d).

Sul piano della prova, come già rilevato in dottrina a proposito dell'azione di concerto secondo l'originario testo dell'art. 109 ⁽²⁶⁹⁾, il confine tra accordo tacito e accordo inesistente può essere estremamente labile. Alcune conseguenze, però, possono essere evidenziate con certezza. Un primo esempio riguarda i casi in cui tra le parti non si sia definito (o manchi la prova della definizione di) un vero e proprio regolamento di interessi (di natura eventualmente parasociale) con riferimento al controllo della società *target*, ma le parti abbiano avviato tra loro uno scambio di informazioni che ha condotto a una prima condivisione di prospettive e strategie di azione in vista di una più analitica definizione dell'assetto di interessi che intendono realizzare. In questi casi, è sufficiente la conclusione di una fase preliminare del procedimento a formazione progressiva che condurrà alla conclusione di un contratto (e così, ad esempio, l'accordo su alcuni punti essenziali di esso) perché si abbia «accordo» ai sensi dell'art. 101-*bis* e, in presenza dell'elemento ulteriore della cooperazione, azione di concerto potenzialmente idonea a innescare l'obbligo solidale di opa *ex art.* 109 se una delle parti procede ad acquisti rilevanti di azioni ⁽²⁷⁰⁾.

Un secondo esempio riguarda la conclusione di trattative che non hanno ad oggetto le azioni della società *target*: si pensi alla negoziazione di un contratto di finanziamento da parte di una banca nei confronti di un potenziale *raider*. La conclusione di un accordo anche preliminare (si pensi ad un *term sheet*) tra l'investitore e la banca relativo al finanziamento potrebbe risultare rilevante ai sensi dell'art. 101-*bis* qualora nel corso delle trattative la banca abbia assunto impegni riferibili a una potenziale offerta (si pensi a un impegno di non adesione) ovvero, più semplicemente, abbia prestato attività di consulenza nei confronti dell'investitore con riferimento all'operazione imminente. La novella in tema di azione di concerto consentirebbe di valorizzare l'obiettivo collegamento esistente tra tali impegni o attività prestate dalla banca, così ponendo l'insieme degli accordi (anche non completi e definitivi) raggiunti tra le parti nella prospettiva dell'acquisto del controllo della società *target* e aprendo la via per l'applicazione dell'art. 101-*bis* (e, potenzialmente, dell'art. 109). Sarebbe, di conseguenza, superato il delicato problema di stabilire se gli impegni assunti *a latere* dalla banca abbiano

²⁶⁹ Cfr. P. GIUDICI (nt. 191), p. 501 ss.

²⁷⁰ La soluzione proposta nel testo può essere confrontata con la recente decisione della Corte d'Appello di Genova sul caso Unipol-BNL (App. Genova, 19 dicembre 2009, in *Società*, 2010, p. 587 ss.). Nella sentenza sull'impugnazione di una sanzione irrogata dalla Consob per ritardata comunicazione di un patto parasociale avente ad oggetto l'acquisto di azioni BNL, la Corte ha affermato, riprendendo con riferimento al momento di conclusione di un patto parasociale il costante insegnamento della Cassazione, che «il momento di perfezionamento del negozio è di regola quello dell'accordo finale su *tutti gli elementi principali ed accessori*, salvo che le parti abbiano inteso vincolarsi negli accordi raggiunti sui singoli punti, riservando la disciplina degli elementi secondari», sicché – fino a tale momento – nessuna dichiarazione *ex art.* 122 è dovuta. Con riferimento all'azione di concerto, si potrebbe affermare che (non un patto, ma) un accordo rilevante ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4 si sia formato già al momento della definizione (in fase intermedia) dei punti principali dell'accordo.

o meno natura “accessoria” (e dunque non parasociale) rispetto al contratto di finanziamento principale ⁽²⁷¹⁾.

23. *Conseguenze in materia di contratti derivati.* – L’esame appena condotto consente di trarre alcune conclusioni in relazione ai contratti derivati utilizzati, all’interno di strategie di “proprietà occulta”, per aggirare le norme sull’obbligo di offerta (ad esempio, provocando un abbassamento artificiale del prezzo dei propri acquisti).

Punto di riferimento per l’analisi è il contratto derivato sottoscritto tra l’investitore in posizione “lunga” e l’intermediario. Si ipotizzi che quest’ultimo sia stato informato, in fase di trattative, della strategia acquisitiva del suo cliente, la abbia eventualmente condivisa e abbia altresì fornito assistenza nello studio degli strumenti più idonei per architettare l’operazione in modo conveniente. Si ipotizzi, inoltre, che le parti si siano accordate sull’impiego di azioni della società bersaglio come *hedge* a copertura del derivato, o – quanto meno – che l’intermediario abbia manifestato la propria disponibilità a ricoprirsi in tal modo.

In questo caso, come anticipato, sarebbe controverso affermare se tra le parti si sia concluso un patto parasociale e, qualora si giungesse alla conclusione che si tratti di patto «volto a favorire il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio», non sarebbe comunque invocabile la presunzione assoluta di cui all’art. 101-*bis*, comma 4-*bis* ⁽²⁷²⁾. Si sarebbero delineati con certezza, però, alla luce delle conclusioni appena raggiunte, gli estremi di un *accordo* rilevante ai sensi della “clausola generale” dell’azione di concerto, perché sussiste una condivisione di fondo, tra le parti, della strategia perseguita e anche, alla luce della natura sofisticata delle parti, consapevolezza delle potenzialità elusive che essa comporta (ciò che evidenzia la sussistenza dell’elemento *finalistico* della fattispecie: «accordo [...] volto ad acquisire [...] il controllo della società emittente»).

A questo punto, affinché sia integrato anche l’altro presupposto dell’azione di concerto, occorre dimostrare la *cooperazione* tra le parti. E quest’ultima potrà risultare da una convergenza dell’agire, che può fondarsi sulla razionale aspettativa reciproca di un preciso comportamento da parte di ciascun contraente: nel caso di specie, precisamente, l’intermediario si aspetterà che, al momento opportuno, il *raider* risolva il contratto derivato; quest’ultimo, a sua volta, nutrirà ragionevole aspettativa che l’intermediario gli ceda a quel punto le azioni di copertura; e l’intermediario avrà altrettante buone ragioni per attendersi che l’investitore le acquisti, rendendo così possibile la promozione di un’offerta obbligatoria a prezzo più contenuto.

Di fronte a un simile quadro dei fatti, dovrebbe potersi concludere – sia pure con un margine di incertezza legato alle specificità di ogni caso concreto – che le parti del derivato agiscono di concerto fin dalla data in cui, concluso il contratto, l’intermediario

²⁷¹ Il tema è stato affrontato, per esempio, da Consob, delib. 15259, cit., con riferimento agli accordi tra Unipol e Deutsche Bank.

²⁷² V. l’analisi condotta *supra*, par. 19.1.

procede all'acquisto delle azioni: è in questo momento, infatti, che si manifesta il primo segno tangibile di una cooperazione tra le parti del derivato. In tal modo, l'attivazione della norma sugli acquisti di concerto neutralizza l'azione dell'investitore, il quale può decidere il momento più opportuno per sciogliersi dal contratto derivato e procedere all'acquisto delle azioni di copertura: l'obbligo solidale di promuovere l'offerta si innesca non appena sia superata una soglia rilevante (*ex artt.* 106 o 108 t.u.f.) della partecipazione (sia reale, sia sintetica) complessivamente posseduta dall'intermediario, dall'investitore e dagli ulteriori soggetti che agiscono di concerto con esso ⁽²⁷³⁾.

Rimane da chiedersi se alle stesse conclusioni si possa pervenire quando non vi sia alcuna prova di intese raggiunte tra le parti in materia di strumenti di copertura (*hedge*). In questo caso, però, potrebbe comunque ritenersi sussistente un accordo *ex art.* 101-*bis* t.u.f. qualora si sia in presenza di quelle condizioni (di liquidità delle azioni, ampiezza di flottante, scarsa disponibilità di strumenti alternativi di copertura, particolare entità della partecipazione sottostante il derivato) che facciano presumere la concreta impossibilità, per l'intermediario, di ricorrere ad altro tipo di *hedge*.

Non sembra, infine, che l'azione di concerto possa contemplare anche il concorso di altri soggetti coinvolti nell'operazione a loro insaputa: si pensi al caso – più volte esemplificato – di catene “a più anelli”, in cui gli intermediari che sottoscrivono i contratti derivati con il *raider* si ricoprono stipulando altri derivati con intermediari diversi, non messi al corrente dell'operazione, i quali a loro volta procedono all'acquisto di azioni di copertura. Infatti, seppure in tali casi il buon fine della strategia possa essere in certa misura previsto in anticipo grazie a un gioco razionale nel quale si conoscono le mosse di tutti i partecipanti ⁽²⁷⁴⁾, tanto non vale a integrare la fattispecie dell'accordo prevista dalla definizione di «persone che agiscono di concerto».

24. *Conclusioni.* – Diversamente da quanto (oggi) accade negli Stati Uniti, né la disciplina europea né quella nazionale impongono specifici obblighi di trasparenza con riferimento ai derivati azionari con regolamento in contanti. Infatti, i rischi che alcuni impieghi di tali strumenti pongono - come l'esperienza recente dimostra - sul fronte del diritto societario e dei mercati finanziari non erano presenti ai legislatori che hanno esteso le norme in questione.

A un parziale assoggettamento a *disclosure* delle strategie di “proprietà occulta” più problematiche si perviene facendo ricorso a clausole generali (di applicazione residuale) contenute nella stessa disciplina della trasparenza, ovvero procedendo a complesse riqualizzazioni della causa dei contratti derivati o, ancora, invocando alcuni principi generali del diritto privato (quali la nullità dei contratti in frode alla legge). Peraltro, come l'analisi condotta in questo capitolo ha tentato di dimostrare, tale operazione è oggi particolarmente complessa.

²⁷³ Cfr. art. 109, ultimo comma, t.u.f.

²⁷⁴ Cfr. ancora P. GIUDICI (nt. 191), p. 501 ss.

Da un lato, una serrata tipizzazione delle fattispecie rilevanti ai fini della trasparenza restringe decisamente l'operare delle clausole generali contenute nella disciplina della trasparenza proprietaria.

Da altro lato, l'applicazione di tali clausole, nonché la riqualificazione causale dei contratti e, ancora, il ricorso ai principi civilistici generali comporta accertamenti fattuali di grande complessità e un ampio ricorso alla prova presuntiva; ciò che si pone in contrasto con le esigenze di speditezza nell'*enforcement* e di agevole "reperibilità" delle norme applicabili che sono tipiche del diritto dei mercati finanziari. Senza contare che il ricorso a categorie generali dell'ordinamento (quali l'interposizione di persona, il negozio fiduciario, il negozio indiretto, la frode alla legge) costringe l'interprete a districarsi in questioni di carattere teorico ancora lontane da un approdo condiviso in dottrina e da un'applicazione giurisprudenziale uniforme.

Se quanto appena osservato può applicarsi, in buona misura, anche con riferimento all'applicazione dei derivati *cash-settled* alla disciplina dei patti parasociali, la situazione è parzialmente diversa in materia di offerta pubblica obbligatoria. Infatti, le recenti modifiche apportate alla disciplina nazionale di questo istituto (e, in particolare, alla materia degli acquisti di concerto) consentono di pervenire con maggiore facilità all'applicazione dell'obbligo di offerta anche nell'ambito di operazioni di "proprietà occulta".

La questione che, a questo punto, occorre affrontare riguarda l'effettiva *opportunità* di introdurre modifiche legislative e regolamentari tali da assoggettare un più ampio numero di derivati *cash-settled* ad obblighi di *disclosure*. Si tratta di valutare se sia opportuno mantenere un regime simile all'attuale – nel quale l'applicazione del regime di trasparenza dipende da accertamenti fattuali idonei a dimostrare che le parti del derivato condividono il perseguimento di finalità societarie attraverso di esso – ovvero introdurre un regime di più immediata e pervasiva applicazione che stabilisca un obbligo di comunicazione al pubblico in capo ai "titolari" di una partecipazione sintetica costruita attraverso il derivato.

Le ragioni della scelta tra queste due alternative si basano, evidentemente, sulla ponderazione dei benefici che gli azionisti e il pubblico degli investitori possono trarre da un regime più ampio di *disclosure* con i costi di tale regime, in termini di tutela della libertà di appropriarsi dei benefici del proprio investimento e di incentivi alla promozione di iniziative desiderabili sul piano della *corporate governance* e della contendibilità del controllo societario.

I problemi legati a questa scelta sono oggetto di analisi del capitolo successivo.

CAPITOLO 4

Ragioni e limiti di un regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche

SOMMARIO: 1. Premessa. – SEZIONE I: Obiettivi e funzioni della trasparenza proprietaria. – 2. Le ragioni di una disciplina della trasparenza proprietaria nel dibattito giuseconomico internazionale. – 3. Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione *statica* della compagine azionaria dell'emittente. – 3.1. In particolare: individuazione del soggetto che controlla l'emittente. – 3.2. (*segue*): Identificazione di singoli soci di minoranza. – 3.3. (*segue*): Informazione sulla struttura complessiva dell'azionariato. – 4. Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione *dinamica* della compagine azionaria: mutamenti nella proprietà delle azioni e imminenti ricambi del controllo. – 4.1. (*segue*): I costi dell'obbligo di dichiarazione: la questione dei c.d. *toeholds*. – 5. La trasparenza proprietaria nel rapporto tra soci e amministratori. – 6. Trasparenza proprietaria in funzione di *enforcement*: prevenzione degli abusi di mercato e rispetto delle norme in materia di opa obbligatoria. – 7. Il problema della trasparenza degli “investimenti puramente economici” effettuati in una società con azioni quotate. – 7.1. La rilevanza degli “investimenti puramente economici” per il mercato azionario: assenza di riscontri empirici diretti e formulazione di un'ipotesi a partire dalla teoria dell'informazione del mercato. – 7.2. Trasparenza degli investimenti puramente economici in presenza di informazioni privilegiate ... - 7.3. (*segue*): ... e nella disciplina del c.d. *outsider trading*. – 7.4. Osservazioni conclusive sulla trasparenza degli investimenti azionari “puramente economici”. – 8. Considerazioni di sintesi sulla trasparenza degli investimenti in azioni. Raccordo con la disciplina vigente. – SEZIONE II: Ragioni e limiti dell'introduzione di obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati azionari. – 9. Apparente incoerenza tra comunicazione al pubblico delle partecipazioni sintetiche e funzioni della trasparenza proprietaria. – 10. (*segue*): Opportunità, peraltro, di un regime di trasparenza *ad hoc*, limitatamente a operazioni su derivati capaci di alterare l'attendibilità delle informazioni sugli assetti proprietari dell'emittente. – 11. La scelta del rimedio in presenza di operazioni critiche per le funzioni della trasparenza proprietaria, tra *rule* e *standard*. – SEZIONE III: Ambito di applicazione, caratteristiche e fonte normativa di ideali obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche. – 12. Le tipologie di derivati oggetto di *disclosure*. – 12.1. (*segue*): La questione dell'adattamento della *disclosure* al quoziente “delta” del derivato. – 12.2. (*segue*): Il problema dell'estensione della trasparenza ai derivati negoziati su sistemi di negoziazione organizzati. – 12.3. (*segue*): Estensione del regime di trasparenza ai derivati su *baskets* di azioni e derivati su indici azionari. – 13. Momenti della vita societaria rilevanti per la *disclosure* delle partecipazioni sintetiche. In particolare, la questione della mancata partecipazione delle azioni di copertura al voto assembleare. – 13.1. (*segue*): La promozione di iniziative “attiviste”. – 13.2. (*segue*): Offerte pubbliche d'acquisto volontarie. – 14. La questione del computo “aggregato” delle partecipazioni sintetiche con le partecipazioni effettive e le partecipazioni potenziali. – 15. Compensazione tra posizioni lunghe e posizioni corte. – 16. L'esclusione dalla disciplina di trasparenza in ragione del contenuto dei contratti: facoltà della parte lunga di influenzare l'espressione del voto in relazione alle azioni sottostanti. – 16.1. (*segue*): L'esclusione dalla disciplina di trasparenza dei contratti con clausola di *settlement* “immodificabile”. – 17. La questione della fonte (comunitaria o nazionale) della disciplina di trasparenza. – 18. (*segue*): Il ruolo dell'autonomia statutaria. – 18.1. Possibili obiezioni all'attribuzione di maggiore autonomia statutaria in tema di trasparenza delle partecipazioni sintetiche. Critica. – 19. Estensione dell'obbligo di opa in presenza di partecipazioni sintetiche. Le ragioni di *policy*. – 19.1. Opzioni regolatorie. – 19.2. (*segue*): Individuazione delle posizioni lunghe rilevanti. Possibile esclusione delle posizioni in concreto ininfluenti a garantire al potenziale offerente il “controllo” del sottostante. – 19.3. (*segue*): Tempo

rilevante per l'“acquisto” delle partecipazioni sintetiche e relativo prezzo. – 19.4. (*segue*): Possibili esenzioni. – 20. Considerazioni di sintesi.

1. *Premessa*. – Negli ultimi anni si è assistito, in numerosi ordinamenti, all'introduzione di obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche costruite attraverso contratti derivati relativi ad azioni quotate. Recentemente, proposte in questo senso sono state avanzate anche in Italia e in sede comunitaria ⁽¹⁾.

Il presente capitolo affronta la questione dell'opportunità di introdurre obblighi di questo tipo, avuto riguardo ai benefici e ai costi che tale disciplina può comportare per l'efficienza del mercato azionario, ai mutamenti che può ingenerare negli assetti di *corporate governance* degli emittenti interessati, alla sua coerenza con la normativa già vigente in materia di trasparenza degli assetti proprietari.

In verità, come veduto nel precedente capitolo, alcuni istituti propri del diritto civile e societario assicurano già, nel nostro ordinamento come in altri, parziale trasparenza delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati, almeno nei casi in cui a tali partecipazioni un investitore faccia ricorso nell'ambito di strategie di “proprietà occulta” ⁽²⁾.

Tuttavia, la riconducibilità di tali strategie agli istituti in questione presuppone, di norma, lo svolgimento di accertamenti di fatto particolarmente complessi e discrezionali, rimessi *ex post* all'autorità di vigilanza ed eventualmente al giudice. La complessità e discrezionalità di tali accertamenti, a sua volta, si riflette in un aumento dei costi che gli investitori professionali sono indotti a sostenere nel tentativo di prevedere (ma anche di aggirare) l'applicazione dei menzionati istituti civilistici e societari.

Si tratta, allora, di valutare in quale misura l'introduzione di (più semplici) obblighi di comunicazione, specificamente rivolti alla trasparenza delle partecipazioni sintetiche, consenta di superare le difficoltà poste dall'applicazione delle norme tradizionali e limitare le strategie di proprietà occulta più problematiche per la tutela dei soci di società quotate, nonché dell'efficienza e dell'integrità del mercato.

Nel condurre tale valutazione, si procederà, nella prima sezione del capitolo, a una ricognizione degli obiettivi e delle funzioni propri delle norme che impongono, in tutti i principali ordinamenti, la comunicazione dei possessi azionari più rilevanti. Tale ricognizione è stata generalmente trascurata sia in passato sia, più recentemente, in occasione delle riforme che hanno portato in vari paesi ad assoggettare a trasparenza i derivati azionari. Nondimeno, è convinzione di chi scrive che non possa essere predicata la necessità di prevedere la *disclosure* anche di tali strumenti finanziari, se non dopo aver accertato che siffatta estensione della disciplina delle comunicazioni obbligatorie al pubblico si ponga in linea con (e, anzi, permetta di perseguire più a fondo) i medesimi obiettivi, purché con costi accettabili per il sistema.

¹ Cfr. in dettaglio *infra*, sez. III.

² Cfr. *supra*, cap. 2.

Svolta tale indagine, si osserverà nella sezione successiva come l'introduzione di un generalizzato regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche non consenta, di per sé, il perseguimento di alcuni tra gli obiettivi della trasparenza proprietaria, mentre contribuisce a perseguirne altri unicamente al costo di serie alterazioni negli equilibri di *governance* negli emittenti e nell'allocazione dell'informazione societaria presso gli investitori che operano sul mercato. Ciò non pare coerente con le scelte effettuate finora in materia di trasparenza proprietaria a livello comunitario e nazionale, né – probabilmente – è in assoluto desiderabile sul piano della politica del diritto.

Si argomenterà, tuttavia, che una limitata *disclosure* delle partecipazioni sintetiche appare d'altra parte opportuna al fine di evitare che, per effetto del ricorso a strategie di proprietà occulta, sia diminuito il livello di conoscenza degli assetti proprietari degli emittenti già ad oggi assicurato dall'impianto normativo vigente.

Nella sezione III si tratteggeranno i contorni di un ipotetico regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche rispondente ai criteri delineati. In particolare, ci si soffermerà sulla tipologia di strumenti derivati oggetto di *disclosure* e sui limitati momenti della vita societaria in corrispondenza dei quali il regime di trasparenza dovrà attivarsi (in particolare: la fase pre-assembleare, quella che fa seguito all'esercizio di prerogative di *voice* da parte di minoranze azionarie, nonché la fase successiva all'annuncio di offerte pubbliche di acquisto volontarie, fino alla conclusione dell'offerta stessa).

Ci si soffermerà, altresì, sull'individuazione della fonte normativa (comunitaria o nazionale) a partire dalla quale potrebbe essere più opportunamente costruito il regime di trasparenza proposto, nonché sul ruolo che gli statuti dei singoli emittenti potrebbero svolgere in questo contesto.

Nell'ultima sezione, ci si interrogherà sull'opportunità di introdurre un regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche nel contesto di offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, sulla base dei principi che ispirano tale disciplina.

SEZIONE I. – *Obiettivi e funzioni della trasparenza proprietaria*

2. Le ragioni di una disciplina della trasparenza proprietaria nel dibattito giuseconomico internazionale.

– Lo studio teorico ed empirico delle funzioni della trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate non ha incontrato, fino agli anni più recenti, uno sviluppo proporzionato all'importanza applicativa di questa materia.

L'attenzione degli studiosi – economisti e giuristi – si è concentrata sul tema, più ampio, della “informazione societaria” (da intendersi come informazione relativa ai fatti che riguardano gli emittenti, non alla proprietà del loro capitale) e, in particolare, sul possibile miglioramento, per effetto della pubblicità di tale informazione, dell'attendibilità del prezzo di borsa dei titoli azionari rispetto al relativo valore (*price accuracy*). Il tema è

stato sviscerato, nel corso degli anni, da numerosi studi teorici, cui si è recentemente aggiunto un importante filone empirico ⁽³⁾.

³ In tema di trasparenza dell'informazione societaria, le questioni fondamentali sono ben riassunte nello studio di M. FOX E AA., *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence*, in 102 *Mich. L. Rev.*, 2003, p. 331 ss. Gli Autori, in particolare, evidenziano due quesiti di *policy*: in primo luogo, si tratta di stabilire se la migliore *price accuracy* ottenuta attraverso l'informazione societaria sia un obiettivo opportuno da perseguire per migliorare l'equità o l'efficienza degli scambi; in secondo luogo, qualora la risposta al primo quesito fosse positiva, occorre verificare se regole che impongano all'emittente doveri di *disclosure* (in forma periodica o continua) contribuiscano effettivamente a migliorare l'attendibilità dei prezzi. Sulla prima questione, vi è oggi un certo consenso degli studiosi sul fatto che la *price accuracy* – anche laddove migliorata in virtù dell'imposizione di obblighi informativi al mercato – difficilmente è in grado di migliorare la posizione individuale degli investitori in relazione al rischio di pagare una somma eccessiva per l'acquisto di titoli (in particolare, azioni) il cui prezzo è eccessivo rispetto all'effettivo valore, ovvero di ricavare una somma modesta per la vendita di titoli sottovalutati. Infatti, anche trascurando i benefici della diversificazione, occorre considerare la prospettiva di un investitore *medio* di fronte a un mercato in cui l'assenza di obblighi informativi non garantisce attendibilità dei prezzi: tenderà a esservi un'equa probabilità che l'investitore acquisti un titolo sopravvalutato ovvero un titolo sottovalutato, sicché il prezzo di acquisto atteso sarà il medesimo rispetto all'ipotesi di perfetta *price accuracy* (l'osservazione costituisce un corollario dell'ipotesi di efficienza dei mercati - *efficient market hypothesis* - ben evidenziato, tra gli altri, da R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in 107 *Yale L. J.*, 1998, p. 2366 ss.).

È invece dibattuto se la diffusione di informazione societaria (non importa se spontaneamente o in ottemperanza a obblighi di legge) sia desiderabile per migliorare l'efficienza del mercato azionario. Il problema è risalente: già Henry Manne, quando dominava negli Stati Uniti una interpretazione delle norme di trasparenza dell'informazione societaria in chiave di *fairness*, promuoveva invece una lettura del problema in termini esclusivamente efficientistici: cfr. H. MANNE, *The Insider Trading and the Stock market*, New York, 1966, *passim*. Alcuni studiosi negano l'apporto dell'informazione in termini di efficienza, osservando – in estrema sintesi – come la *issuer disclosure* abbia il solo effetto di incidere sul rischio *specifico* relativo all'emittente interessato, laddove, invece, secondo una rigorosa lettura del più diffuso modello di determinazione del prezzo delle attività finanziarie nei mercati finanziari liquidi (il c.d. *capital asset pricing model*, su cui cfr. per tutti S.A. ROSS E AA., *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, 2008, p. 426 ss.) tale rischio è irrilevante nella formazione dei prezzi: in questo senso, cfr. ad es. R. ROMANO, *The Need for Regulatory Competition in International Securities Regulation*, in 2 *Theor. Enq. In Law*, 2001, p. 482; con conclusioni analoghe, ma da una diversa prospettiva istituzionalista, cfr. altresì L. A. STOUT, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Market Pricing and Securities Regulation*, in 87 *Mich. L. Rev.*, p. 645 ss. L'opinione dominante, peraltro, riconosce l'importanza della attendibilità dei prezzi ai fini dell'efficienza dei mercati finanziari: cfr. gli studi fondamentali di J.C. COFFEE, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 717 ss.; F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, *ivi*, p. 669 ss.; R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, *ivi*, p. 549 ss.; nonché, da differenti prospettive, M. KAHAN, *Securities Law and the Social Cost of Inaccurate Stock Pricing*, in 41 *Duke L. J.*, 1992, p. 977 ss.; P.G. MAHONEY, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, in 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, p. 1047; M.J. ROE, *Corporate Law's Limits*, in 31 *J. Legal Stud.*, 2002, p. 233; M. FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in 109 *Colum. L. Rev.*, 2009, p. 237 ss., i quali evidenziano l'importanza della *price accuracy* per migliorare la liquidità dei mercati finanziari e quindi, indirettamente, ridurre il costo del capitale per le imprese, nonché per altre più specifiche ragioni, che riguardano sia il mercato primario (l'attendibilità dei prezzi di emissione di nuove azioni sul mercato garantisce alle imprese che intraprendono progetti più promettenti di finanziarli a costo più contenuto), sia il mercato secondario (dove la *price accuracy* può funzionare come strumento di *corporate*

A minore grado di elaborazione, invece, sono giunti gli studi sul ruolo dell'informazione circa gli assetti proprietari dell'emittente ⁽⁴⁾. Sul fronte giuseconomico, in particolare, la questione è stata per anni relegata nello spazio angusto in cui la disciplina della trasparenza degli assetti proprietari venne originariamente concepita nel sistema nordamericano, e cioè nell'ambito della regolamentazione delle offerte pubbliche d'acquisto ostili.

Infatti, come già accennato nel capitolo precedente ⁽⁵⁾, negli Stati Uniti la comunicazione al pubblico delle partecipazioni rilevanti fu concepita con l'obiettivo di rendere avvertiti il *management* della società e il pubblico degli investitori in ordine a manovre di rapida accumulazione dei titoli da parte di potenziali "scalatori" ⁽⁶⁾. Di

governance, incoraggiando i soci a premiare o a sanzionare i *manager* della società in cui hanno investito, ed eventualmente a favorire ricambi di controllo).

Infine, la letteratura giuseconomica è divisa sul ruolo dell'informazione *obbligatoria* per migliorare la attendibilità dei prezzi. Di fronte a quanti ne sviliscono l'importanza, evidenziando i rischi di "cattiva regolazione" in materia e valorizzando al contrario il ruolo dell'informazione spontaneamente diffusa dagli emittenti nonché del "filtraggio" dell'informazione privilegiata attraverso il mercato (cfr. R. ROMANO, *Empowering*, cit., p. 2378 ss.; J.R. MACEY, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, in 15 *Cardozo L. Rev.*, 1994, p. 909 ss.), la maggioranza degli studiosi è incline a riconoscere un ruolo all'informazione obbligatoria: cfr. ad es. F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Mandatory Disclosure*, loc. cit.; R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, loc. cit.; L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits of State Competition in Corporate Law*, in 105 *Harr. L. Rev.*, 1992, p. 1490 ss.; M. FOX, *Civil Liability*, loc. cit. I dati empirici sembrano offrire conferma a quest'ultima tesi: cfr. gli studi di M. FOX E AA., loc. cit. E sul nesso esistente tra attendibilità dei prezzi, efficienza dei mercati e informazione societaria obbligatoria si fonda la disciplina comunitaria di *issuer disclosure*, di origine più recente rispetto a quella nordamericana: cfr. già M. BECHT (a cura di), *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, rapporto dello European Corporate Governance Network, 1997; successivamente COMMISSIONE EUROPEA, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, 2003, disponibile sul sito 'www.europa.eu'; e, in dottrina, per tutti, E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004, p. 130.

Nella dottrina italiana, questi temi sono analizzati specialmente da A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 2 ss.; e P. SFAMENI, *sub art. 114*, in *La disciplina delle società quotate*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Milano, 1999, part. p. 515 ss., cui si rinvia anche per altri riferimenti. Per un'analisi più sintetica, cfr. anche G. ROSSI, *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Milano, 1986, p. 19 ss.; C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 249 ss.; S. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 48 ss. Nella manualistica, cfr. inoltre S. AMOROSINO - C. RABITTI BEDOGNI, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004, p. 292 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 387 ss.

⁴ La dottrina italiana ha peraltro proposto – anche se in tempi non recenti – un primo inquadramento funzionale della disciplina che ci occupa: si fa riferimento agli Autori di cui si è dato conto nella Sezione II del capitolo che precede (cfr. soprattutto par. 5) e, in particolare, all'elaborazione di F. D'ALESSANDRO, *La trasparenza della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 327.

⁵ Cfr. par. 2.

⁶ Assai indicativa, al riguardo, è la lettura dei lavori preparatori che portarono il Congresso degli Stati Uniti a introdurre, nel 1967, la § 13(d) nel *Securities Exchange Act* del 1934 ("SEA"): cfr. S. Rep. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. 4 (1967). La giurisprudenza, dal canto suo, ha recepito questa indicazione quale criterio fondamentale per l'interpretazione della norma: cfr. *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, 717 (2d

conseguenza, i primi studi sui costi e sui benefici delle norme sulla trasparenza proprietaria hanno affrontato il tema nella prospettiva dell'incidenza di tale disciplina sulla contendibilità del controllo delle società quotate (7). Gli spunti provenienti dalla letteratura statunitense sono poi stati ripresi, con impostazione simile, in altri ordinamenti (8).

Il problema delle relazioni tra disciplina delle o.p.a. e trasparenza degli assetti proprietari è certo fondamentale, non solo sul piano storico, e occorrerà ritornarvi in seguito anche con riferimento al problema dei contratti derivati. Tuttavia, l'ampiezza e la pervasività della disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti, specialmente in ambito europeo, impone di ampliare l'angolo visuale dal quale essa è stata inizialmente studiata. Del resto, le stesse direttive comunitarie in materia di trasparenza giustificano le norme in questione (o, meglio, la necessità di prevedere norme minime uniformi in materia nei vari stati membri) a partire da una concezione più ampia delle sue funzioni nei confronti degli investitori (9). E un ulteriore incoraggiamento ad abbracciare una più

Cir. 1971), *cert. Denied*, 406 U.S. 910 (1972), ove si rileva che gli obblighi di cui alla § 13(d) SEA hanno la funzione di «alert the marketplace to every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of the technique employed, which might represent a potential shift of control». Tale affermazione della Corte d'Appello per il Secondo Circuito è comunemente richiamata dalle corti che si trovano a decidere casi che riguardano la norma in questione. Cfr., anche in Italia, dopo l'entrata in vigore della l. n. 216/1974, le già ricordate considerazioni di S. SCHIRÒ, *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali e partecipazioni reciproche*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, p. 268 ss.; e di G. FERRI, *Partecipazione rilevante*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, p. 22. Analoghe le osservazioni della dottrina inglese, dove si sottolinea che la *ownership disclosure* è stata in origine congegnata come strumento “difensivo” del *management* nei confronti di eventuali iniziative di scalata ostile: P. DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, Londra, 1997, p. 485. E in sede comunitaria, per considerazioni non dissimili, cfr. N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008², p. 173.

⁷ Cfr. per uno studio improntato in chiave di *policy*, J.R. MACEY - J.M. NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 65 *Wash. U.L.Q.*, 1987, p. 131 ss.; v. inoltre, poco tempo dopo l'introduzione della § 13(d), le considerazioni di D.R. FISCHER, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, in 57 *Tex. L. Rev.*, 1978-1979, p. 22. Cfr. poi l'analisi empirica condotta sulle dichiarazioni al pubblico in forza della § 13(d) SEA nel periodo 1978-1980 da W.H. MIKKELSON - R.S. RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, in 14 *J. Fin. Econ.*, 1985, p. 523 ss.

⁸ Sul piano teorico, cfr. le considerazioni – su cui si tornerà – di P. DAVIES, *The Take-Over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in K. Hopt – E. Wymeersch (a cura di), *European Insider Dealing*, 1994, p. 256; e di G. FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, in *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, 2002, disponibile sul sito www.ssrn.com; con specifico riferimento alla disciplina italiana, M. PAGANO - F. PANUNZI - L. ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 166 s. Cfr., in ambito australiano, l'analisi empirica condotta da S.R. BISHOP, *Pre-bid Acquisitions and Substantial Shareholder Notices*, in 16 *Australian Journal of Management*, 1991, p. 1 ss.

⁹ Da ultimo, la direttiva *Transparency* (consid. nn. 1-2) riconduce il tema della *ownership disclosure* alla finalità di favorire «[m]ercati mobiliari efficienti, trasparenti ed integrati», che consentano «una migliore allocazione del capitale e una riduzione dei costi», cioè precisamente le medesime funzioni tradizionalmente attribuite alla *issuer disclosure* (cfr. *supra* nt. 3). Prospettiva simile era già adottata dalla direttiva sulle partecipazioni rilevanti del 1988 (consid. nn. 31-32); e cfr. il c.d. *Explanatory Memorandum*

ampia prospettiva di analisi proviene da alcune ricerche svolte nell'ambito della corrente di studi di *law and finance* ⁽¹⁰⁾.

Si è così intrapresa negli ultimi anni, anche riflettendo sulle sfide poste dall'innovazione finanziaria (e *in primis* dai derivati), una riflessione più approfondita e ad ampio raggio, che ha tentato di ricondurre l'informazione sugli assetti proprietari nel quadro del più tradizionale filone di studi sull'informazione societaria ⁽¹¹⁾. Della disciplina

della Commissione del 1985 (COM(85)791), divulgato in vista dell'adozione della medesima direttiva. L'adozione di questa prospettiva "allargata" da parte del legislatore comunitario era stata in parte anticipata – come si è ricordato nel capitolo precedente – dalla riflessione della dottrina italiana sulla disciplina delle partecipazioni rilevanti introdotta nel 1974: per l'espressione più autorevole e meditata di questa tendenza, cfr. ancora F. D'ALESSANDRO (nt. 4), p. 327 ss. Ma alla elaborazione legislativa non aveva fatto generalmente riscontro una corrispondente elaborazione teorica, al punto che ancora oggi, in ambito europeo, si addita la scarsa chiarezza in ordine alle funzioni della disciplina in questione quale uno dei fattori problematici per una piena armonizzazione della disciplina a livello comunitario: cfr. N. MOLONEY (nt. 6), p. 194.

¹⁰ Infatti, il gruppo di economisti che ha inaugurato questo filone di studi ritiene di aver dimostrato che sono più sviluppati i mercati finanziari degli ordinamenti nei quali sono previste, tra l'altro, norme severe in tema di trasparenza degli assetti proprietari: cfr. in particolare R. LA PORTA E AA., *What Works in Securities Laws*, in 61 *J. Fin.*, 2006, p. 1 ss. Questi autori, peraltro, ricorrono a metodologie di ricerca che sono – come noto – dibattute: cfr. almeno, per limitarsi ai giuristi, M.J. ROE, *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*, in 120 *Harv. L. Rev.*, 2006, p. 462 ss.; J.C. COFFEE, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2007, p. 229 ss. Non va peraltro taciuto che un approccio non dissimile è stato adottato anche da studiosi che manifestano scetticismo nei confronti della letteratura di *law and finance*: cfr. P.P. LELE - M.M. SIEMS, *Shareholder Protection: A Leximetric Approach*, in 17 *JCLS*, 2007, p. 17 ss.

¹¹ Peraltro, i contributi che affrontano in modo organico la materia sono ancora scarsi: cfr. M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in 15 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 2009, p. 127 ss.; M.C. SCHOUTEN - M. SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; D. ZETZSCHE, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal*, in 11 *EBOR*, 2010, p. 273 ss.; G. FERRARINI - P. GIUDICI - P. SAGUATO, *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, in *SFEF*, 2010, p. 123 ss.; D. MOERITZ, *Equity Derivatives, Economic Ownership, and Hidden Voting Power: Should We Allow People to Game Ownership Disclosure?*, *datt. inedito* consultato per cortesia dell'autore.

L'evoluzione funzionale della trasparenza proprietaria è, come detto, soprattutto un processo inaugurato in sede legislativa, specialmente in Europa. Dà conto di questa evoluzione N. MOLONEY (nt. 6), p. 195, la quale ritiene che il processo di emanazione della Direttiva "Transparency" (direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004, di seguito "dir. tr.") sia ispirato da una «new capital-market orientation» della disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari, «to ensure that disclosure is made to market concerning the structure of influence in an issuer». Cfr. inoltre la ricostruzione teorica operata dalla FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference. Consultation Paper 07/20*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.uk.gov', Annex 2; e da CONSOB, *Position Paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, 2009, disponibile sul sito 'www.consob.it'. Cfr. altresì COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR Proposal to Extend Major Shareholding Notifications to Instruments of Similar Economic Effect to Holding Shares and Entitlements to Acquire Shares*, Consultation Paper, 2010, disponibile sul sito 'www.cesr.eu'; e INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO), *Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers*, 2009, sul sito 'www.iosco.org'.

della trasparenza proprietaria si sono così messi in luce, da un lato, una funzione di miglioramento del governo societario, dall'altro quella di promuovere una maggiore efficienza dei mercati azionari⁽¹²⁾. Nel fare ciò, gli studiosi hanno concepito la “proprietà azionaria” in modo particolarmente ampio, sì da ricomprendere, oltre alla riferibilità giuridica, diretta o indiretta, delle *azioni* e dei *diritti di voto*, anche la mera riferibilità dei *flussi finanziari* collegati alle azioni.

L'analisi che segue ripercorre criticamente – tenendo presente l'impianto di disciplina comunitario – gli approdi di questo nuovo filone d'analisi, con la finalità di stabilire se e in quale misura essi suggeriscano l'opportunità di ricondurre anche *i derivati azionari* ad obblighi di trasparenza (nonché, rispetto all'ordinamento europeo, di adottare tale disciplina a livello comunitario).

3. *Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione statica della compagine azionaria dell'emittente.* – La più evidente funzione di un sistema di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti consiste nella rappresentazione ai soci e al pubblico degli investitori della compagine azionaria dell'emittente. Funzione, questa, non esclusiva delle norme in questione; anzi, sul piano storico, la disciplina in esame ha iniziato a supplire solo in epoca relativamente recente al ruolo tradizionalmente svolto, in funzione di trasparenza, dalla nominatività dei titoli azionari e dalla registrazione dei soci presso la società (libro dei soci)⁽¹³⁾.

Peraltro, di là dalla considerazione che nominatività dei titoli e libro dei soci sono istituti concepiti (almeno storicamente) anche per facilitare un controllo *pubblico* sull'investimento nelle società azionarie, è evidente la diversa portata e la migliore qualità informativa resa possibile dagli obblighi di comunicazione al pubblico delle partecipazioni rilevanti.

Infine, alcuni studi empirici pongono la nuova prospettiva descritta nel testo a fondamento teorico per la lettura delle risultanze statistiche ottenute: cfr. ad es., in ambito nordamericano, A. BRAV E AA., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *J. Fin.*, 2008, p. 1729 ss.; A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *J. Fin.*, 2009, p. 208 ss.; R. GREENWOOD - M. SCHOR, *Investor Activism and Takeovers*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; in ambito europeo, M. SCHOUTEN - M. SIEMS, *cit.*; R. ZAABAR, *Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France*, 2008, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.

¹² Così, sinteticamente, ricollegando anche la trasparenza proprietaria ai due fondamentali obiettivi perseguiti dalla disciplina dell'informazione societaria: cfr. per tutti AA.VV., *Diritto societario comparato*, trad. it. a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, p. 243.

¹³ Come già veduto nel capitolo precedente, la dottrina italiana più attenta ha interpretato la disciplina sulla trasparenza proprietaria alla luce di una estensione del principio di nominatività obbligatoria dei titoli azionari al di fuori dall'originario alveo della disciplina dei titoli di credito: cfr. F. D'ALESSANDRO (nt. 9), p. 327 ss. In analogia prospettiva, con riferimento all'ordinamento tedesco (che peraltro non impone la nominatività obbligatoria dei titoli azionari e ha conosciuto la diffusione massiccia di tali titoli solo in epoca recente) cfr. U.H. SCHNEIDER, *Azionisti non iscritti nel libro dei soci: la loro "sicura identificazione" tra norma ed effettività*, trad. it. in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Milano, 2007, vol. II, p. 693 ss.

Innanzitutto, le norme in esame sono concepite in modo da informare in modo *continuativo* il pubblico in ordine ai mutamenti della compagine azionaria ⁽¹⁴⁾, mentre il libro dei soci è aggiornato solo periodicamente ⁽¹⁵⁾. Soprattutto, a differenza del libro dei soci, le norme che impongono la comunicazione delle partecipazioni rilevanti sono congregate, in tutti i principali ordinamenti, in modo tale da superare lo schermo rappresentato dall'intestazione del titolo azionario a soggetti diversi dal proprietario "effettivo" ⁽¹⁶⁾: ciò consente di eliminare sia la barriera rappresentata dalla costante ed obbligatoria presenza di intermediari finanziari negli scambi azionari ⁽¹⁷⁾, sia – nella misura di cui si è detto nel capitolo che precede – l'ostacolo costituito da ulteriori interposizioni di persona poste in essere dall'"azionista effettivo" ⁽¹⁸⁾.

Ciò posto, occorre individuare in maggiore dettaglio quali siano i benefici che derivano ai soci e al pubblico degli investitori dalla conoscenza degli assetti proprietari della società in ogni dato momento (nonché i possibili costi di tale *disclosure*): si analizzeranno di seguito, in particolare, i possibili vantaggi legati alla conoscenza del soggetto che controlla l'emittente, dei possessori di partecipazioni rilevanti con capacità di

¹⁴ La natura continua dell'informazione in questione costituisce un tratto comune in tutti i principali ordinamenti. In particolare, ai sensi dell'art. 12.2 dir. tr. la «notifica» dell'acquisto di una partecipazione rilevante è effettuata *all'emittente* «il più presto possibile, ma comunque entro quattro giorni di negoziazione» computati a partire dal giorno successivo a quello in cui è avvenuta la conoscenza dell'acquisto (dunque, secondo i criteri usuali di computo dei termini, cinque giorni di negoziazione da tale data: cfr. anche art. 121, comma 1, reg. em.). Deve, poi, essere previsto un obbligo in capo all'emittente di rendere pubbliche le informazioni contenute nella notifica «[a]l ricevimento della notifica di cui al paragrafo 1, e comunque entro tre giorni di negoziazione a decorrere da tale ricevimento» (art. 12.6 dir. tr.). Numerose sono, peraltro, le eccezioni previste, in senso più rigoroso, nei diversi stati membri (fino all'obbligo di comunicazione immediata previsto dalla disciplina olandese) e talvolta, come avviene nel Regno Unito, il termine è diverso secondo che l'emittente abbia sede legale nel territorio britannico o no. Termine identico a quello comunitario è previsto dalla disciplina svizzera (art. 22 *Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les borse et le commerce des valeurs mobilières* (FINMA) del 25 ottobre 2008). Ai sensi della § 13(d) SEA, l'acquisto della partecipazione rilevante è comunicato entro dieci giorni dall'acquisizione. Termine identico è previsto in Canada e a Hong Kong, mentre in Israele il termine è di un solo giorno lavorativo: per riferimenti ad altri ordinamenti cfr. IOSCO (nt. 11), Appendix A.

¹⁵ Cfr. ad es. art. 2435 c.c. Il principio non vale, peraltro, in altri ordinamenti, come quello tedesco, dove il libro soci è di regola aggiornato in modo continuativo, salvo un periodo di sospensione delle iscrizioni nell'imminenza delle assemblee.

¹⁶ Il tema è ampiamente esaminato da U.H. SCHNEIDER (nt. 13), p. 697 ss.

¹⁷ Il principio vale sia nei sistemi in cui vige il regime di dematerializzazione di titoli azionari (cfr. in Italia l'obbligo di intermediazione degli scambi previsto, oggi, dall'art. 83-*bis*, comma 1, t.u.f.), sia in quelli che non hanno (ancora) introdotto tale sistema di scambi (per una descrizione dei numerosi inconvenienti che derivano dalla complessità delle intermediazioni sul mercato azionario cfr. M. KAHAN - E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in 96 *Geo. L. J.*, 2007-2008, p. 1227 ss.).

¹⁸ Come si è visto, l'eliminazione di queste barriere dà spesso luogo a una *moltiplicazione* delle comunicazioni al pubblico in relazione al medesimo titolo azionario. Ciò avviene attraverso una moltiplicazione delle «partecipazioni rilevanti», allorché la disciplina esige che siano resi pubblici sia il soggetto intestatario delle azioni, sia l'azionista o gli azionisti "effettivi" (cfr., nella disciplina italiana, l'art. 118 reg. em.).

influenza sulla *governance* dell'emittente e del quadro descrittivo dell'assetto proprietario nel suo complesso.

3.1. *In particolare: individuazione del soggetto che controlla l'emittente.* – In dottrina si è ipotizzato che la comunicazione delle partecipazioni rilevanti – così come congegnata, in particolare, nell'ordinamento comunitario e riflessa nei diritti degli stati membri – consentirebbe ai soci e al pubblico di conoscere l'esistenza e identità dell'eventuale soggetto (o coalizione di soggetti) in grado di controllare l'emittente ⁽¹⁹⁾.

In effetti, l'accento posto dalla disciplina europea sul possesso di azioni *con diritto di voto* (e diritti di voto ad altro titolo spettanti) ⁽²⁰⁾, parrebbe confermare la finalità di individuare con tempestività la presenza di soci in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea (secondo il concetto tradizionale di controllo accolto dalla disciplina comunitaria del bilancio consolidato)⁽²¹⁾.

Si tratta, però, di un'osservazione assai approssimativa, poiché il dato sul mero possesso di azioni con diritto di voto non consente di rilevare ogni tipologia di controllo sull'emittente e, segnatamente, non il controllo c.d. esterno (esercitato in forza di clausole statutarie o vincoli contrattuali tra la società e un terzo), né forme di controllo interno non individuabili dalla sola "lettura" della composizione dell'azionariato (ad esempio, poteri speciali legalmente o statutariamente attribuiti con riferimento alla nomina e revoca dei membri dell'organo amministrativo, ovvero all'amministrazione della società)⁽²²⁾. Tali forme di controllo, infatti, non sono "catturate" dalla disciplina comunitaria di *ownership disclosure*, né da quella italiana, ed è significativo, in proposito, osservare che nessuna norma richiede di comunicare al pubblico il raggiungimento del *controllo* dell'emittente. L'informazione sul socio di controllo che la disciplina degli assetti proprietari è in grado di offrire al pubblico si rivela dunque, quanto meno, assai imprecisa.

Del resto, quest'ultima è – come noto – garantita (seppure solo periodicamente) dall'informazione pubblicata con il bilancio di esercizio (segnatamente, la relazione sulla

¹⁹ Cfr. M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 134 ss. E v., nella dottrina italiana, gli autori citati nel cap. 3, nt. 38. In questo paragrafo si utilizza il termine "controllo" nell'accezione accolta dalla disciplina comunitaria, intendendo per tale l'esercizio effettivo o potenziale di un'*influenza dominante* sull'emittente. Cfr. art. 2.1, lett. e) dir. tr.

²⁰ Cfr. l'art. 9 dir. tr., che estende a *tutte* le azioni con diritto di voto gli obblighi di *disclosure*.

²¹ Sul legame tra disciplina del controllo *ex art.* 2359 c.c. e disciplina della trasparenza azionaria v. in passato G. SCOGNAMIGLIO, *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 270 ss. Analogamente, nella disciplina italiana, cfr. art. 120 t.u.f. (e v. già in argomento G. SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e reciproche dopo la l. 281/1985*, in *Tr. dir. priv.* diretto da P. Rescigno, vol. 22, Torino, 1991, p. 515). È peraltro dubbio che simili considerazioni valgano anche con riferimento ai principi contabili internazionali, dal momento che lo IAS 27, par. 13, in tema di ambito di applicazione del bilancio consolidato, non contiene una "clausola generale" sul controllo interno da influenza dominante nell'assemblea, bensì fa riferimento a più articolate fattispecie legate alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali della società.

²² Cfr. ad esempio, le fattispecie descritte dallo IAS 27, par. 13, lett. c) e d); v. altresì le specifiche fattispecie di influenza dominante di cui all'art. 23, comma 2, nn. 3 e 4, t.u.b.

gestione e, oggi, anche la relazione finanziaria annuale)⁽²³⁾ e, soprattutto, con il bilancio consolidato redatto dalla controllante (in particolare, l'elenco delle imprese incluse nel bilancio consolidato e nelle partecipazioni e la relazione sulla gestione)⁽²⁴⁾. A tali informazioni vanno aggiunte quelle prescritte nella relazione finanziaria semestrale ⁽²⁵⁾⁽²⁶⁾.

Insomma, la disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari può, in ragione della tempestività degli obblighi di comunicazione, assicurare una prima, grossolana informazione sull'esistenza di un soggetto in grado di esercitare il controllo (interno e individuale) sulla società: l'unica informazione veicolata con certezza, peraltro, riguarda il controllo interno *di diritto*, mentre l'informazione è incompleta – se non del tutto assente – con riferimento ad altre tipologie di controllo ⁽²⁷⁾.

3.2. (segue): *Identificazione di singoli soci di minoranza*. – Più significativo è il contributo offerto dalla disciplina della trasparenza societaria per identificare la partecipazione nell'emittente di soggetti cui fanno capo partecipazioni rilevanti non di controllo ⁽²⁸⁾. È

²³ In ambito comunitario cfr. art. 46 direttiva 78/660/CEE del Consiglio del 25 luglio 1978 relativa ai conti annuali di taluni tipi di società. Nel nostro ordinamento, cfr. art. 2428, commi 1 e 3, n. 2, c.c. e art. 154-ter, comma 1, t.u.f.

²⁴ In ambito comunitario cfr. art. 36 direttiva 83/349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983 basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del Trattato e relativa ai conti consolidati; e cfr. artt. 38, comma 2, 39 e 40 d. lgs. n. 127 del 1991 e 154-ter, comma 2, t.u.f.

²⁵ Cfr. art. 5 dir. tr.

²⁶ Per non dire, poi, degli obblighi di pubblicità previsti in alcuni ordinamenti nazionali, come il nostro, con riferimento all'esercizio di attività di direzione e coordinamento su una società. In particolare, nell'art. 2497-bis c.c. tale obbligo si concreta sia in una dichiarazione di soggezione ad attività di direzione e coordinamento da parte della società che vi è sottoposta (comma 1), sia in più analitiche informazioni da fornire in relazione all'attività direttiva in sede di bilancio (commi 3-4). Nel caso in esame, anche la tempestività di questa pubblicità, che pure ha un oggetto non coincidente rispetto al mero controllo, dovrebbe essere garantita dall'obbligo, incombente sugli amministratori della società soggetta ad attività direttiva, di dare notizia di tale soggezione ai terzi non appena essi ne abbiano conoscenza. In argomento cfr. S. CORSO, *La pubblicità dell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008. In verità, sull'efficacia dell'obbligo di pubblicità previsto dall'art. 2497-bis c.c. è lecita una riserva. È significativo osservare, infatti, da un'indagine empirica effettuata sulle società quotate italiane nell'anno 2005, che soltanto la metà delle società campionate controllate *di diritto* da un'altra società dichiarava, nella relazione sul governo societario redatta in applicazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate promosso da Borsa Italiana S.p.A., la soggezione a direzione e coordinamento a quest'ultima: cfr. AA.VV., *La legge per la tutela del risparmio e il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: i dati empirici più rilevanti*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, p. 113 ss.

²⁷ Per tale ragione pare decisamente eccessiva l'enfasi che una parte della dottrina ripone sulle implicazioni, in termini di *corporate governance*, della trasparenza proprietaria: cfr. in particolare M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 150 s., il quale ne sottolinea il ruolo di prevenzione rispetto ad alcuni fenomeni di estrazione di benefici privati del controllo (c.d. *financial tunneling*, attuato, in particolare, attraverso la conclusione di operazioni con parti correlate a condizioni inique per l'emittente). Se, infatti, l'importanza della *issuer disclosure* nella prevenzione di tali fenomeni è ampiamente riconosciuta nella letteratura giuseconomica, non sembra decisivo il contributo apportato, al riguardo, dalla *ownership disclosure*, in grado di offrire un quadro decisamente approssimativo e incompleto dei rapporti tra emittente e parti correlate.

²⁸ Cfr. FSA (nt. 11), Annex 2, p. 6, nonché M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 135.

quasi intuitivo, infatti, osservare che l'identificazione dei *singoli* azionisti più rilevanti consente di tracciare una "geografia" dei centri di potere in grado di influire sulla gestione dell'emittente (29). Questa affermazione merita di essere meglio illustrata guardando al potenziale di influenza degli azionisti (di minoranza) rilevanti nel governo di una società.

Secondo la tradizionale concezione elaborata in ambito giuseconomico, i possessori di pacchetti azionari di minoranza in società quotate, specialmente se investitori "professionali", sono in grado di esercitare influenza sulla gestione sociale attraverso un'attività di controllo (*monitoring*) svolta nei confronti degli amministratori in carica; ciò, a condizione che la partecipazione sia sufficientemente ingente (si parla, in proposito, di *blockholdings*) ed esistano, quindi, adeguati incentivi per rendere proficua l'esercizio tale attività (30).

Ciò – si è dimostrato – vale tanto per le società con azionariato diffuso, quanto per quelle con azionariato concentrato. In entrambe, infatti, l'attività di "monitoraggio" può essere condotta sia attraverso un esercizio effettivo e consapevole del voto spettante sulla base delle azioni possedute (superando così la tradizionale "apatia razionale" che ostacola la partecipazione dei piccoli azionisti di società quotate), sia attraverso un'iniziativa di aggregazione dei voti attorno a una proposta avanzata in sede assembleare, rendendo così possibile anche la formazione di minoranze in grado di impedire il raggiungimento dei

²⁹ Tale funzione è stata da tempo individuata dalla dottrina italiana, anche se in modo a tratti intuitivo: cfr. F. D'ALESSANDRO (nt. 9), p. 337; G. FERRI (nt. 6), p. 22; G. SCOGNAMIGLIO (nt. 21), p. 551; S. SCHIRÒ (nt. 6), p. 268 ss.

³⁰ All'interno di una vasta letteratura si possono ricordare i lavori fondamentali di B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 59 *UCLA L. Rev.*, 1991-1992, p. 811 ss.; e J.C. COFFEE, *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 1277 ss. Cfr. invece, tra gli economisti, sulla scorta dello studio di M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in 3 *J. Finan. Econ.*, p. 305 ss.; A. SCHLEIFER - R. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in 94 *J. Pol. Econ.*, 1986, p. 461 ss.; S.L. GILLAN - L.T. STARKS, *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*, University of Delaware Working Paper Series 2003-01, 2003, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'; con maggiore considerazione della prospettiva europea M. BURKART E AA., *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, in 112 *Quart. J. Econ.*, 1997, p. 693 ss., i quali peraltro sottolineano anche i costi, soprattutto in termini di una riduzione delle iniziative imprenditoriali da parte dei *manager*, indotti dall'attività di *monitoring* dei soci di minoranza; v. anche M. BECHT - A. RÖELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, in 43 *Eur. Econ. Rev.*, 1999, p. 1049 ss. Nella dottrina italiana la questione è affrontata, in particolare e fra gli altri, da D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 476 ss.; P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di TU sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140 ss., part. p. 145 ss.; A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 485 ss., part. p. 494 ss.; F. DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, p. 317 ss. La tesi ha ricevuto alcune conferme da parte degli studiosi di finanza: cfr. ad es. A.R. ADMATI E AA., *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in 102 *J. Pol. Econ.*, 1994, p. 1130 ss.; J. BETHEL E AA., *Block Share Purchases and Corporate Performance*, in 53 *J. Fin.*, 1998, p. 605 ss.; J. MCCONNELL E AA., *Changes in Equity Ownership and Changes in the Market Value of the Firm*, CEPR Discussion Paper, No. 4411, 2004, sul sito 'www.ssrn.com'. V. altri riferimenti in S. THOMSEN E AA., *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2006, p.246 ss.

quorum deliberativi in assemblea, sia ancora attraverso strumenti diversi, quali il confronto con il *management* e la promozione di campagne di stampa. Come è noto, la prospettiva di un beneficio per la collettività degli azionisti derivante dall'attività dei c.d. *blockholders* ha ispirato, specialmente negli ordinamenti europei, riforme volte a ridurre i costi per la formazione di minoranze attive e a potenziare i diritti di *voice* a queste spettanti³¹.

Trascorsa una stagione in cui la partecipazione degli investitori istituzionali alla gestione della società si è dimostrata complessivamente deludente (su entrambe le sponde dell'Atlantico)³², l'interesse per il ruolo dei *blockholders* nel governo delle società quotate si è riaperto di fronte alle iniziative degli investitori c.d. attivisti³³. Questi ultimi hanno dato prova – in verità in forme assai più contenute nel continente europeo che nel Regno Unito e oltreoceano – di servirsi in modo originale e talora spregiudicato dei diritti spettanti alla minoranza, o facendo perno sulla propria capacità di influenza sul mercato, al fine di imprimere mutamenti radicali sia al sistema di *corporate governance* della società da essi partecipata, sia alle strategie d'impresa seguite dagli amministratori di essa³⁴.

Riportandoci nella prospettiva della *disclosure* proprietaria, diviene chiaro, allora, che la conoscenza dell'esistenza e dell'identità di questa tipologia di soci di minoranza è in grado di condizionare le scelte degli investitori in ragione del ruolo che questi sono in grado di svolgere nella gestione dell'emittente. Più precisamente, se si assume che la partecipazione all'azionariato dell'emittente di soggetti rispondenti a determinate caratteristiche³⁵ può

³¹ In generale su questa tendenza cfr. AA.VV. (nt. 12), p. 68 ss. Emblematica, in proposito, è l'esperienza della riforma degli emittenti portata dal Testo Unico della finanza, dove la prospettiva dell'investitore istituzionale-*blockholder* costituisce il criterio guida fondamentale delle novità introdotte in materia assembleare (ad esempio attraverso la modifica dei *quorum* deliberativi, la riduzione delle aliquote di partecipazione necessarie per la convocazione dell'assemblea, l'introduzione di una disciplina per la sollecitazione delle deleghe di voto): cfr. ancora P. MARCHETTI (nt. 30), p. 140 ss.; A. MAZZONI (nt. 30), pp. 486 ss.; 496 ss. E cfr. più recentemente, sia pure inserite in una corrente di riforma che pare aver perso parte della fiducia nei confronti della *voice* degli investitori istituzionali, le modifiche apportate dalla l. n. 262 del 2005 (con le successive modifiche del d.lgs. n. 303 del 2006) in tema di nomina dell'organo amministrativo (con l'obbligo di previsione del voto di lista e di nomina di un amministratore da parte della minoranza) e di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea. Cfr. ora P. MONTALENTI - S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010, vol. II, p. 1905 ss.

³² Come confermano, tra l'altro, evidenze empiriche poco confortanti: cfr. da ultimo, con riferimento alla situazione americana, S.J. CHOI - J.E. FISCH, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, in 61 *Vand. L. Rev.*, 2008, p. 315; in Europa, M. BECHT E AA., *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in 22 *Rev. Finan. Stud.*, 2009, p. 3093 ss. Per un'analisi delle cause cfr. anche A. BRAV E AA. (nt. 11), p. 1734 s., ove altri riferimenti.

³³ Cfr. *supra*, cap. 2, part. nt. 7 e testo corrispondente. Cfr. inoltre W.T. BRATTON, *Hedge Fund and Governance Targets*, in 95 *Geo. L.J.*, 2007, p. 1375 ss.; A. KLEIN - E. ZUR (nt. 11); C. CLIFFORD, *Value Creation or Destruction: Hedge Funds as Shareholder Activists*, 2007, sul sito 'www.ssrn.com'.

³⁴ Per una rassegna delle tattiche attiviste usate cfr. ancora A. BRAV E AA. (nt. 11), p. 1745 ss.

³⁵ O anche, più semplicemente, di *determinati* soggetti: è ragionevole assumere che la sola notizia della presenza di alcuni noti investitori "attivisti" sia di per sé significativa per il pubblico, al di là dei piani e delle intenzioni manifestati da tali soggetti con riferimento allo specifico emittente in cui hanno investito.

precludere, nei confronti della attuale gestione della società, a iniziative tali da incidere sul valore delle azioni, l'informazione circa la presenza di tali soggetti sarà di conseguenza rilevante nell'interesse di una migliore *price accuracy* dei titoli quotati, e ne è quindi opportuna la comunicazione al mercato. In questo senso, l'informazione sulla proprietà delle azioni può favorire l'efficienza informativa dei prezzi delle azioni ⁽³⁶⁾.

Se, poi, la comunicazione debba formare oggetto di un *obbligo* di comunicazione da parte dei *blockholders* stessi, è interrogativo la cui risposta dipende dall'orientamento che si adotta nei confronti della necessità di prevedere (in generale) obblighi di informazione, anziché confidare nella spontanea *disclosure* degli interessati ovvero nella capacità dei singoli investitori di ricavare da sé tali informazioni.

Su tale questione la discussione è – sul piano generale – aperta e articolata ⁽³⁷⁾. Nel caso di specie, però, gli argomenti in favore di un obbligo informativo appaiono particolarmente solidi. Diversamente da quanto accade nel caso delle informazioni di natura finanziaria (ricavabili da altre informazioni disponibili sull'emittente) il costo per procurarsi informazioni sulla composizione dell'azionariato appare essere particolarmente elevato ⁽³⁸⁾, sicché l'esigenza di preservare adeguati incentivi alla ricerca delle informazioni in questione non appare qui meritevole di eccessiva protezione, alla luce dei costi in concreto connessi a tale ricerca.

In effetti, l'utilità della trasparenza proprietaria in relazione all'attività di monitoraggio da parte di investitori professionali è ben documentata da alcune recenti indagini empiriche. Sia negli Stati Uniti sia in Europa, specialmente durante la recente stagione del *shareholder activism*, si è riscontrato che i prezzi delle azioni quotate su mercati regolamentati reagiscono positivamente all'informazione derivante dalla comunicazione dei possessi azionari, sia quando il dichiarante è un soggetto che preannuncia l'intenzione di intraprendere una strategia di tipo "attivista" nei confronti della partecipata (ovvero quando tale intenzione sia "percepita" dal mercato in virtù della pregressa attività del

Simile reazione del mercato, del resto, venne documentata durante la stagione dei *leveraged buyouts* ostili negli anni Ottanta: cfr. C.G. HOLDERNESS - D.P. SHEEHAN, *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*, in 14 *J. Finan. Econ.*, 1985, p. 555 ss., i quali osservavano reazioni positive sul prezzo delle azioni di un emittente allorché un noto *raider* ne acquistava una partecipazione.

³⁶ Sull'importanza della attendibilità dei prezzi azionari (e, correlativamente, delle informazioni che su di essa sono in grado di influire) sotto la prospettiva dell'efficienza del mercato finanziario e del ruolo da esso svolto nell'allocazione delle risorse destinate alle imprese, cfr. *supra* nt. 3 (ove si è altresì evidenziata, per converso, l'irrilevanza della *price accuracy* nella prospettiva della protezione degli investitori disinformati).

³⁷ Cfr. ancora *supra*, nt. 3. E v., con riferimento al tema che qui interessa, FSA (nt. 11), Annex 2, p. 1 ss.

³⁸ L'acquisto di un pacchetto, anche ingente, di azioni di un emittente avverrà spesso al di fuori del mercato azionario. Se, poi, l'investitore procedesse ad acquisti sul mercato, la strada per ricavare l'informazione attraverso un processo di *trade decoding* (v. *infra*, nt. 89) sarebbe alquanto impervia, dal momento che l'investitore cercherà – per conservare anonimità e ridurre il costo degli acquisti – di celare la propria attività di "rastrellamento" diradando le operazioni di acquisto od operando tramite intermediari.

socio che effettua la comunicazione), sia quando la presenza del *blockholder* si preannuncia “passiva” (in questo caso, peraltro, la reazione del mercato è sensibilmente minore)³⁹).

Tale reazione segnala presumibilmente due elementi. In primo luogo, il mercato attribuisce effettivo valore alla presenza di investitori professionali in possesso di partecipazioni che attribuiscono un potenziale di incidenza sulla vita e sull'organizzazione della società. In secondo luogo, la reazione dei prezzi segnala che l'informazione circa la presenza di *blockholders* è trasmessa, in buona parte, proprio attraverso la comunicazione obbligatoria per legge: diversamente, i prezzi sarebbero in grado di “scontare” appieno l'impatto dell'informazione *prima* della dichiarazione del socio (ciò che, invece, avviene in misura limitata)⁴⁰).

Le stesse ricerche empiriche aiutano, peraltro, ad evidenziare *i costi* di una *disclosure* troppo invasiva. Invero, la stessa reazione positiva del mercato alla notizia dell'acquisto di partecipazioni rilevanti da parte dei *blockholders* ha l'effetto, documentato, di scoraggiare gli

³⁹ Cfr., con riferimento agli Stati Uniti, A. BRAV E AA. (nt. 11); A. KLEIN - E. ZUR, (nt. 11); C. CLIFFORD (nt. 33). In ambito europeo, cfr. innanzitutto M. BECHT E AA., *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Working Paper N. 283/2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'. Questi Autori hanno esaminato, tra l'altro, un campione di iniziative intraprese da fondi speculativi in vari paesi europei tra il 2000 e il 2008, rilevando, in media, rendimenti anomali delle azioni intorno alla data di comunicazione del possesso azionario da parte di tali fondi, rispettivamente del 6,9 per cento con riferimento ai fondi specializzati in iniziative “attiviste” e dello 0,57 per cento in caso di fondi non necessariamente impegnati in iniziative di questo tipo. R. ZAABAR (nt. 11), con riferimento al solo mercato azionario francese, ma senza concentrarsi specificamente sui fondi speculativi, ha osservato le significative reazioni negative dei prezzi delle azioni al momento della comunicazione della *cessione* di una partecipazione azionaria rilevante; non ha invece riscontrato significative reazioni (positive) dei prezzi in corrispondenza di comunicazioni relative ad *acquisti* di pacchetti azionari. L'Autore ha ipotizzato che tale assenza di reazione sia dovuta alla presenza di soci di controllo nelle società campionate, la cui stabilità riduce i margini di azioni (e, in conseguenza, i possibili benefici in termini di crescita del valore dell'impresa) dei *blockholders*. La FSA (nt. 11), Annex 3 (*Determining the Effects of Major Shareholdings Notifications*) ha condotto uno studio sulla reazione dei prezzi alla *disclosure* delle partecipazioni rilevanti in ambito britannico. La ricerca è stata condotta su un campione di comunicazioni effettuate sul mercato azionario londinese nel breve periodo gennaio-agosto 2006 (oltre 2.700 comunicazioni). In particolare, è stato misurato l'andamento dei prezzi delle azioni dell'emittente al quale le singole comunicazioni si riferiscono nei due giorni precedenti e nei due successivi alla dichiarazione al pubblico. Dalla ricerca emergono *abnormal returns* statisticamente significativi soprattutto in coincidenza di comunicazioni relative a partecipazioni particolarmente rilevanti, nonché di comunicazioni effettuate da specifici operatori, quali fondi speculativi e di *private equity* (in media, peraltro, i *returns* sono bassi: 0,36% nella finestra compresa tra il giorno precedente e quello successivo alla comunicazione). Lo studio registra inoltre una maggiore “reattività” dei prezzi quando la *disclosure* è effettuata a breve distanza dall'effettivo acquisto della partecipazione rilevante da parte dell'investitore dichiarante. Non è sempre chiaro, tuttavia, inferire se, in questi casi, la reazione dei prezzi derivi dalla dichiarazione in sé ovvero dalla notizia, altrimenti trapelata al mercato, della cessione di un pacchetto azionario rilevante.

⁴⁰ Salvo il consueto effetto derivante dal trapelare di “anticipazioni” dell'informazione nei giorni antecedenti la dichiarazione. Come si osserva dagli *abnormal returns* dei prezzi delle azioni riportati, suddivisi per finestre temporali da M. BECHT E AA. (nt. 40), in appendice (tavola 6): nella finestra temporale di 10 giorni precedenti la comunicazione i prezzi crescono in media del 2,64 per cento, mentre la crescita sale al 4,68 per cento se si considera anche il giorno successivo alla dichiarazione.

stessi dall'effettuare ulteriori acquisti (il cui rendimento sarebbe ridotto)⁽⁴¹⁾. Si tratta di un effetto non desiderabile, se si condivide – alla luce di quanto poc'anzi accennato – il ruolo positivo della presenza di investitori istituzionali o attivisti per la società.

Si prospetta, allora, l'esigenza di un bilanciamento tra il perseguimento dell'obiettivo di accrescere l'attendibilità dei prezzi, da un lato, e la predisposizione di adeguati incentivi per gli investitori che possono efficacemente svolgere attività di *monitoring* sul gruppo dirigente, dall'altro ⁽⁴²⁾. Il terreno sul quale si confrontano le due finalità in conflitto è quello della calibrazione degli obblighi di *disclosure*: si tratta, in particolare, di stabilire soglie di rilevanza che consentano, tenuto conto della struttura proprietaria tipica degli emittenti presenti in un certo ordinamento, di equilibrare le due istanze; e, con la stessa finalità, di “dosare” la quantità di informazioni diffuse al pubblico al momento della dichiarazione ⁽⁴³⁾. Sul punto si avrà modo di tornare in seguito.

3.3. (segue): *Informazione sulla struttura complessiva dell'azionariato*. – Alcuni studiosi negano che l'impatto della presenza di *blockholders* nell'azionariato sul valore dell'impresa sia determinabile *ex ante* ⁽⁴⁴⁾. Essi, invero, riconoscono nel ruolo di “monitoraggio” degli investitori professionali un elemento capace di ridurre gli *agency costs* collegati al funzionamento della *governance* della società; affermano, tuttavia, che la struttura proprietaria è solo una delle variabili che concorrono – combinandosi tra loro in modo diverso – a determinare il valore dell'impresa in un complesso processo di massimizzazione “endogena” (altre variabili rilevanti sono la dimensione dell'attività e il coordinamento dei dipendenti).

Ad esempio, le società che vogliono finanziare un'espansione della propria attività considereranno, presto o tardi, l'idea di rivolgersi al mercato del capitale di rischio, così

⁴¹ E cfr., infatti, quanto riferito in European Securities Market Expert Group (ESME), *Views on the Issues of Transparency of Holdings of Cash Settled Derivatives*, 2009, sul sito 'www.europa.eu/internal_market', ove si sottolinea la tendenza degli investitori professionali a “limare” la propria partecipazione nelle società quotate al di sotto delle soglie di rilevanza.

⁴² Non sempre ciò si verifica: talvolta, infatti, gli investitori attivisti comunicano l'intenzione di procedere all'acquisto di una partecipazione nella società prima di esservi tenuti per legge. Cfr. *supra*, cap. 2, par. 2.1.

⁴³ Un'aggiornata analisi comparativa delle soglie di rilevanza e del contenuto informativo stabilito in corrispondenza di tali obblighi nei vari ordinamenti è condotta da M. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), part. p. 12 ss.; cfr. anche IOSCO (nt. 11), Appendix A. In proposito, si potrebbe sostenere che la comunicazione di una quota di partecipazione eccessivamente bassa non sia di alcun interesse per il pubblico, nella misura in cui il diritto societario applicabile all'emittente non consente ai soci alcuna iniziativa “attivista” al di sotto di determinate soglie. Ma è agevole replicare come gli ordinamenti europei prevedano oggi soglie piuttosto basse per l'esercizio di incisivi diritti di *voice* (si pensi, in Italia, alle soglie necessarie per l'integrazione dell'ordine del giorno per l'assemblea *ex art. 126-bis*, t.u.f. o per la presentazione di liste per le candidature alla carica di amministratore, *ex art. 147-ter* e *art. 144-quater* reg. em.) sicché la questione descritta nel testo è senz'altro rilevante.

⁴⁴ Si tratta della teoria della struttura proprietaria come processo «endogeno» di massimizzazione, avanzata per la prima volta da H. DEMSETZ, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, p. 375 ss.

riducendo il grado di concentrazione del proprio azionariato per via dell'emissione di nuove azioni. La maggiore dispersione dei soci comporterà una diminuzione del potenziale controllo sull'operato dei *manager*, prima garantito dalla presenza di *blockholders* o, addirittura, di soci di controllo. Il conseguente aumento degli *agency costs*, a sua volta, consentirà un'emissione di azioni sul mercato a prezzo sostenibile per la società soltanto laddove le altre variabili rilevanti rendano possibile bilanciare i maggiori costi sul fronte del rapporto tra soci e amministratori (45). Le diverse variabili, insomma, si combinano e "compensano" tra loro in virtù del processo selettivo del mercato, senza che una determinata composizione dell'azionariato (più o meno disperso) impedisca o favorisca *a priori* il raggiungimento del valore ottimo dell'impresa.

Orbene, anche dall'angolo visuale di questa ricostruzione (che guarda al quadro *complessivo* della composizione dell'azionariato e non alla sola identificazione dei *singoli* soci), appare evidente che la conoscenza della composizione degli assetti proprietari e del grado di concentrazione della proprietà di ciascun emittente è essenziale, al fine di consentire ai (potenziali) azionisti di valutare se la remunerazione attesa dell'investimento che intendono effettuare è adeguata ai costi di "monitoraggio" che quella struttura societaria richiede. La trasparenza dell'azionariato consente, insomma, di far funzionare il processo di massimizzazione "endogena" postulato dalla teoria in esame.

4. *Trasparenza proprietaria in funzione di rappresentazione dinamica della compagine azionaria: mutamenti nella proprietà delle azioni e imminenti ricambi del controllo.* – L'informazione sugli assetti proprietari svolge una ulteriore, importante funzione nel rappresentare i *mutamenti* che intervengono nell'azionariato di un emittente. Come detto, anzi, in alcuni ordinamenti la prospettiva dinamica della rappresentazione dell'azionariato è storicamente alla base delle norme che impongono gli obblighi di comunicare l'acquisto di partecipazioni rilevanti (46).

La questione investe, in particolare, il mercato del controllo societario. L'osservazione da cui prendere le mosse costituisce un'applicazione dell'ipotesi fondamentale dei mercati dei capitali efficienti. Quando un investitore annuncia l'intenzione di promuovere un'offerta pubblica per acquistare il controllo di una società quotata, i prezzi delle azioni tendono quasi istantaneamente a reagire (in modo positivo) "incorporando" un'informazione prima ignota: la possibilità, per gli attuali azionisti, di portare le proprie

⁴⁵ *Ibidem*, p. 385 ss., con argomenti poi ripresi in H. DEMSETZ - K. LEHN, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, in 93 *J. Pol. Econ.*, 1985, p. 1155 ss. Sebbene la tesi possa contare su conferme empiriche *dirette* tutto sommato contenute (cfr., da ultimo, H. DEMSETZ - B. VILLALONGA, *Ownership Structure and Corporate Performance*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2001, p. 209 ss.) va peraltro sottolineato (con S. THOMSEN E AA. (nt. 30), p. 246 ss.) che i risultati prodotti dopo anni di ricerche sul rapporto tra struttura proprietaria e valore dell'impresa rimangono profondamente ambigui, e sono numerosi gli studi che, sia pure partendo da prospettive teoriche diverse da quella di Demsetz, hanno constatato una assenza di correlazione tra composizione dell'azionariato delle società e valore delle rispettive imprese.

⁴⁶ Cfr. *supra*, par. 2; v. anche cap. 2, parr. 2 e 3.

azioni all'opa, la quale, per essere appetibile, sarà presumibilmente promossa a un prezzo superiore rispetto a quello corrente ⁽⁴⁷⁾.

Inoltre, il mercato tende ad anticipare, in parte, tale reazione in una fase *precedente* l'annuncio ufficiale dell'offerta, qualora gli acquisti effettuati da parte del *raider* lascino presagire – per l'identità di tale soggetto e le modalità con cui gli acquisti vengono effettuati – le sue intenzioni. Il movimento dei prezzi è statisticamente significativo: lo dimostrano gli studi che hanno rilevato come la reazione del mercato sia assai più importante di fronte all'annuncio di un investitore che, comunicato l'acquisto di una partecipazione rilevante, dichiara l'intenzione di voler procedere in futuro all'acquisto del controllo della società, rispetto al caso in cui l'investitore non renda tale dichiarazione ⁽⁴⁸⁾.

In quest'ottica, dunque, la *disclosure* dell'acquisto di un pacchetto rilevante di azioni è, in media, significativa per l'efficiente formazione dei prezzi delle azioni ⁽⁴⁹⁾. In secondo luogo, proprio per il fatto che la reazione si verifica di regola in corrispondenza con la comunicazione *obbligatoria* delle partecipazioni, si deduce, *a contrario*, che né le dichiarazioni spontanee degli interessati, né la capacità del mercato di “intercettare” gli avvenuti acquisti di azioni assicurano che l'informazione in questione sia prodotta in quantità sufficiente per le esigenze degli investitori ⁽⁵⁰⁾.

4.1. (segue): *I costi dell'obbligo di dichiarazione: la questione dei c.d. toeholds.* – Non diversamente dai casi veduti nel par. 3, il beneficio derivante al pubblico dalla *disclosure* obbligatoria degli acquisti effettuati in preparazione di un cambio del controllo deve

⁴⁷ Per un'esposizione efficace di tale meccanismo nelle opa, cfr. F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harv. L. Rev.*, 1980-1981, p. 1167 ss.

⁴⁸ I riscontri più importanti provengono da ricerche effettuate in ambito nordamericano. In effetti, la disciplina federale americana (al pari di altre, come quella francese) rende agevole tale confronto, dal momento che – come anticipato – gli investitori devono dichiarare, all'atto della comunicazione di possesso azionario, anche le finalità perseguite con il loro investimento: cfr. W.H. MIKKELSON - R.S. RUBACK (nt. 7), p. 535 ss., i quali, analizzando un campione di comunicazioni di possesso azionario *ex* § 13(d) SEA, evidenziano un aumento medio pari al 7,74 per cento nel caso in cui il dichiarante annuncia la possibilità di un futuro *takeover* e del 3,24 per cento nel caso in cui ciò non avvenga. Più recentemente, A. BRAV E AA. (nt. 11), p. 1755 ss., ove si evidenzia – all'interno di un campione di comunicazioni *ex* § 13(d) SEA effettuate da *hedge fund* – che la dichiarazione con cui l'investitore prospetta un cambio del controllo della società *target* sortisce l'effetto più significativo (8,54 per cento) rispetto ad ogni altra dichiarazione di iniziativa “attivista”. Tuttavia, la maggiore importanza della reazione del mercato di fronte agli acquisti di un investitore che – si ritiene – mira ad acquisire il controllo dell'emittente è rilevata anche in ordinamenti che non prevedono in capo all'acquirente l'obbligo di dichiarare le proprie intenzioni al momento della comunicazione dell'acquisto di una partecipazione rilevante: cfr. in ambito australiano S.R. BISHOP (nt. 3), p. 1 ss., il quale confronta la reazione dei prezzi delle società *target* intorno alla data della comunicazione di acquisto di una partecipazione rilevante (5 per cento) da parte di «frequent acquirors» e quella effettuata da altri investitori istituzionali (meno frequentemente dediti dalle acquisizioni).

⁴⁹ Sul punto, valgono – a maggiore ragione – le stesse considerazioni svolte *supra*, nt. 36 e testo corrispondente.

⁵⁰ Conforme M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 137 s.

essere confrontato con i costi che tale sistema comporta; costi che possono pesare al punto tale da scoraggiare l'iniziativa degli acquirenti e, di conseguenza, ridurre la contendibilità del controllo sugli emittenti.

È opportuno soffermare l'analisi sulla questione, che riveste notevole importanza anche ai fini delle considerazioni che si svolgeranno in seguito in ordine alla trasparenza dei derivati *cash-settled*.

Come già brevemente illustrato nel capitolo 2 ⁽⁵¹⁾, quando un *raider* procede all'acquisto di un pacchetto azionario in previsione del lancio di un'opa sulle azioni di una società quotata (icasticamente definito "*toehold*" in finanza)⁽⁵²⁾, egli persegue una triplice finalità. In primo luogo, la finalità è di ridurre i costi dell'offerta, attraverso l'acquisto di parte delle azioni che ne saranno oggetto a prezzo più contenuto rispetto a quello di offerta. In secondo luogo, l'investitore è in grado di beneficiare della rivalutazione della partecipazione che si determinerà a causa dell'aumento di prezzo che seguirà l'annuncio dell'offerta ⁽⁵³⁾. In terzo luogo, nel caso in cui l'offerente risultasse sconfitto dall'intervento di offerte concorrenti che hanno riscosso maggiore adesione da parte degli azionisti, egli potrà portare la partecipazione in precedenza acquistata all'offerta concorrente più vantaggiosa, rimediando così una sorta di "premio di consolazione" ⁽⁵⁴⁾.

I vantaggi di una partecipazione "di appoggio" permettono all'offerente di proporre offerte a prezzo più elevato. Anzi, la strategia dei *toeholds* è comunemente indicata, in finanza, come il più semplice rimedio per risolvere il noto "paradosso" (in realtà, un problema di esternalità prodotte dall'offerente) determinato dal comportamento degli azionisti in pendenza di un'opa. Essi, infatti, quando non sono in grado di coordinarsi tra loro, sono razionalmente indotti a rifiutare l'adesione a un'offerta se stimano che il valore che acquisterà l'impresa in seguito al cambio di controllo sarà superiore rispetto al prezzo offerto dal *raider* ⁽⁵⁵⁾. Quando l'opa è "efficiente" (cioè consente la cessione del controllo a un soggetto in grado di accrescere effettivamente il valore dell'impresa), da tale

⁵¹ Cfr. par. 3.1 ss.

⁵² I modelli e le ricerche empiriche in tema di *toeholds* formano oggi una letteratura molto vasta: per un inquadramento e per riferimenti cfr. S. BETTON E AA., *Corporate Takeovers*, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, a cura di E.B. Espen, Amsterdam, 2008, p. 334 ss. Cfr. inoltre, per limitarsi ai riferimenti principali, A. SHLEIFER - R.V. VISHNY (nt. 30), p. 461 ss.; D. HIRSHLEIFER - S. TITMAN, *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, in 98 *J. Pol. Econ.*, 1990, p. 295 ss.; J. BULOW E AA., *Toeholds and Takeovers*, in 107 *J. Pol. Econ.*, 1999, p. 427 ss.; A. BRIS, *Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Being Acquired*, in 8 *J. Corp. Fin.*, 2002, p. 227 ss.

⁵³ Affermano efficacemente J. BULOW E AA. (nt. 52), p. 428: «a company that holds a toehold has an incentive to bid aggressively, as every price it quotes represents not just a bid for the remaining shares but also an ask for its own holdings».

⁵⁴ Di «consolation prize» parlano S.J. CHOI - A.C. PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, New York, 2008, p. 758 s.

⁵⁵ Il valore atteso delle azioni sotto la gestione dell'offerente sarà maggiore rispetto al prezzo di offerta perché, diversamente, l'offerente non potrebbe ricavare alcun profitto dall'operazione di acquisto del controllo della *target*. Il valore futuro delle azioni rappresenta, in altri termini, il "prezzo di riserva" dell'offerta.

situazione scaturisce una forma di fallimento del mercato, dal momento che la mancata adesione degli azionisti all'opera ne determina l'insuccesso e, di conseguenza, preclude l'auspicabile cambio di controllo ⁽⁵⁶⁾.

Invece l'acquisto, prima dell'offerta, di un *toehold* destinato a rivalutarsi in corso d'opera rende possibile promuovere l'offerta ad un prezzo più elevato, in ipotesi anche corrispondente o superiore al valore atteso delle azioni sotto il futuro controllo dell'offerente. Ciò consente di superare il "paradosso" poc'anzi descritto, rendendo conveniente, per gli azionisti, aderire a un'offerta efficiente.

In tale contesto, è evidente che il presupposto per il funzionamento della strategia in questione è rappresentato dalla possibilità, per l'offerente, di acquistare la partecipazione in questione senza darne notizia al mercato. Per converso, la previsione di obblighi di comunicazione in corrispondenza di soglie troppo basse di partecipazione (e, più ancora, la comunicazione obbligatoria sulle intenzioni e strategie dell'offerente) può rendere di fatto indisponibile al *bidder* la strategia in questione e, di conseguenza, eliminare un elemento ritenuto importante per favorire il buon esito di cambi efficienti di controllo ⁽⁵⁷⁾.

La calibrazione delle soglie di rilevanza per la comunicazione del possesso azionario dipende, in sostanza, dal bilanciamento tra le opposte esigenze dell'informazione agli investitori (nell'interesse della formazione di prezzi accurati e attendibili) e della predisposizione delle condizioni perché possa aver luogo, in concreto, un mercato del controllo societario ⁽⁵⁸⁾.

Si potrebbero, in verità, muovere diverse obiezioni nei confronti di chi ravveda nell'accumulazione dei *toeholds* una strategia meritevole di protezione anche a discapito dell'informazione del pubblico. In primo luogo, sulla scorta delle risultanze empiriche, si potrebbe obiettare che, all'importanza della strategia in questione messa in luce dalla letteratura teorica, non corrisponde un pari riscontro empirico: parrebbe, infatti, che i

⁵⁶ Si tratta del noto "paradosso" teorizzato da S.J. GROSSMAN - O.D. HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in 11 *Bell J. Econ.*, 1980, p. 42 ss.

⁵⁷ Il punto è evidenziato con forza da J.R. MACEY - J.M. NETTER (nt. 7), p. 143, i quali concludono: «(s)trict mandated disclosure laws decrease the threat of takeover bids by reducing appropriable benefit to bidders»; e v. già D.R. FISCHER (nt. 7), p. 10 ss., il quale censurava severamente la §13(d) introdotta dal Williams Act, spiegando come la *disclosure* dell'identità e, soprattutto, delle intenzioni dell'offerente impedisca a quest'ultimo di remunerare l'investimento effettuato nella ricerca ed elaborazione di informazioni sulla società *target* e nella predisposizione di una strategia per aumentarne il valore dopo l'acquisto del controllo. V. altresì L.A. BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in *Harv. L. Rev.*, 1982, p. 1028; L. ENRIQUES, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com', p. 13, 16.

Vi è, peraltro, l'obiezione di chi sostiene che la possibilità di accumulare *toeholds* rilevanti non favorisca a ben vedere la contendibilità del controllo societario, poiché l'adozione di tale strategia scoraggia la promozione di offerte concorrenti (cfr., per tale rilievo, FSA (nt. 11), Annex 2, p. 5). L'obiezione, però, non convince del tutto, atteso che regole di *disclosure* meno severe potrebbero favorire ricambi del controllo.

⁵⁸ Esprimono con chiarezza questa alternativa G. FERRARINI (nt. 8), p. 2 s., e M. PAGANO E AA. (nt. 8), p. 166 s.. V. anche FSA (nt. 11), Annex 2, p. 5.

bidders non si servano, nei fatti, di una strategia per essi vantaggiosa ⁽⁵⁹⁾. Ma esistono spiegazioni convincenti di tale discordanza tra teoria e pratica, tali da confermare la validità e l'importanza della strategia dei *teoholds* per il mercato del controllo societario ⁽⁶⁰⁾.

In secondo luogo, si potrebbe obiettare che esistono altri strumenti idonei ad attenuare il problema delle esternalità positive nelle offerte pubbliche d'acquisto: per esempio, la possibilità di estrarre benefici privati dal controllo consente di risolvere in parte la questione, nel momento in cui garantisce all'offerente una remunerazione adeguata a fronte del (più alto) prezzo pagato per acquistare il controllo ⁽⁶¹⁾. Parimenti, la "minaccia" di un futuro acquisto coattivo, a prezzo inferiore a quello d'offerta, delle partecipazioni in mano agli azionisti che non hanno aderito all'opa spinge i soci all'adesione anche quando questi ritengono che il prezzo proposto dall'offerente sia inferiore a quello che le azioni potranno acquistare in esito al cambio di controllo ⁽⁶²⁾.

A tale obiezione si potrebbe controbattere che gli strumenti in questione possono essere preclusi (in tutto o in parte) dalla disciplina positiva, oppure presentare implicazioni di *corporate governance* che li rendono rimedi più critici del problema che occorre risolvere. Per esempio, il diritto societario comunitario e dei singoli stati membri comprime in modo significativo la disponibilità di strumenti di *freeze-out* diffusi altrove ⁽⁶³⁾, quali fusioni tra offerente e società *target* con attribuzione ai soci di quest'ultima di conguaglio in denaro in luogo di azioni ⁽⁶⁴⁾, o diritto di acquisto coattivo delle azioni dei soci di minoranza laddove la partecipazione del socio di controllo raggiunga una certa soglia ⁽⁶⁵⁾. Per altro verso, se la possibilità di estrarre benefici privati del controllo attenua il problema di *free riding* sopra evidenziato, tale circostanza è di per sé estremamente problematica sotto il profilo societario, i cui istituti sono in molti casi informati a

⁵⁹ Cfr., anche per riferimenti, S. BETTON E AA. (nt. 52), p. 334 ss.

⁶⁰ *Ibid.*

⁶¹ Il punto è ben illustrato da L. ENRIQUES, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization or Rent Seeking?*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini e aa., Oxford, 2004, p. 767 ss.

⁶² Sulla c.d. *pressure to tender* cfr. per tutti L. A. BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. L.*, 1987, p. 911; L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002, p. 15 ss., ove altri rife.

⁶³ V. ad es. M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50 *Va. J. Int'l L.*, 2010, p. 877 ss.; v. anche L. ENRIQUES (nt. 57), p. 9.

⁶⁴ Cfr. la terza direttiva del Consiglio del 9 ottobre 1978 basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa alle fusioni delle società per azioni (78/855/CEE), art. 4.1. E cfr. art. 2501-ter, comma 2, c.c.

⁶⁵ Sulla proposta legislativa comunitaria di introdurre diritti di *squeeze-out* statutari cfr., ad es., la proposta dello HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 2002, disponibile sul sito 'www.ecgi.org', p. 109 ss. V. anche C. VAN DER ELST - L. VAN DEN STEEN, *Opportunities in the M&A Aftermarket: Squeezing Out and Selling Out*, University of Gent Working Paper 2006-12, sul sito 'www.ssrn.com'; con riferimento al diritto italiano, cfr. V. SALAFIA, *Squeeze-out statutario*, in *Società*, 2007, p. 1450 ss.

Invece, la disciplina dell'opa comunitaria limita il diritto di acquisto entro i ristretti confini tracciati dall'art. 15 della direttiva opa (2004/25/CE).

contrastare un fenomeno di espropriazione del valore da parte di amministratori e soci di controllo nei confronti delle minoranze azionarie.

Infine, un'obiezione più radicale potrebbe investire il fondamentale problema della opportunità di favorire la contendibilità del controllo delle imprese e dell'esposizione del loro *management* e dei soci di riferimento alla minaccia di scalate ostili. Più in particolare, si potrebbe sostenere che la scelta di calibrare le norme di trasparenza proprietaria in favore di tali esigenze rappresenti una strategia incapace di selezionare tra ricambi del controllo efficienti e iniziative volte, invece, a disperdere il valore delle società oggetto di acquisizione. La critica, però, sarebbe respinta sulla base del medesimo argomento su cui si regge, dal momento che norme di trasparenza più severe sortiscono, per contro, l'opposto effetto di sfavorire, oltre alle scalate inefficienti, anche quelle "virtuose" ⁽⁶⁶⁾.

In conclusione, la *disclosure* delle partecipazioni azionarie rilevanti tende a sfavorire iniziative ostili nei confronti delle società quotate. Sebbene le scelte di fondo rispetto alla questione della contendibilità del controllo degli emittenti appartengano essenzialmente alla politica del diritto, occorre riconoscere – su un piano prettamente "tecnico" – che la possibilità di accumulare riservatamente partecipazioni "d'appoggio" nella società bersaglio rappresenta uno strumento efficace e assai meno problematico di altri sotto il profilo del governo societario onde rimediare ai problemi di azione collettiva legati al funzionamento delle opa. Per tale ragione, la previsione di obblighi di comunicazione più pervasivi a beneficio di una migliore informazione del mercato deve essere considerata anche nei suoi importanti riflessi di carattere "societario".

5. *La trasparenza proprietaria nel rapporto tra soci e amministratori.* – Nei paragrafi che precedono, si sono passate in rassegna le funzioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti rispetto all'informazione di soci e investitori sulla composizione dell'assetto proprietario di una società quotata, in vista dell'obiettivo di garantire che i prezzi delle azioni si formino in maniera efficiente e attendibile. La trasparenza

⁶⁶ In verità, occorre riconoscere che la scelta tra norme di trasparenza proprietaria più o meno stringenti permette di, rispettivamente, inibire o incoraggiare iniziative di cambio del controllo, ma, al pari della maggior parte delle norme che disciplinano le offerte pubbliche d'acquisto, non consente di distinguere tra offerte più o meno efficienti: si v. l'efficace sintesi di L. ENRIQUES (nt. 57), p. 3: «takeovers as such are neither good (value-creating) nor bad (value-destroying): there are good and bad takeovers, but takeover rules cannot be crafted so as to hinder all the bad ones while at the same time promoting all the good ones». Ciò non toglie – come osservato dallo stesso Autore poc'anzi citato – che le norme sulla trasparenza possano giocare, in questo contesto, un ruolo "neutrale": possano, cioè, essere inserite in un sistema di regole che, lungi dal favorire o inibire *a priori* le opa, favoriscano la libertà delle singole società di scegliere il grado di protezione ritenuto più opportuno nei confronti di iniziative ostili, al riparo da scelte di politica del diritto del legislatore. In proposito, si è proposto di rivedere la direttiva *Transparency* introducendo una soglia minima di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti, con divieto per gli stati membri di stabilirne una inferiore, salva la possibilità di deroga da parte dei singoli emittenti (*ibid.*, p. 17, ove anche la proposta di stabilire un'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti per il periodo di un mese nel caso in cui l'investitore intenda promuovere un'opa). Sul punto si tornerà *infra*, sezioni II e III.

proprietaria, tuttavia, può altresì incidere direttamente sui rapporti tra soci, nonché tra questi ultimi e gli amministratori (67).

Conviene prendere le mosse da quest'ultima tipologia di rapporto.

Secondo alcune recenti opinioni, la trasparenza azionaria ha un ruolo virtuoso nel permettere agli amministratori di individuare tempestivamente la composizione dell'azionariato e i suoi mutamenti (68). Invero, una conoscenza approfondita e "in tempo reale" dell'identità dei soci più importanti permetterebbe agli amministratori di comprendere meglio e anticipare le istanze degli investitori più rappresentativi; costoro potrebbero altresì intuire meglio, attraverso una capillare ricognizione dell'azionariato, quali siano le prospettive di durata degli investimenti effettuati nella società, calibrando di conseguenza il proprio operato (in proposito, adattando uno *slogan* solitamente applicato ai rapporti tra impresa e cliente, si parla talvolta di "*know your shareholder policy*") (69). Simile attività andrebbe a vantaggio della società stessa, migliorando le relazioni tra le sue *constituencies* e, soprattutto, riducendo i costi (c.d. di *bonding*) che la società sopporta, nell'interesse degli amministratori, per consentire a questi ultimi di allinearsi alla volontà dei soci (70).

Un'adeguata *disclosure* dei rilevanti possessi azionari è altresì considerata strumento volto a favorire le relazioni *tra i soci*: la possibilità di conoscersi permetterebbe di contattarsi e condividere informazioni in vista delle assemblee (o in occasione di altri eventi rilevanti, come la pendenza di un'opa sulla società) e di coordinarsi per esercitare i propri diritti in modo più efficace (71).

Ad avviso di chi scrive, non debbono essere sottovalutati i rischi di simile approccio. In primo luogo, come riconoscono in modo trasparente i fautori della "*know your shareholder*" doctrine, la proposta di un rafforzamento degli obblighi di trasparenza ad uso societario "interno" (cioè nei rapporti che coinvolgono soci e amministratori) si presta a divenire mezzo per prevenire, se non reprimere, le iniziative con cui soci "dissidenti" intendono contrastare la attuale gestione della società per sostituire il *management* o imprimere un diverso indirizzo strategico alla gestione.

⁶⁷ Cfr. in particolare M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 148 ss.

⁶⁸ Cfr. soprattutto M. SIEMS, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge, 2008, p. 132 ss., ripreso da M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 157. Con specifico riferimento all'ordinamento tedesco, cfr. U.H. SCHNEIDER (nt. 13), p. 695 ss. Il problema è altresì noto negli Stati Uniti, dove la predisposizione di strumenti di "monitoraggio" dell'azionariato e dei suoi mutamenti (principalmente in funzione di prevenzione di iniziative "attiviste") è spesso raccomandata al *management* delle società dagli studi professionali e da alcune associazioni di categoria: cfr. ad es. ICR, *Shareholder Activism: Proactive Defense and Informed Response*, 2008, disponibile dal sito blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2008/05/shareholderactivism.pdf.

⁶⁹ Cfr. U.H. SCHNEIDER (nt. 13), p. 696, il quale peraltro segnala l'inadeguatezza delle attuali norme comunitarie e tedesche di trasparenza proprietaria per garantire tale funzione.

⁷⁰ Sui costi di *bonding* nel diritto societario cfr. W.T. ALLEN - R. KRAAKMAN - G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 2007, p. 10 s.

⁷¹ Cfr. in particolare M. SIEMS (nt. 68), p. 132 ss.

In secondo luogo – si ritorna, qui, al tema del mercato del controllo societario – la possibilità, per gli amministratori, di “monitorare” i trasferimenti delle azioni della società che amministrano (sia che essi abbiano luogo sul mercato, sia fuori di esso), assicura loro di non essere colti di sorpresa da un’iniziativa ostile volta a sostituirli, consentendo di predisporre, laddove possibile, adeguate misure difensive.

In effetti, le discussioni che hanno accompagnato alcuni recenti interventi legislativi in vari paesi europei nella materia in esame confermano il rischio di uno sbilanciamento dell’equilibrio di poteri tra soci di controllo, soci di minoranza e amministratori di fronte a una “minaccia” alla stabilità del controllo ⁽⁷²⁾.

In Germania, in particolare, la soglia minima di rilevanza per la comunicazione dei possessi azionari è stata recentemente abbassata dal cinque al tre per cento in accoglimento – a quanto pare – di istanze provenienti da alcuni gruppi di pressione, per contrastare l’azione ostile di alcuni *hedge funds* ⁽⁷³⁾. Parimenti, il nostro legislatore ha introdotto nell’art. 120 t.u.f. un nuovo comma 2-*bis*, a mente del quale la Consob può prevedere, «per un limitato periodo di tempo», soglie di comunicazione di partecipazione rilevante inferiori al due per cento, con esclusivo riferimento «a società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso» ⁽⁷⁴⁾. La legge prevede che l’eventuale abbassamento della soglia minima di comunicazione sia «motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali», ma non è un mistero che la novella sia stata incoraggiata, nel periodo più acuto della recente crisi finanziaria, dall’esigenza di proteggere gli assetti proprietari attuali delle principali società quotate nei confronti di iniziative ostili provenienti da investitori esterni, specie stranieri ⁽⁷⁵⁾⁽⁷⁶⁾.

⁷² Già in passato, peraltro, il nesso tra norme di *disclosure* e predisposizione di misure difensive anti-*opa* è stato sottolineato in dottrina con accenti fortemente critici: cfr. J.R. MACEY - J.M. NETTER (nt. 7), p. 150 ss.

⁷³ Cfr. § 21(1) *WpHG*, come modificato in seguito dall’art. 1 della *Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz* del 5 gennaio 2007. Per un commento sulle ragioni dell’introduzione dell’abbassamento, cfr. D. FISCHER-APPELT, *Implementation of the Transparency Directive. Room for Variations across the EEA*, in 2 *Capital Market L. J.*, 2007, p. 148.

⁷⁴ L’art. 120 t.u.f. è stato modificato dalla l. n. 33 del 2009 di conversione del d.l. n. 5 del 2009. L’autorità di vigilanza, peraltro, non ha finora fatto uso di tale facoltà di abbassamento delle soglie.

⁷⁵ Lo si intuisce dal passaggio della *Audizione* del Presidente della Consob alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica in data 14 ottobre 2008 (*La crisi finanziaria internazionale e i suoi riflessi sull’economia italiana*), nella quale l’intervento, poi attuato dal d.l. n. 5 del 2009, fu per la prima volta suggerito: la proposta in tema di trasparenza degli assetti proprietari è infatti affiancata a quella sulla riforma della *passivity rule*, invocata a protezione dei «tentativi di acquisizioni ostili» cui gli emittenti sono esposti in tempo di crisi (p. 24). E v., a commento del nuovo comma 2-*bis* dell’art. 120 t.u.f., M. ONADO, *Un anno di governo: mercato finanziario*, 2009, sul sito ‘www.lavoce.info’; sulla proposta Consob, S. BRUSCO - F. PANUNZI, *Non fermate quelle opa*, 2008, *ivi*.

⁷⁶ Con la medesima chiave di lettura si prestano a essere interpretate quelle iniziative, promosse in più di uno stato membro e anche in sede comunitaria (cfr. la *Relazione* del Parlamento Europeo recante *Raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali*, 2007/2239(INI), 2008), volte ad ampliare il *contenuto* degli obblighi informativi dei soci rilevanti: ciò, in particolare, attraverso la previsione,

Anche nel caso in esame (come già a proposito dei rapporti tra norme di trasparenza e disciplina delle opa), la scelta di favorire o no iniziative poste in essere da soci “*insurgent*” chiama in causa orientamenti di politica del diritto che non trovano, in questo lavoro, lo spazio per un’analisi adeguata. Ma è comunque importante sottolineare l’esistenza di una relazione tra l’inasprimento delle norme sulla comunicazione dei possessi azionari e l’equilibrio dei rapporti che coinvolgono soci e amministratori di una società quotata.

6. *Trasparenza proprietaria in funzione di enforcement: prevenzione degli abusi di mercato e rispetto delle norme in materia di opa obbligatoria.* – In dottrina si è ipotizzato che le norme sulla trasparenza dei possessi azionari assolvano una ulteriore funzione, in chiave di contributo alla *prevenzione* di condotte vietate o di supporto nell’*enforcement* di obblighi imposti dall’ordinamento nel perseguire finalità diverse dalla trasparenza proprietaria ⁽⁷⁷⁾.

sulla scia delle esperienze francese e statunitense, di un obbligo di dichiarare la provenienza dei fondi utilizzati per l’acquisto della partecipazione rilevante e le motivazioni di esso: tali previsioni – come detto solitamente stigmatizzate dalla dottrina di entrambe le sponde dell’Atlantico per il loro effetto negativo sul mercato del controllo societario – consentirebbero a soci di riferimento e *management* di intercettare meglio eventuali propositi di scalata. In particolare, in Germania è stato introdotto, in virtù del c.d. *Risikobegrenzungsgesetz* del 12 agosto 2008, il § 27a *WpHG* (la norma è peraltro entrata in vigore dal 31 maggio 2009): la previsione, che si applica nei confronti di chi sia in grado di esercitare oltre il 10 per cento dei diritti di voto in una società quotata *con sede in Germania*, richiede che l’investitore comunichi all’emittente (si badi, quindi, non all’autorità di controllo né al pubblico) una serie dettagliata di informazioni riguardanti le proprie intenzioni in relazione all’acquisto effettuato e la fonte dei mezzi finanziari che lo hanno reso possibile. In generale sul tema, cfr. J.R. MACEY - J.M. NETTER (nt. 7), p. 142 ss.; M. SCHOUTEN (nt. 11), p. 156; v. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Report on more stringent national measures concerning 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*, 2008, SEC(2008) 3033 final, p. 11, disponibile sul sito ‘www.europa.eu/internal_market’; ESME (nt. 41), p. 10. E v., recentemente, COMMISSIONE EUROPEA, *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*, 2010, sul sito ‘www.europa.eu’.

⁷⁷ M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 158 s. Più in generale, l’importanza della funzione di prevenzione (o di vero e proprio *enforcement*) degli obblighi di informazione sui mercati finanziari è spesso evidenziata a fianco di quella più tradizionale di *price accuracy*: cfr. per tutti G. HÉRTIG E AA., *Gli emittenti e la protezione degli investitori*, in AA.VV., *Diritto societario comparato*, cit., p. 244. E, in effetti, l’interpretazione delle norme sulla *disclosure* in chiave preventiva del fenomeno dell’*insider trading* è comune tra gli studiosi della materia. Nella dottrina italiana, peraltro, la riflessione si è soprattutto concentrata sul nesso che lega il divieto di abuso di informazioni privilegiata e le norme che impongono la *disclosure* dei fatti rilevanti accaduti nella sfera dell’emittente e del suo gruppo: cfr. per tutti C. ANGELICI (nt. 3), p. 259; A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10*, Torino, 1993, p. 250; F. MUCCIARELLI, *L’informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *BBTC*, 1999, I, p. 753; ID., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, p. 38; e, ampiamente, P. SFAMENI (nt. 3), p. 527 ss. In ambito comunitario, poi, oltre alla prospettiva in questione (art. 6.3 e consid. 24 della direttiva 2003/6/CE del Parlamento e del Consiglio, in data 28 gennaio 2003, c.d. *Market Abuse*), è accreditata anche quella del legame tra trasparenza del c.d. *insider dealing* e prevenzione degli abusi di mercato. Si tratta, però, di una relazione i cui presupposti sono efficacemente confutati da C. MOSCA,

Ad esempio, si è sostenuto che l'imposizione di obblighi di *disclosure* in capo ai soci che possono più facilmente accedere ad informazioni di carattere privilegiato possa contribuire alla prevenzione di pratiche di *insider trading*. In particolare, l'individuazione dei soci più rilevanti di un emittente consentirebbe alle autorità di controllo di verificarne più attentamente l'operatività, e agli stessi investitori che entrano in contatto con tali soggetti (vendendo o comprando da essi azioni) di essere consapevoli della posizione privilegiata di questi ⁽⁷⁸⁾.

Lungo questa direttrice, peraltro, non ci si può spingere, almeno nel contesto europeo, fino al punto di affermare che l'obbligo di comunicazione dei possessi azionari svolga la funzione di rendere il pubblico edotto circa il tipo di operatività dei soggetti *insider*, così da trarre informazioni circa le condizioni dell'emittente ⁽⁷⁹⁾, nonché sul tipo e grado di "allineamento" degli interessi di tali soggetti a quello della società ⁽⁸⁰⁾. Altro è, infatti, il valore segnaletico delle *operazioni* su azioni (o strumenti ad esse collegati) compiute *dai soli* insider, anche se con riferimento a partecipazioni quantitativamente non significative; altro è il valore informativo delle *posizioni* proprietarie rilevanti *da chiunque* ricoperte in un emittente. E la diversità di queste due funzioni informative è ben evidenziata nel sistema comunitario: infatti, la trasparenza delle operazioni su azioni (e strumenti finanziari collegati) compiute da soggetti in posizione di "vicinanza" all'emittente è imposta da norme distinte da quelle sulla trasparenza degli assetti proprietari: si tratta della disciplina del c.d. *internal dealing*, collocata nella *sedes materiae* della direttiva sugli abusi di mercato ⁽⁸¹⁾ e fondata su presupposti oggettivi e soggettivi ben diversi da quelli alla base delle norme in esame ⁽⁸²⁾.

Internal dealing e corporate governance, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 671 ss., che ha parlato in proposito di «falso mito».

⁷⁸ Come ricorda M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 152, in passato la Commissione aveva menzionato, tra le altre, la finalità di contrastare il possibile «misuse of price-sensitive information» quando aveva per la prima volta proposto l'adozione di una direttiva sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti (cfr. *Commission Proposal for a Council Directive on the Information to Be Published When Major Holdings in the Capital of a Listed Company are Acquired or Disposed Of*, COM(1985) 791 final, in G.U.C.E. (C 351) 8, p. 2).

⁷⁹ Cfr. già F.C. JAFFE, *Special Information and Insider Trading*, in 47 *J. Bus.*, 1974, p. 410 ss.; per riscontri empirici recenti e per altri riferimenti alla letteratura in argomento cfr. per tutti J. FIDRMUC E AA., *Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*, in 61 *J. Fin.*, 2006, p. 2931 ss.

⁸⁰ D'obbligo il riferimento a di M.C. JENSEN - W.H. MECKLING (nt. 30), p. 313, per una prima formulazione della questione.

⁸¹ Cfr. art. 6.4 della direttiva 2003/6/CE, attuata – con disposizioni piuttosto stringenti – dalla direttiva di secondo livello 2004/72/CE (cfr. art. 6). La direttiva di secondo livello estende gli obblighi anche alle persone «strettamente collegate» alle «persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente» e con riferimento a tutte le operazioni su azioni dell'emittente o strumenti finanziari collegati di importo superiore a 5.000 euro all'anno. La disciplina italiana di recepimento (art. 114, comma 7, t.u.f. e art. 152-*sexies* ss. reg. em.) prevede obblighi di comunicazione anche in capo a «chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato».

⁸² Sui rapporti tra norme sulla trasparenza proprietaria e norme sull'*internal dealing* cfr., in senso conforme a quanto sostenuto nel testo, C. MOSCA (nt. 77), p. 689.

Un diverso ambito di verifica della funzione di *enforcement* della trasparenza proprietaria è quello delle offerte obbligatorie. Si potrebbe sostenere, infatti, che l'obbligo di comunicazione dell'acquisto di partecipazioni di rilievo permetta di conoscere se un soggetto abbia superato o sia prossimo a superare la soglia rilevante ai fini dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto, secondo quanto previsto, a livello comunitario, dall'art. 5.1 della direttiva in materia di o.p.a. ⁽⁸³⁾.

Nuovamente, peraltro, si tratterebbe di un'osservazione decisamente approssimativa alla luce del diritto vigente. Occorre considerare, infatti, che il concetto di partecipazione rilevante ai fini della direttiva *Transparency* diverge in modo significativo rispetto a quello stabilito ai fini della disciplina opa. Anzi, la direttiva che disciplina quest'ultimo istituto non menziona neppure il termine «partecipazione» (costituita da «azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato e che conferiscono diritti di voto»: cfr. art. 9 dir. tr.), ma ricollega l'obbligo di offerta all'acquisto di «titoli» (cioè «valori mobiliari trasferibili che conferiscono il diritto di voto»: cfr. art. 2.1, lett. e), dir. opa), non necessariamente azionari e non necessariamente quotati ⁽⁸⁴⁾. Inoltre, le soglie di rilevanza ai sensi della direttiva sulla trasparenza potrebbero non coincidere con quelle autonomamente stabilite dal diritto dei singoli stati membri ai fini dell'obbligo di offerta ⁽⁸⁵⁾.

In sintesi, dunque, l'interpretazione delle norme di trasparenza proprietaria in funzione di *enforcement* di altri istituti del diritto societario o dei mercati finanziari appare, in pratica, di portata complessivamente ridotta.

7. *Il problema della trasparenza degli "investimenti puramente economici" effettuati in una società con azioni quotate.* – La disamina condotta fino a questo punto ha riguardato la trasparenza degli acquisti di azioni di società quotate, sul presupposto che tali acquisti avvengano nella prospettiva di una (almeno potenziale) partecipazione dell'acquirente all'assemblea e, più in generale, dell'esercizio da parte di questi dei diritti amministrativi spettanti in base alla partecipazione.

È ora opportuno – in previsione dell'analisi che seguirà in materia di derivati azionari – considerare anche l'ipotesi dell'estensione degli obblighi di trasparenza a una diversa tipologia di investimenti (in senso lato) azionari, i quali non sono stati effettuati con l'obiettivo di una *partecipazione* alla società, bensì con interesse unicamente rivolto all'aspetto finanziario di essi, e più precisamente ai *flussi di cassa* di cui il titolare può beneficiare.

⁸³ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, di poi anche "dir. opa".

⁸⁴ Cfr. infatti l'art. 1.1 dir. opa, a mente del quale è sufficiente, perché la direttiva trovi applicazione, che solo una parte dei titoli oggetto di un'offerta pubblica sia ammessa alla negoziazione sul mercato regolamentato.

⁸⁵ L'art. 5 dir. opa ricollega l'insorgenza dell'obbligo al raggiungimento di una «percentuale tale da esercitare il controllo» sull'emittente.

In tale tipologia rientrano senz'altro le "partecipazioni sintetiche" descritte nel primo capitolo, intese quali investimenti che replicano artificialmente i flussi di cassa di una partecipazione societaria, senza che l'investitore divenga parte del contratto sociale.

La scarsità di riflessioni teoriche e di riscontri empirici in ordine alle sole partecipazioni sintetiche impone, peraltro, di concentrare l'indagine anche su veri e propri investimenti *in azioni*, quando, tuttavia, risulti con certezza il disinteresse dell'azionista alle implicazioni "partecipative" del suo investimento.

A tal fine, non sarà troppo approssimativo adottare la prospettiva del *trader* azionario, il quale acquista e cede azioni quotate, di regola a breve termine, con la finalità di lucrare guadagni in conto capitale ed, eventualmente, percepire dividendi, ma non dimostra alcun interesse ad acquisire una posizione di azionista stabile nell'emittente, o a partecipare in alcun modo all'attività degli organi sociali. La tipologia di investimenti effettuati a scopo di *trading*, in effetti, è già stata oggetto di studi, in particolare per quanto concerne l'impatto di tali investimenti sul processo di formazione dei prezzi di mercato delle azioni.

Ciò rende più agevole condurre una riflessione sulle funzioni della *trasparenza* di investimenti di questo tipo.

7.1. *La rilevanza degli "investimenti puramente economici" per il mercato azionario: assenza di riscontri empirici diretti e formulazione di un'ipotesi a partire dalla teoria dell'informazione del mercato.* – Per impostare l'analisi, vanno anzitutto chiarite le implicazioni che derivano, in materia di trasparenza, dall'assenza di finalità "partecipative" negli investimenti "puramente economici", diversamente da quanto avviene per i *blockholdings* di cui si è discusso in precedenza. E infatti, nell'ambito che ora interessa, non potrà affermarsi che la trasparenza degli investimenti in questione favorisca una più efficiente formazione dei prezzi grazie a una conoscenza migliore dell'azionariato (nei diversi sensi discussi ai par. 3 e 4), né una riduzione dei costi di *agency* nei rapporti tra soci e amministratori (sul modello veduto al par. 5): il mero *trading* su azioni non prelude al lancio di un'offerta pubblica d'acquisto da parte del *trader* né a una sua partecipazione attiva alla gestione dell'emittente.

Ne discende, in contrasto con quanto ritenuto da una recente dottrina, che non si possono invocare, in favore dell'imposizione di obblighi di *disclosure* degli investimenti puramente economici, gli indici tratti dalle osservazioni empiriche dell'andamento dei prezzi delle azioni in corrispondenza delle comunicazioni di possesso azionario effettuate da *investitori istituzionali* (ancorché non interessati all'acquisto del controllo né impegnati in iniziative di contrasto dell'attuale gestione)⁸⁶: tali studi, infatti, riguardano pur sempre

⁸⁶ Così invece M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 139 ss., che, per sostenere l'opportunità di una *disclosure* di quelli che definisce «*economic trades*», argomenta a partire dalle ricerche che evidenziano rendimenti anomali dei prezzi azionari in seguito alla comunicazione al pubblico effettuata ai sensi della § 13(g) *SEA*, cioè dagli investitori istituzionali che hanno effettuato un investimento "passivo" nelle azioni di un emittente quotate su un mercato regolamentato degli Stati Uniti (cfr. ad es. C. CLIFFORD (nt. 33)), ovvero in seguito all'annuncio di acquisti di pacchetti azionari rilevanti da parte di investitori istituzionali sul mercato

partecipazioni di significativa entità, acquistate con orizzonte stabile, e percepite dal mercato come c.d. *blockholdings*, con le implicazioni societarie di cui si è in precedenza dato conto. Tali studi, insomma, sono significativi per affermare l'importanza della *disclosure* obbligatoria dei possessi azionari laddove si presupponga un ruolo di “monitoraggio” da parte dei soci rilevanti, ma non appaiono rilevanti al cospetto di semplice attività di *trading*. Occorre, dunque, prendere atto dell'assenza di riscontri empirici sulla questione che interessa e della necessità di impostare l'analisi su basi differenti ⁽⁸⁷⁾.

In linea teorica, è possibile ipotizzare che il mercato attribuisca valore all'informazione su un rilevante investimento (o disinvestimento) “puramente economico” avente a riferimento le azioni di un emittente. L'investitore, infatti, in virtù delle proprie capacità professionali, ovvero della posizione di “vicinanza” alla società, potrebbe essere in possesso di informazioni non ancora disponibili al pubblico, dalle quali risulti che il valore delle azioni dell'emittente è sottovalutato (o sopravvalutato).

L'assunto è plausibile, almeno qualora si acceda, con il conforto di numerosi riscontri empirici, alla declinazione in senso “semi-forte” dell'ipotesi fondamentale dei mercati dei capitali efficienti, la quale postula l'incapacità del mercato azionario di “incorporare” nei prezzi le informazioni non ancora rese pubbliche ⁽⁸⁸⁾. In tale contesto, anzi, l'importanza che il mercato attribuisce alle operazioni di acquisto e di vendita poste in atto dagli investitori (che si presumono) avvantaggiati sul piano informativo è testimoniata dal fenomeno di “imitazione” che si verifica allorché gli investitori disinformati *replicano* l'operatività di soggetti ritenuti in possesso di un'informazione non ancora assimilata dal mercato (*in primis*, gli investitori professionali e gli *insider*): ciò, secondo una ricostruzione

londinese (cfr. A. BOZUCK - M. AMEZIANE LASFER, *The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange*, in 40 *J. Finan. Quant. Anal.*, 2005, p. 621 ss.).

Ad avviso di chi scrive, occorre al contrario riflettere sulla circostanza che i rendimenti anomali evidenziati da queste ricerche sono decisamente *inferiori* a quelli collegati alla comunicazione di acquisizioni finalizzate alla realizzazione di strategie “attiviste”. Viene infatti da domandarsi quale sarebbe l'entità della reazione del mercato all'annuncio di un investimento nei *cash flow* di un'azione, senza alcuna possibilità di influire sulla *governance* dell'emittente. Sarebbe forse ragionevole attendersi che essa sia ancora inferiore, dal momento che, rispetto all'ipotesi di investimenti azionari effettuati da investitori istituzionali “passivi”, occorre scorporare la componente “societaria” dell'informazione legata alla accumulazione di *blockholdings*. Se, poi, la reazione del mercato dovesse essere statisticamente irrilevante, ciò significherebbe che la *disclosure* degli investimenti in questione non arreca alcun beneficio al mercato, essendo sufficienti i meccanismi di “incorporazione” dell'informazione che esso spontaneamente garantisce. Tuttavia, l'assenza di studi empirici sulla questione impedisce di trarre con certezza conclusioni di questo tenore.

⁸⁷ Su conclusioni simili anche FSA (nt. 11), p. 24: «We do not have clear evidence whether [equity derivatives] held as pure *economic interests* – i.e. with no intention to link to the voting rights – can create problems of inefficient price formation».

⁸⁸ Sulla distinzione tra le diverse formulazioni della c.d. *efficient market hypothesis*, cfr. *supra*, nt. 3. L'assunto proposto nel testo, invece, non poggierebbe su basi solide qualora si accogliesse la declinazione “in senso forte” dell'ipotesi fondamentale sull'efficienza del mercato dei capitali: se si postulasse, cioè, che il mercato azionario sia in grado di incorporare immediatamente nei prezzi delle azioni di un emittente qualsiasi informazione ad esso relativa, sia essa nota al pubblico oppure no, e la conseguente impossibilità di trarre profitto da qualsiasi attività di arbitraggio o di *trading*.

teorica frequentemente richiamata, costituisce un fondamentale “meccanismo” di trasmissione dell’informazione stessa ai prezzi di mercato delle azioni ⁽⁸⁹⁾.

Si noti come, in tale ottica, l’informazione risulti di interesse per il mercato quand’anche gli investitori (ritenuti) informati non agiscano motivati dall’intento di interagire con gli emittenti (secondo quanto veduto nei parr. 3-5). Infatti, l’interesse del mercato verso l’operatività di un *trader* si basa unicamente sul vantaggio informativo che questi possiede *sul valore* di un certo emittente, non sulle sue intenzioni riguardo alla gestione di quest’ultimo ⁽⁹⁰⁾.

A questo punto, però, la questione diviene più complessa, poiché occorre indagare – come già in precedenza – se sia opportuno che il valore veicolato da un’informazione relativa a un investimento puramente economico sia “socializzato” attraverso la previsione di un *obbligo* di comunicazione al pubblico. Si tratta, ancora una volta, di ricercare un equilibrio tra due esigenze confliggenti: da un lato, quella di garantire una efficiente formazione dei prezzi e, dall’altro, quella di non pregiudicare la redditività degli investimenti, così da non scoraggiare l’operatività degli investitori sul mercato ⁽⁹¹⁾.

In proposito, occorre considerare due ipotesi, che saranno di seguito esaminate partitamente. La prima riguarda l’operatività dei soggetti che hanno potenziale e costante accesso ad informazioni “privilegiate” sull’emittente per via della loro vicinanza alla sfera

⁸⁹ Cfr. E. FAMA, *Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. Fin.*, 1970, p. 387 s.; R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN (nt. 3), p. 569 ss. Questi ultimi autori, in particolare, distinguono tra trasmissione dell’informazione attraverso «professionally informed trading» e trasmissione dell’informazione attraverso «derivatively informed trading». Nel primo caso, l’informazione è accessibile dal pubblico, ma è interpretabile solo da soggetti professionalmente dotati di capacità di analisi non comuni a tutti i *trader* presenti sul mercato (si pensi alle professionalità richieste per “leggere” l’informazione contabile): gli operatori non in possesso di tali capacità, di conseguenza, “seguono” i *trader* in grado di rielaborare l’informazione in questione, così trasmettendola ai prezzi di mercato. Nel secondo caso, l’informazione non è pubblica, bensì è in possesso di alcuni *insider* (diretti o indiretti). Il mercato – secondo la ricostruzione di Gilson e Kraakman (che rielaborano in proposito le riflessioni di Grossman e Stiglitz) – è in grado di acquisirla sia attraverso un processo di *price decoding* (cioè adeguando le proprie offerte di vendita e di acquisto al prezzo degli scambi effettuati dagli *insider*, quando questi ultimi raggiungano un volume significativo), sia attraverso un processo di *trade decoding* (cioè semplicemente osservando e imitando gli scambi effettuati dai medesimi soggetti). In argomento, cfr. più recentemente I. AYRES - S.J. CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in 101 *Mich. L. Rev.*, 2002-2003, p. 331.

⁹⁰ La dottrina fa qui riferimento, all’informazione sull’emittente definita “fondamentale”. Un’ampia indagine sul possibile contenuto dell’informazione fondamentale è in R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN (nt. 3), p. 561 ss.

⁹¹ L’equilibrio di cui si parla è, in fondo, l’«equilibrium level of disequilibrium» che consente di superare la paradossale situazione individuata da S.J. GROSSMAN - J.E. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in 70 *Am. Econ. Rev.*, 1980, p. 393 ss., i quali evidenziano come nell’ipotesi di mercati perfettamente efficienti sul piano informativo non sia possibile alcuna profittabilità degli investimenti in ricerca compiuti dagli investitori, dal momento che le informazioni da questi elaborate per individuare titoli sottovalutati verrebbero trasferite immediatamente al mercato sotto forma di aumenti dei prezzi dei titoli stessi. Per una recente sintesi del problema in chiave giuridica, con l’indicazione delle soluzioni proposte, cfr. W.A. KLEIN - J.C. COFFEE JR., *Business Organization and Finance*, New York, 2007, p. 420 s.

di quest'ultimo; la seconda, di converso, riguarda l'operatività di coloro che investono sulla base di informazioni che non provengono dalla sfera dell'emittente.

7.2. *Trasparenza degli investimenti puramente economici in presenza di informazioni privilegiate ...* -- L'analisi del primo aspetto richiama la materia dell'*insider trading*. In questo campo, come noto, in seguito all'abbandono di un approccio alla questione in termini di pura equità, si fronteggiano due opposti orientamenti. Da un lato, vi è chi valorizza la partecipazione attiva dei soggetti *insider* al mercato in cui sono negoziate le azioni dell'emittente di riferimento, ritenendo tale operatività un tramite di miglioramento dell'efficienza informativa dei prezzi ⁽⁹²⁾. Dall'altro, vi è chi intravede in tale fenomeno la causa da cui scaturiscono un aumento dei costi di partecipazione al mercato e un fenomeno di selezione avversa, da fronteggiare, oltre che con l'introduzione di divieti operativi, con forme di pubblicità delle operazioni di mercato compiute dagli *insider* (e ciò anche quando tali soggetti non operino con l'intenzione di sfruttare informazioni privilegiate in loro possesso) ⁽⁹³⁾. Seguendo quest'ultimo orientamento, l'interesse a garantire efficienza nella formazione dei prezzi (e non innescare fenomeni di selezione avversa in conseguenza di esacerbate asimmetrie informative) prevale nettamente sull'esigenza di tutelare la redditività degli investimenti puramente economici effettuati dagli *insider*.

La legislazione europea, conforme sul punto a quella degli altri principali ordinamenti ⁽⁹⁴⁾, condivide da tempo l'orientamento da ultimo richiamato: essa impegna gli stati

⁹² D'obbligo il riferimento agli studi di H. MANNE, il quale, nel già citato volume *Insider Trading and the Stock Market* (*supra*, nt. 3), e in alcuni studi successivi (tra cui *In Defense of Insider Trading*, in 44 *Harv. L. Rev.*, 1966, p. 113 ss., *Insider Trading and the Administrative Process*, in 35 *Wash. L. Rev.*, 1967, p. 473 ss., e *Insider Trading and Property Rights in New Information*, in 4 *Cato J.*, 1985, p. 933 ss.) evidenziò una serie di effetti virtuosi scaturenti dall'attività di *insider trading*, di cui raccomandò l'abrogazione del divieto. In particolare, sul piano dell'efficienza nella formazione dei prezzi, l'Autore sottolineò che l'attività di soggetti *insider* permetteva una più rapida incorporazione delle informazioni nei prezzi. Sul piano della *corporate governance*, Manne indicò i profitti da *insider trading* quale strumento di remunerazione incentivante degli amministratori per l'attività di produzione di nuova informazione *price sensitive*. Quest'ultimo argomento venne in seguito ripreso e rielaborato da D.W. CARLTON - D.R. FISCHER, *The Regulation of Insider Trading*, in 35 *Stan. L. Rev.*, 1983, p. 857 ss.

⁹³ Cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Insider Trading: An Overview*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di B. Bouckaert e G. De Geest, Cheltenham, 2000, voce 5650, p. 772 ss.; in particolare, per la critica delle conclusioni di Manne circa gli effetti virtuosi dell'*insider trading* sulla formazione dei prezzi cfr., *ex multis*, R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN (nt. 3), p. 629 ss.; M.J. FISHMAN - K.H. HAGERTY, *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, 23 *Rand. J. Econ.*, 1992, p. 106 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 *U. Fla. L. Rev.*, 1986, p. 35 ss.; I. AYRES - S. CHOI (nt. 89), p. 336 ss.

⁹⁴ Negli Stati Uniti, peraltro, il rapporto tra divieto di *trading* e dovere di *disclosure* è assai articolato e complesso. Da un lato vi è la questione della *disclosure* dell'*informazione privilegiata* di cui l'*insider* è in possesso. In proposito, la giurisprudenza aveva in passato elaborato, a partire dal generale divieto di diffusione di informazioni non veritiere di cui alla SEC Rule 10b-5 relativa al SEA, la netta alternativa «*disclose or abstain*», in base alla quale al soggetto in possesso di un'informazione privilegiata sarebbe stato vietato il *trading* sulla base di tale informazione, a meno che egli avesse proceduto a rendere preventivamente pubblica quest'ultima [cfr. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968),

membri, oltre a proibire pratiche di abuso dell'informazione privilegiata, anche a prevedere obblighi di pubblicità delle operazioni compiute sul mercato dai soggetti *insider* al superamento di una (assai bassa) soglia di rilevanza ⁹⁵). E le norme di *disclosure* – è il caso di osservare – sono rivolte alla pubblicità (anche) degli investimenti puramente economici compiuti dagli *insider*, atteso che la disciplina contempla la comunicazione sia delle operazioni *su azioni* dell'emittente, sia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari *collegati alle azioni* (quali i derivati azionari) ⁹⁶).

L'ordinamento comunitario riconosce, quindi, la funzione “segnalatica” degli investimenti puramente economici posti in essere dagli *insider*, e presuppone che il mercato non sia in grado di trarre autonomamente l'informazione rilevante dall'operatività dei soggetti in questione, al punto da richiedere a costoro la comunicazione delle operazioni compiute. Si ravvede, insomma, con riferimento agli *insider*, una solida base teorica per imporre l'obbligo di informare il pubblico circa gli investimenti azionari effettuati.

cert. denied, 394 U.S. 976 (1969)]. Questo quadro è stato però complicato dall'evoluzione della giurisprudenza successiva, che ha stabilito una disciplina eterogenea dell'*insider trading*, ricostruita sulla base di istituti diversi a seconda della tipologia di soggetto in possesso dell'informazione privilegiata (*insider* di primo o secondo grado, ovvero soggetto estraneo rispetto all'emittente) e della fonte dell'informazione su cui il *trading* si basa (interna o esterna all'emittente): sul punto, si rinvia per una sintesi a S.M. BAINBRIDGE, *Insider* (nt. 93), p. 772 ss.

Da altro lato, vi è la questione – più rilevante per il tema affrontato in questo paragrafo – della *disclosure* delle operazioni compiute dai (soli) *insider*. Sul punto la *Section 16(a)* SEA prevede, in capo ai *directors* e agli *officers* di un emittente, nonché ai soci che siano *beneficial owners* di almeno il dieci per cento delle azioni di esso, un obbligo di *disclosure* mensile dei mutamenti dei possessi di azioni intervenuti nel periodo di riferimento. Tale obbligo è tradizionalmente concepito come funzionale alla prevenzione dei fenomeni di *insider trading*, anche attraverso una più rapida trasmissione delle informazioni rilevanti ai prezzi: per una analisi critica delle funzioni della norma in questione cfr., nel quadro di una più ampia analisi sulla norma (§ 16(b) SEA) che impone la restituzione dei profitti conseguiti con il *trading* delle azioni dell'emittente, K.S. OKAMOTO, *Rereading Section 16(b) of the Securities Exchange Act*, in 27 *Ga. L. Rev.*, 1992, part. p. 210 ss.

⁹⁵ Cfr., per il divieto operativo, artt. 2-4 dir. *Market Abuse* nonché, per la *insider dealing disclosure*, l'art. 6.4 della medesima direttiva, che impone alle «persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente» e, se del caso, alle «persone legate strettamente ad esse» di notificare all'autorità di vigilanza l'esistenza di operazioni effettuate per loro conto attinenti ad azioni emesse da tale emittente o a strumenti derivati o ad altri strumenti finanziari a loro collegati»; l'accesso alle informazioni così comunicate deve altresì essere consentito al pubblico. Si noti che il considerando 26 della direttiva pone espressamente in relazione l'obbligo di *disclosure* di cui si è detto con il divieto di *insider trading*: «[u]na maggiore trasparenza quanto alle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente e, se del caso, da persone che sono loro strettamente legate costituisce una *misura preventiva* contro gli abusi di mercato. La pubblicazione di queste operazioni, almeno su base individuale, può essere altresì un elemento di informazione prezioso per gli investitori» (corsivo aggiunto). Il legame tra le due discipline è altresì sottolineato da G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 64; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 411).

⁹⁶ Cfr. art. 6.4 dir. *Market Abuse*. E cfr., nella disciplina italiana di recepimento, l'art. 114, comma 7, t.u.f., che assoggetta a comunicazione le «operazioni aventi ad oggetto azioni emesse dall'emittente o altri strumenti finanziari ad esse collegati».

7.3. (segue): ... e nella disciplina del c.d. *outsider trading*. – Il secondo, più problematico, aspetto della questione riguarda coloro che sono spinti a compravendere azioni o a effettuare un investimento puramente economico sulla base di informazioni non pubbliche di cui, tuttavia, non dispongono in virtù di una loro vicinanza alla sfera dell'emittente ⁽⁹⁷⁾.

Si tratta di una categoria piuttosto eterogenea di investitori: ne fanno parte coloro che, grazie alle loro capacità professionali, hanno autonomamente *elaborato* – ma non reso pubbliche – informazioni sull'emittente (l'esempio ricorrente è quello di analisti e investitori professionali); ne fanno altresì parte quanti possiedono, per via della *propria* attività di impresa o professionale, un vantaggio informativo rispetto al pubblico in relazione al valore di un determinato emittente (ne sono un esempio le imprese o gli individui che, in vario modo, interagiscono con l'emittente sul terreno dell'attività di impresa di quest'ultimo, quali i suoi concorrenti, fornitori, clienti) ⁽⁹⁸⁾.

La legislazione europea non prevede un *divieto operativo* in capo a tali soggetti ⁽⁹⁹⁾. La ragione di ciò è da ricondursi all'assunto che l'informazione conosciuta o elaborata da un

⁹⁷ Si parla, in proposito, nella letteratura nordamericana, di soggetti "*outsider*" e di "*outsider trading*": v. soprattutto V. BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, and Information Advantages Under the Federal Securities Law*, in 93 *Harv. L. Rev.*, 1979, p. 322 ss.; più recentemente I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 313 ss. La giurisprudenza definisce "*outsiders*" coloro che «are neither insiders of the companies whose shares are being traded, nor tippees of such insiders», cioè non costituiscono – nel linguaggio a familiare al giurista italiano – *insider* "indiretti" [cfr. SEC v. Clark, 915 F.2d 439, 443 (9th Cir. 1990)]; a tali soggetti dovrebbero essere affiancati, per completezza, anche coloro che ricevono informazioni non da un *insider* dell'emittente, bensì direttamente dall'emittente stesso].

⁹⁸ Un caso emblematico è quello dell'impresa in procinto di depositare un brevetto che determinerà, con ragionevole certezza, un ribasso significativo dei corsi azionari del proprio concorrente. Gli amministratori dell'impresa in questione potrebbero profittare dell'informazione elaborata all'interno dell'impresa stessa per speculare al ribasso – per conto dell'impresa o eventualmente per conto proprio – sulle azioni del concorrente (attraverso vendita allo scoperto delle azioni di quest'ultimo, assunzione di posizioni corte in derivati collegati alle medesime azioni ecc.). Su questa, assai problematica, categoria di soggetti cfr. I. AYRES - J. BANKMAN, *Substitutes for Insider Trading*, in 54 *Stan. L. Rev.*, 2001, p. 241 s.; I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 315 s. e *passim*, ove altri riferimenti bibliografici, nonché altre esemplificazioni di *outsider traders* (i due Autori ricomprendono nella categoria, ad esempio, anche i funzionari di autorità di vigilanza e regolazione dei mercati in procinto di emanare provvedimenti che interessino uno o più emittenti, nonché i giornalisti finanziari in procinto di pubblicare analisi economiche destinate a influire sensibilmente sui prezzi di un emittente).

⁹⁹ In Europa, infatti, la sanzione nei confronti di abuso di informazioni privilegiate è diretta nei confronti di chiunque possieda tali informazioni «a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente», o «a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente» ovvero «per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni» (cfr. art. 2 dir. 2003/6/CE). Nella riflessione della dottrina nordamericana, invece, l'*outsider trading* soggiace ai limiti stabiliti dalla c.d. *misappropriation theory* che la giurisprudenza federale applica a partire dal noto caso *United States v. O'Hagan*, 92 F.3d 612 (8th Cir. 1996) [ma v. già la *dissenting opinion* del giudice Burger nella precedente decisione della Corte Suprema in *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222, 240 (1980)]. Secondo tale insegnamento, è vietato il *trading* da

outsider sarebbe – per il fatto stesso di essere “esterna” alla sfera dell’emittente – accessibile a tutti i soggetti che operano sul mercato; sicché la superiorità informativa acquisita da un *outsider* non presenterebbe la pericolosità propria di quella degli *insider*, portatrice del rischio di scoraggiare la partecipazione di investitori “disinformati” al mercato dei capitali, con le menzionate conseguenze in termini di riduzione della liquidità dei titoli, selezione avversa e aumento del costo del capitale per le imprese ⁽¹⁰⁰⁾. Ma si tratterebbe di un assunto, secondo alcuni studiosi, assai discutibile ⁽¹⁰¹⁾: e, in quest’ottica, si è proposto di introdurre forme di controllo del *trading* da parte degli *outsiders*, attraverso la attribuzione all’emittente del diritto di consentire o vietare le negoziazioni sulle proprie azioni poste in essere da tali soggetti ⁽¹⁰²⁾.

Non consta, invece, che il problema dell’*outsider trading* sia stato affrontato, in dottrina, nella prospettiva della *trasparenza*, proponendo – ad esempio – che coloro che effettuano investimenti “puramente economici” nelle azioni di un emittente rendano noti al pubblico questi ultimi, almeno quando gli investimenti raggiungono una certa soglia di rilevanza

parte di soggetti che siano legati da una relazione di tipo fiduciario all’*outsider* che ha elaborato o è venuto in possesso dell’informazione, quando quest’ultimo soggetto non abbia acconsentito al *trading* (o, quanto meno, essendo a conoscenza delle intenzioni del *fiduciary*, non si sia opposto). Ne consegue che è lecito il *trading* da parte dell’*outsider* stesso, il quale – del resto – è il soggetto che la *misappropriation theory* si propone di tutelare, avendo acquisito un vantaggio informativo «through superior insight or hard work»: cfr. A.C. PRITCHARD, *United States v. O’Hagan: Agency Law and Justice Powell’s Legacy for the Law of Insider Trading*, in 78 *B.U. L. Rev.*, p. 51. Sulla liceità, in questi termini, dell’*outsider trading*, cfr. ancora I. AYRES - J. BANKMAN (nt. 98), p. 24; I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 319, nt. 22.

¹⁰⁰ Si v. in particolare la distinzione autorevolmente suggerita da V. BRUDNEY (nt. 97), p. 356 ss., tra «erodable» e «unerodable information advantages», i primi non ostativi al *trading*, dal momento che possono o avrebbero potuto essere (lecitamente) acquisiti anche da altri soggetti con dispiego di impegno e risorse, i secondi, invece, ostativi al *trading*, in quanto acquisiti in virtù di una posizione speciale o di un privilegio informativo. Per una giustificazione alternativa alla liceità dell’*outsider trading* (quale emerge dalla *misappropriation theory*), nel quadro di una teoria dell’*insider trading* come disciplina di tutela di diritti di proprietà sull’informazione, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Insider* (nt. 93), ove altri riferimenti ai sostenitori di questa tesi.

¹⁰¹ Cfr. soprattutto I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 319 ss. e 341 ss., rilevando, con riferimento all’esempio sopra illustrato del *trading* “contro” le azioni di un concorrente, come «[i]nsiders in rival firms are free to trade with impunity on the stock of a competitor even though [...] other market participants did not have a credible opportunity independently to acquire the information» (p. 319, nt. 22). E v. già la riflessione, tra gli altri, di F.H. EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges and the Production of Information*, in *Sup. Ct. Rev.*, 1981, p. 330, il quale rilevava, più in generale, come la parità di accesso alle informazioni sugli emittenti sia un obiettivo solo teorico, dal momento che l’accesso a determinate informazioni – sia pure in linea teorica disponibili a tutti – è operazione costosa, che solo gli investitori di maggiori dimensioni e disponibilità (sia economica che di “capitale umano”) possono permettersi di portare a termine.

¹⁰² Cfr. ancora I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 322 ss. e 370 ss. *Contra*, in difesa della libertà di *outsider trading*, si v. il recente scritto di L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, in 40 *U.C. Davies L. Rev.*, 2006, p. 21 ss.

(¹⁰³). Un tentativo di ricostruire gli effetti che sarebbero indotti da una norma che imponesse simile forma di *disclosure* deve essere avviato nel quadro di questa trattazione, alla luce del ruolo che tale tipologia di trasparenza assume – come meglio si vedrà in seguito – nelle proposte di regolazione avanzate in materia di derivati azionari.

Come accennato, gli studi più recenti hanno messo in evidenza i limiti del *trading* indotto dal possesso di informazioni non pubbliche sull'emittente, anche quando effettuato da soggetti estranei alla sfera di quest'ultimo. Tali limiti si traducono in costi di sistema che, in assenza di regolazione, non sono completamente internalizzati dall'*outsider*.

In primo luogo, si è osservato come i soggetti che negoziano sul mercato con un *outsider* in possesso di informazioni non pubbliche possano subire *perdite* in conseguenza di tale asimmetria informativa (¹⁰⁴). Le perdite saranno pari ai guadagni che l'*outsider* è in grado di conseguire in virtù del proprio vantaggio informativo, sicché potrebbe concludersi che la questione coinvolga unicamente aspetti di distribuzione della ricchezza tra le due parti.

Ma così non è. In effetti, investitori timorosi di incontrare un soggetto in condizioni di superiorità informativa saranno portati a reagire al rischio di compravendere azioni non correttamente valutate abbassando il prezzo delle proprie proposte di acquisto e aumentando quello delle proposte di vendita; ciò che comporta un aumento dei costi di transazione e una diminuzione del grado di liquidità degli scambi sul mercato (¹⁰⁵).

In secondo luogo, occorre considerare la presenza di più investitori professionali intenzionati ad acquisire un vantaggio informativo con riferimento al medesimo emittente (¹⁰⁶). Sebbene ciascuno di tali *traders* si faccia carico dei costi delle ricerche per accertare il valore reale delle azioni su cui investire, l'operare di numerosi investitori in concorrenza tra loro determina una moltiplicazione di sforzi profusi per un'identica attività di ricerca, che costituiscono un costo per il sistema (¹⁰⁷).

¹⁰³ Come dimostrato nel capitolo precedente (cfr. in particolare par. 2 ss.), tale prospettiva è altresì esclusa *de iure condito*, sia in Europa, sia negli Stati Uniti.

¹⁰⁴ Cfr. I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 329 s. per una ricostruzione analitica di come tali perdite si producono.

¹⁰⁵ Ciò comporta, come noto, una dilatazione del c.d. *bid-ask spread* che aumenta i costi di negoziazione, induce alcuni investitori all'uscita dal mercato e rende più rischiosa l'attività dei *market makers* (cioè dei soggetti che garantiscono la liquidità del mercato offrendo costantemente e contemporaneamente di acquistare e vendere un certo strumento finanziario). Tra le numerose ricostruzioni di questi effetti, particolarmente efficace è quella di M. KAHAN, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, (nt. 3), p. 1017 ss.; nella dottrina italiana cfr. A. PERRONE (nt. 3), p. 1 ss.

¹⁰⁶ Il tema della duplicazione di informazioni è ben evidenziato da J.C. COFFEE JR. (nt. 3), p. 733; v. anche S.J. CHOI - A.C. PRITCHARD (nt. 54), p. 344 s.

¹⁰⁷ Il problema si acuisce ove si aderisca all'opinione secondo cui, normalmente, la ricerca di informazioni sull'emittente non conduce a determinarne il valore reale delle azioni, bensì a disparate stime di valore da parte dei vari investitori: sicché il *trading* "informato" si ridurrebbe, in definitiva, a un costoso trasferimento di ricchezza tra coloro che hanno maturato un'opinione pessimista sul valore di un certo titolo e coloro che coltivano l'opinione opposta. È questa, in estrema sintesi, la tesi di L.A. STOUT nel noto studio *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, in 81 *Va. L. Rev.*, 1995, p. 611 ss.

In terzo luogo, l'*outsider trading* produce ulteriori costi sociali dovuti ad attività inefficienti compiute dagli investitori per accrescere i benefici della loro attività. Si è fatto l'esempio del *manager* di una società che intenzionalmente agisca per deprimere il valore dell'impresa in cui lavora al fine di poter profittare dall'investimento nelle azioni di una società concorrente ⁽¹⁰⁸⁾. Si è altresì ipotizzato che un approccio di *laissez faire* nei confronti degli investimenti in questione incoraggi manipolazioni del mercato (ad esempio, attraverso la diffusione di informazioni false sul valore dell'emittente) da parte degli stessi *outsider* intenzionati ad accrescere i loro profitti, nonché condotte di indebita appropriazione dei vantaggi informativi costosamente elaborati da altri *outsider*, ponendo a rischio l'attività di ricerca di questi ultimi ⁽¹⁰⁹⁾.

L'introduzione, in controtendenza rispetto all'impianto legislativo vigente in Europa, di un obbligo, in capo ad ogni *trader*, di comunicare al pubblico i più rilevanti investimenti azionari (puramente economici) effettuati avrebbe l'effetto di attenuare gli inconvenienti dell'*outsider trading* ⁽¹¹⁰⁾.

Ed infatti, ipotizzando che la *disclosure* dei (dis)investimenti puramente economici comporti una rapida incorporazione, nei prezzi delle azioni interessate, dell'informazione veicolata dalla comunicazione ⁽¹¹¹⁾, siffatta reazione dei prezzi impedirebbe che l'investitore, una volta effettuata la comunicazione obbligatoria, sia in grado di profittare ulteriormente della propria posizione di vantaggio informativo, dal momento che il nuovo prezzo delle azioni renderebbe meno conveniente proseguire negli acquisti ⁽¹¹²⁾.

La *disclosure*, inoltre, avrebbe l'effetto di arrestare l'attività di ricerca intrapresa da altri investitori per l'acquisizione di analoghi vantaggi informativi, scongiurando almeno in parte la duplicazione dei costi di ricerca che l'assenza di informazioni sull'operatività degli altri *traders* comporta.

Infine, una maggiore trasparenza sarebbe idonea a prevenire o a facilitare la repressione dei comportamenti manipolativi favoriti dall'*outsider trading*.

¹⁰⁸ Cfr. I. AYRES - S. CHOI (nt. 93), p. 334.

¹⁰⁹ *Ibid.*

¹¹⁰ Poiché la trasparenza non comporta alcun divieto operativo, essa non è di ostacolo alla realizzazione del principale beneficio "sociale" derivante dall'attività degli *outsider*: il miglioramento *price accuracy* delle azioni quotate. Anzi, la trasparenza delle operazioni rilevanti è in grado di migliorare l'efficienza informativa dei prezzi, dal momento che – come poc'anzi accennato – la comunicazione al pubblico consente di veicolare sul mercato regolamentato in cui le azioni sono negoziate informazioni relative a operazioni concluse al di fuori del mercato stesso. Per tale ragione, è possibile che il modello di regolazione in esame, basato sulla trasparenza delle operazioni, sia preferibile ad altri modelli proposti dalla dottrina (come quello di Ayres e Choi, basato su un divieto operativo, sia pure solo eventuale). La considerazione svolta nel testo deve però essere temperata dai costi indiretti di cui si dirà subito appresso nel testo.

¹¹¹ Ad esempio, in seguito alla notizia che un investitore professionale, noto come soggetto solitamente "bene informato", sta effettuando una consistente attività di *trading* in acquisto sulle azioni di un certo emittente.

¹¹² Cfr. il rilievo di M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 142.

Esaminati i benefici, non è d'altro canto difficile individuare i *costi* di un regime di trasparenza delle operazioni più rilevanti compiute da soggetti *outsider*. Vi sono anzitutto, come accade al cospetto di ogni nuovo sistema di *disclosure*, alcuni *costi diretti*, legati all'introduzione del regime in questione, all'adeguamento alla nuova disciplina da parte dei soggetti interessati, nonché al controllo e alla repressione delle violazioni da parte delle autorità di vigilanza ⁽¹¹³⁾. Soprattutto, però, vi sono *costi indiretti* legati alle alterazioni indotte dalla nuova disciplina sul comportamento dei soggetti interessati.

In primo luogo, nella misura in cui effettivamente riduce i profitti ricavabili dal *trading*, la trasparenza scoraggia l'investimento nella ricerca dell'informazione stessa. Una conseguente, significativa diminuzione nella *produzione* di informazione è destinata a riflettersi negativamente sull'efficienza nella formazione dei prezzi, che risulterebbe guidata in maggiore misura da comportamenti irrazionali di investitori disinformati ⁽¹¹⁴⁾.

In secondo luogo, l'obbligo di rendere trasparenti investimenti puramente economici potrebbe colpire anche investitori che hanno operato *in assenza* di vantaggi informativi: si pensi a chi abbia venduto azioni o chiuso una posizione su un derivato azionario per aumentare la liquidità del proprio portafoglio, senza tuttavia essere entrato in possesso di informazioni circa una sopravvalutazione dell'investimento di cui si è ormai disfatto; analogamente, si pensi all'intermediario finanziario che acquisti azioni o stipuli un derivato azionario per finalità di copertura o semplice diversificazione del proprio portafoglio.

Orbene, la comunicazione al pubblico circa l'effettuazione (anche) di operazioni di questo tipo potrebbe creare un effetto di "confusione" tra i destinatari dell'informazione, pregiudicando in parte la funzione e l'efficacia della regola di trasparenza: non sarebbe semplice, in altri termini, distinguere le operazioni motivate dal possesso di *fundamental information* da quelle motivate da ragioni diverse e irrilevanti nel processo di formazione dei prezzi ⁽¹¹⁵⁾.

L'impatto del primo costo indiretto evidenziato potrebbe essere arginato riducendo al minimo la quantità di informazioni che il dichiarante deve fornire all'atto della comunicazione (limitandole, ad esempio, alla sola identità del soggetto e all'entità dell'investimento effettuato). Allo stesso tempo, tuttavia, l'eccessiva sinteticità delle informazioni potrebbe accrescere la rilevanza del secondo costo indiretto sopra segnalato.

Quest'ultimo potrebbe, allora, essere temperato introducendo soglie di rilevanza sufficientemente elevate, sì da diminuire le probabilità che l'operazione comunicata risponda a motivazioni diverse dalla disponibilità di un vantaggio informativo. Si tratterebbe, però, di un accorgimento approssimativo, basato sull'intuizione che

¹¹³ Cfr. ad es. l'analisi condotta dall'autorità di vigilanza britannica in relazione alla recente introduzione del regime di trasparenza dei *contracts for difference* (FSA (nt. 11), Annex 1).

¹¹⁴ Cfr. L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI (nt. 102), p. 31 ss., ove anche una difesa della produzione di informazione finanziaria da parte dell'*outsider* come protezione di un diritto di proprietà intellettuale.

¹¹⁵ Ancorché di rado evidenziato in dottrina, il pericolo di "confusione" tra gli investitori indotta da informazioni dal contenuto ambiguo o fuorviante è spesso messo in luce dalle autorità di vigilanza: cfr., con riferimento al problema della *disclosure* delle vendite allo scoperto, CONSOB (nt. 11), p. 27. V. anche, con riferimento alla *disclosure* dei derivati *cash-settled*, ESME (nt. 41), p. 10.

“aggiustamenti” di liquidità, o esigenze di copertura e diversificazione siano di norma soddisfatti senza impiego di ingenti capitali in relazione al medesimo strumento finanziario.

La rilevanza degli svantaggi della regolazione ora descritti è confermata, oltre che da alcune opinioni dottrinali ⁽¹¹⁶⁾, anche dalle recenti analisi condotte da numerose autorità di vigilanza europee intorno alla proposta di introdurre obblighi di *disclosure* delle vendite allo scoperto, che pongono problemi in gran parte analoghi ⁽¹¹⁷⁾.

7.4. *Osservazioni conclusive sulla trasparenza degli investimenti azionari “puramente economici”*. – In conclusione, la trasparenza dei più rilevanti investimenti azionari puramente economici può contribuire al perseguimento dell’obiettivo di una maggiore efficienza informativa dei prezzi delle azioni, sul presupposto che sia applicata nei confronti di soggetti che hanno compiuto (o dismesso) l’investimento sulla base di un vantaggio informativo nei confronti della generalità degli altri investitori.

La vigente legislazione comunitaria attribuisce importanza a tale funzione laddove l’investitore abbia acquisito il proprio vantaggio informativo grazie alla propria “vicinanza” alla sfera dell’emittente.

Il mercato beneficia altresì della *disclosure* delle operazioni effettuate quando un vantaggio informativo in ordine al valore delle azioni dell’emittente è stato acquisito da soggetti *estranei* rispetto ad esso. Infatti, le operazioni condotte da tali soggetti in condizioni di forte asimmetria informativa rispetto alle controparti sono in grado di minare la fiducia della generalità degli investitori secondo modalità non dissimili da quanto avviene nel contesto dell’*insider trading*, e costituiscono altresì l’occasione per comportamenti opportunistici da parte degli stessi *outsider*.

Peraltro, in quest’ambito l’introduzione di una regola di trasparenza è decisamente problematica, dal momento che l’obiettivo di creare mercati efficienti sul piano informativo richiede di proteggere gli sforzi profusi dagli investitori nella ricerca di informazioni “fondamentali” sugli emittenti. Vi è, inoltre, il rischio che i destinatari della comunicazione siano incapaci di distinguere quali operazioni condotte da *outsider* siano realmente motivate da informazioni non pubbliche in loro possesso e quali, più semplicemente, siano poste in essere per ragioni di liquidità, di diversificazione o di copertura rispetto ad altri investimenti effettuati.

¹¹⁶ Cfr. soprattutto L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI (nt. 102), p. 46, nonché, con più generale riferimento a ogni forma di regolazione dell’*outsider trading*, laddove essi affermano: «any negative externalities associated with outsider trading are certainly no larger, and probably smaller, than the positive incentive effects we identify» (p. 30).

¹¹⁷ V. per esempio ESME, *Position Paper on Short Selling*, 2009, disponibile sul sito ‘www.europe.eu’; CONSOB, *Position Paper in tema di short selling*, 2009, disponibile sul sito ‘www.consob.it’. Per un approccio più restrittivo cfr. tuttavia CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Regime*, 2010, disponibile sul sito ‘www.esma.eu’.

La rilevanza dei costi della trasparenza in quest'ambito giustifica l'assenza di obblighi di trasparenza degli investimenti puramente economici compiuti da *outsider* nel nostro sistema.

8. *Considerazioni di sintesi sulla trasparenza degli investimenti in azioni. Raccordo con la disciplina vigente.* – Con l'esame condotto nei precedenti paragrafi si è tracciato un quadro delle funzioni assolte, nei mercati azionari organizzati, dalla disciplina della trasparenza sugli investimenti azionari (comprensiva sia dei possessi azionari rilevanti, sia degli investimenti azionari definiti come “puramente economici”), così da fornire una possibile ricostruzione dei principi ispiratori della legislazione comunitaria in materia.

È possibile, alla luce dell'analisi condotta fino a questo punto, sintetizzare le considerazioni svolte.

Schematizzando l'analisi proposta, la disciplina della trasparenza degli investimenti azionari può essere diretta: (i) a individuare gli azionisti in grado di influire, in ogni dato momento, sul governo della società (azionariato in senso statico); (ii) a individuare i mutamenti nell'azionariato stesso (azionariato in senso dinamico); (iii) a identificare coloro che effettuano un investimento azionario pur senza interferire con il governo societario dell'emittente interessato (investimento “puramente economico”).

Con riferimento a ciascuno di questi tre aspetti, la disciplina della trasparenza può svolgere funzioni così riassumibili: (a) miglioramento dell'efficienza informativa dei prezzi (*price accuracy*); (b) riduzione dei costi di *agency* che gravano sulle relazioni tra soci e amministratori di una società quotata; (c) funzione di *enforcement* rispetto ad altri istituti del diritto societario o del diritto dei mercati finanziari. L'assolvimento di ciascuna funzione (con riferimento ai singoli obiettivi sopra elencati) comporta, a sua volta, costi che si riverberano su altre funzioni della disciplina stessa. Obiettivi, funzioni e costi della trasparenza degli investimenti azionari possono essere riassunti nella tabella che segue.

[inserire tabella 1 qui: v. Appendice]

Le scelte di politica del diritto operate dall'ordinamento comunitario (e, all'interno delle opzioni da questo consentite, dall'ordinamento italiano), enfatizzano alcune funzioni della trasparenza rispetto ad altre, privilegiando alcuni ambiti di incidenza di questa disciplina e attribuendo pesi diversi ai costi e ai benefici apportati dalla *disclosure*. La disciplina della trasparenza degli investimenti azionari viene così calibrata attraverso l'utilizzo di diversi strumenti di regolazione, alcuni dei quali sono di seguito analizzati⁽¹¹⁸⁾.

(1) La scelta di ricollegare gli obblighi di *disclosure* alle sole *azioni che attribuiscono il diritto di voto* ovvero alla disponibilità di diritti di voto anche indipendentemente dal possesso di

¹¹⁸ Cfr. per uno sguardo comparatistico IOSCO (nt. 11), Appendix A; per alcune riflessioni sul punto, M. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 30.

azioni (scelte decisamente prevalenti nel panorama internazionale)⁽¹¹⁹⁾ pone in evidenza la volontà di limitare l'ambito di incidenza della disciplina di trasparenza sui soli investimenti azionari potenzialmente in grado di influire sulla *governance* dell'emittente, nonché sui movimenti nell'azionariato che possono preludere a ricambi del controllo (obiettivi sopra indicati *sub (i)* e *(ii)*). Si rinuncia, invece, a offrire un quadro completo degli investimenti puramente economici: di fatto, la trasparenza di questi è assicurata soltanto nel caso in cui essi siano costituiti da azioni con diritto di voto (art. 9 dir. tr.)⁽¹²⁰⁾, ovvero qualora l'investitore sia un *insider* (in questo caso sono altresì ricompresi investimenti che hanno ad oggetto strumenti finanziari correlati alle azioni: cfr. art 6, par. 4, direttiva 2003/6/CE e art. 114, comma 7, t.u.f.).

(2) Da altra prospettiva, la scelta di limitare la *quantità di informazioni* che un investitore è tenuto a diffondere al pubblico in corrispondenza della comunicazione di acquisto di una partecipazione rilevante⁽¹²¹⁾ – non richiedendo, in particolare, che il dichiarante riveli le *intenzioni* che lo hanno spinto a effettuare l'investimento, né le relative fonti di finanziamento – manifesta l'interesse del legislatore a non favorire fenomeni di *free riding* sulle informazioni raccolte ed elaborate dall'investitore in questione. Allo stesso tempo, nell'interesse dello sviluppo di un mercato del controllo societario, si tenta di evitare che le eventuali intenzioni ostili del dichiarante siano “intercettate” dal mercato, pronto a speculare sull'ipotesi di un'opa, così elevando i costi dell'offerta, ovvero dagli amministratori della società bersaglio, mettendoli in grado di approntare con anticipo misure ostili⁽¹²²⁾.

¹¹⁹ Cfr. ancora IOSCO (nt. 11), Appendix A. La disciplina comunitaria e quella italiana non fanno eccezione: cfr. cap. 3, par. 3 ss. Gli ordinamenti di alcuni stati membri peraltro si differenziano, come avviene nel caso olandese, ove è richiesta la comunicazione della partecipazione rilevante in conseguenza dell'acquisto di *azioni*, indipendentemente dal diritto di voto che attribuiscono: cfr. § 5.38(1) *Wtf (de Wet op het financieel toezicht)*.

¹²⁰ Si noti che, nella disciplina italiana, neppure il soggetto titolare di una partecipazione rilevante è tenuto a dichiarare il possesso di azioni diverse da quelle che attribuiscono il diritto di voto: cfr. Allegato 4 al Regolamento Emittenti. Allo stesso modo, l'art. 120, comma 4, lett. *d-bis*), t.u.f. prevede la *disclosure* del possesso in misura rilevante di strumenti finanziari “partecipativi” soltanto qualora essi attribuiscono «diritti di voto su argomenti specificamente indicati» (cfr. art. 2351, u.c., c.c.); e, in maniera ancora più restrittiva, l'art. 122-*bis* reg. em. limita in concreto l'obbligo di comunicazione relativamente ai soli strumenti finanziari «cui è riservata, ai sensi dell'articolo 2351, comma 5, del codice civile, *la nomina di un componente dell'organo di amministrazione o controllo*».

¹²¹ Cfr. art. 12.1 dir. tr. (in particolare lett. *a*) e *d*). Cfr. anche, con riferimento all'ordinamento italiano, Modello 120A, nell'Allegato 4 al Regolamento Emittenti.

¹²² Peraltro, come detto, il mercato è parzialmente in grado di “intuire” autonomamente, sulla base della sola comunicazione di partecipazione rilevante effettuata da un investitore in possesso di determinate caratteristiche, le intenzioni ostili del dichiarante. Cfr. quanto osservato *supra*, nt. 35 e testo corrispondente.

Inoltre, l'impianto di *minimum harmonization* che caratterizza la direttiva *Transparency* non ha impedito ai legislatori nazionali (si pensi ai casi francese e tedesco) di operare scelte nella direzione opposta sul modello della disciplina statunitense (§ 13(d) *Securities Exchange Act*): cfr. art. L233-7, VII, *cod. com.*, nonché § 27a *WpHG*. V. inoltre *supra*, nt. 76.

(3) Problematica è, altresì, la fissazione delle *soglie di rilevanza*. Con riferimento alla funzione della trasparenza nel rappresentare i *blockholders* in grado di influire sul governo della società, la fissazione delle soglie rappresenta l'esito di un esame della struttura proprietaria caratteristica del sistema capitalistico proprio dell'ordinamento di riferimento. Infatti, sistemi caratterizzati da azionariato maggiormente disperso prevedono in media soglie più basse di *disclosure* ⁽¹²³⁾: ciò appare coerente con l'osservazione che anche partecipazioni meno rilevanti possono costituire il riferimento per attività di monitoraggio del *management* nonché per iniziative volte a correggerne le strategie o a contrastarne il predominio ⁽¹²⁴⁾. In altri casi, per l'interazione di fattori differenti (quali, ad esempio, la diffusione di patti parasociali che raggruppano un numero elevato di azionisti), anche sistemi in cui prevale una struttura più concentrata dell'azionariato si caratterizzano per regimi di trasparenza che assoggettano a obblighi di comunicazione finanche i titolari di partecipazioni poco rilevanti: queste, ad esempio, secondo l'autorità di vigilanza, sono le ragioni per l'introduzione di un regime particolarmente rigoroso nell'ordinamento italiano ⁽¹²⁵⁾.

Peraltro, tali evidenze sono altresì coerenti – anzi, lo sono forse in maniera ancor più convincente, alla luce delle tendenze più recenti ⁽¹²⁶⁾ – con una lettura in chiave di *public choice*, che evidenzia il ruolo particolarmente attivo dei gruppi di pressione più influenti nell'indirizzare la disciplina della trasparenza azionaria verso la funzione “dinamica” di individuazione rapida di nuovi azionisti con intenzioni ostili verso il gruppo di controllo

¹²³ Cfr. M.C. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 20 ss.

¹²⁴ In verità, della correlazione tra dispersione dell'azionariato e riduzione della soglia di rilevanza per la trasparenza delle partecipazioni sono state offerte differenti spiegazioni. Per un verso, constatando che la dispersione dell'azionariato è altresì correlata ad altre variabili-indice di protezione dell'investitore, si è concluso che un regime più rigido di *ownership disclosure* favorirebbe la protezione degli azionisti investitori, sulla scorta dei modelli di *law and finance* (in tal senso, sia pure con riserva, M.C. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 24 s.). Si tratta, in realtà, di una considerazione viziata da circolarità: gli stessi promotori di questo filone di studi, invero, hanno ricompreso il grado di rigore delle norme in materia di trasparenza dell'azionariato entro l'insieme delle norme considerate più protettive dei diritti degli azionisti, senza offrire una spiegazione soddisfacente che giustifichi il nesso tra *ownership transparency* e protezione dell'investitore [cfr. R. LA PORTA E AA. (nt. 10), pp. 6, 10; e v. già EID., *Law and Finance*, in 106 *J. Pol. Econ.*, 1998, p. 1145; per riferimenti a scritti che hanno criticato, in generale, il metodo e le tesi sostenute dagli studiosi di *law and finance*, cfr. *supra*, nt. 10]. Per altro verso, si è affermato che più severi regimi di comunicazione dei possessi azionari si collocano in ordinamenti dove i mercati finanziari sono più efficienti: cfr. ancora M. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 25. Anche questa affermazione, peraltro, appare semplicistica, sia perché presuppone una coincidenza tra sistemi ad azionariato diffuso ed efficienza dei mercati [sull'erroneità di tale approccio, cfr. M.J. ROE (nt. 10), p. 462 ss.], sia perché – considerata isolatamente – non tiene in adeguata considerazione la pressione che i gruppi di interesse più influenti negli ordinamenti in questione hanno storicamente esercitato nel momento in cui le norme di trasparenza sono state formulate: v., subito appresso, nel testo.

¹²⁵ Cfr. CONSOB, *Nota tecnica relativa alla definizione dei contenuti del regolamento sulle partecipazioni rilevanti* (art. 120, comma 4, d. lgs. n. 58/98), 1998, sul sito 'www.consob.it', par. 2.

¹²⁶ Cfr. nt. 72-75 e testo corrispondente.

(127). È in questa luce – come si è veduto – che la disciplina della trasparenza presenta le maggiori criticità, “sconfinando” in campi diversi da quello dell’efficienza informativa dei prezzi, in particolare quello del mercato del controllo societario (con l’effetto di scoraggiare in vario modo ricambi di controllo efficienti). Nella misura in cui stabilisce unicamente obblighi di trasparenza minima, la direttiva *Transparency* apre ampi spazi in questo senso.

(4) Problemi in gran parte analoghi pone il *tempo* della comunicazione (128). La funzione di rappresentazione “statica” dell’azionariato è compatibile anche con tempi non rapidi di comunicazione al pubblico (essendo meno probabile che la *governance* di un emittente risenta immediatamente degli effetti dell’acquisizione di una nuova partecipazione rilevante), mentre l’individuazione sul nascere di potenziali minacce al gruppo di controllo esige tempi immediati di comunicazione (129).

(5) Rilevante è anche la scelta del *destinatario* della comunicazione. In particolare, privilegia i profili di *corporate governance* la scelta di indirizzare la comunicazione dei possessi azionari all’emittente *prima che* all’autorità di vigilanza e al pubblico (130). Dimostra, invece, una sensibilità speciale nei confronti della funzionalità ed efficienza del mercato finanziario, nonché della funzione di prevenzione ed *enforcement* di altre norme (abusi di mercato in specie), la previsione di termini disgiunti per la comunicazione all’autorità di vigilanza e al pubblico (131).

La disamina condotta sui principi ispiratori della trasparenza proprietaria consente, a questo punto, di valutare l’opportunità e gli effetti di un regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche basate su derivati azionari, già introdotto in alcuni paesi europei (oltre che in alcuni stati non europei), discusso in altri e altresì oggetto di proposte avanzate in ambito comunitario.

¹²⁷ Per esempio, tali gruppi di pressione furono rappresentati dagli esponenti della classe manageriale delle principali società nordamericane nel periodo in cui tali società erano oggetto di scalate ostili ancora completamente prive di disciplina e godevano di “cattiva reputazione” presso il pubblico stesso degli investitori (si pensi al fenomeno dei c.d. *Saturday night specials*): cfr. J.R. MACEY - J.M. NETTER (nt. 7), p. 157 s., ove altri riferimenti. Nell’Europa degli ultimi anni, le pressioni per un irrigidimento della disciplina della trasparenza proprietaria provengono dai gruppi che controllano le società quotate nell’era degli investitori “attivisti” e dei c.d. fondi sovrani, che costituiscono una minaccia allo *status quo*: cfr. ancora M. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 25 s., nonché, per simili considerazioni con riferimento alla disciplina europea dell’offerta pubblica obbligatoria, M. VENTORUZZO, *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking U.S. Rules to Continental Europe*, in 11 *U. Pa. J. Bus. L.*, 2008, p. 168.

¹²⁸ Cfr. il quadro comparato offerto alla nt. 14 *supra*.

¹²⁹ A questo proposito, si presta, nuovamente, a una lettura secondo la teoria dei gruppi di interesse la norma inglese che sottopone a due termini di comunicazione differenti le partecipazioni rilevanti acquisite in società con sede nel Regno Unito (due giorni) e in società straniere quotate sul mercato inglese (quattro giorni): cfr. *DTR (FSA Disclosure and Transparency Rules)* 5.8.3.

¹³⁰ Questo, come veduto alla nt. 14, è il modello seguito dalla disciplina comunitaria (ancorché i principali stati membri se ne distaccino, prevedendo che la comunicazione all’emittente avvenga contestualmente alla comunicazione al pubblico).

¹³¹ Come avviene in Spagna, dove la comunicazione alla CNMV è prevista entro quattro giorni dall’acquisto della partecipazione; quella al pubblico, a cura dell’autorità stessa, entro i tre giorni successivi.

A tale valutazione è dedicata la sezione che segue.

SEZIONE II – *Ragioni e limiti dell'introduzione di obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati azionari.*

9. *Apparente incoerenza tra comunicazione al pubblico delle partecipazioni sintetiche e funzioni della trasparenza proprietaria.* – Tenendo conto dell'analisi in precedenza condotta, la valutazione sull'opportunità di forme di *disclosure* delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di contratti derivati azionari può essere verificata attraverso due passaggi. In primo luogo, occorre comprendere se tali strumenti di investimento interferiscano con uno o più degli obiettivi perseguiti dalla disciplina della trasparenza proprietaria. In secondo luogo, qualora tale verifica abbia dato esito positivo, l'assoggettamento a regole di trasparenza dei menzionati strumenti deve essere valutato in relazione alle possibili *funzioni* degli obblighi di trasparenza negli ambiti considerati, in coerenza con le scelte compiute dal legislatore nell'ordinamento comunitario e nazionale.

a) Avviando, anzitutto, la verifica rivolta agli obiettivi della trasparenza, consideriamo, in primo luogo, quello consistente nella rappresentazione della *compagine azionaria* dell'emittente, nell'accezione “*statica*” evidenziata nel precedente par. 3. In quell'ottica, come veduto, la trasparenza ha la finalità di descrivere la struttura dell'azionariato (votante) della società, nonché, soprattutto, di individuare i principali azionisti in grado di orientarne la gestione e gli assetti di *governance*.

Orbene, risulta scarso, sul punto, il contributo che un regime di trasparenza volto a rivelare al pubblico l'esistenza di partecipazioni sintetiche è capace di offrire. Come si era evidenziato al termine del capitolo 2, a dispetto di un iniziale allarme sollevato dalle cronache finanziarie, è stata probabilmente attribuita importanza eccessiva all'utilizzo di partecipazioni sintetiche con la finalità di coprire forme di *esercizio occulto del voto* nell'emittente di riferimento. Poiché, invece, è proprio attraverso l'esercizio del voto (e delle altre prerogative di *voice* dell'azionista) che i *blockholders* sono in grado di influenzare il governo dell'emittente partecipato, non parrebbe appropriato, in considerazione dell'obiettivo in esame, riconoscere importanza alla trasparenza di strumenti di investimento che non consentono, di norma, alcun accesso al voto ⁽¹³²⁾.

¹³² Evidenziano invece l'importanza di tale aspetto, ma sulla base di una percezione dei dati disponibili che non pare corretta, H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 875 ss. e *passim*. Nello stesso senso si è orientato il CESR, allorché ha scelto di fondare la propria proposta di estendere il regime di trasparenza sui rischi di «[long party's] de facto control over the the voting rights attaching to the shares held as a hedge» (cfr. CESR (nt. 11), p. 6). Si segnala peraltro l'opinione più dubitativa espressa nel senso del testo dallo *staff working document* della COMMISSIONE EUROPEA, *The review of the operation of Directive 2006/109/EC: emerging issues*, SEC(2009) 611, 2010, Annex 9 (*Disclosure of holdings of cash-settled derivatives*), p. 76: «systematic disclosure of economic interest could be problematic and cumbersome in practice and result in an overflow of extraneous information to the public that could have an adverse impact on the efficient functioning of the market».

E, d'altra parte, qualora si promuovesse una assimilazione completa dell'esposizione sintetica al possesso effettivo di azioni (nella fallace convinzione, appunto, che le partecipazioni sintetiche costituiscano sovente strumenti di condizionamento del voto assembleare), il pubblico destinatario delle informazioni potrebbe addirittura esserne fuorviato, trovandosi nell'incapacità di individuare quelle (infrequenti) occasioni in cui l'esposizione sintetica acquisita da un investitore nei confronti di una società quotata è in effetti finalizzata all'occultamento di una partecipazione effettiva.

In questa luce, si intravede una ragione di critica dei tentativi (simili a quello promosso dalla giurisprudenza nordamericana nel caso *CSX v. TCI*)⁽¹³³⁾ che pongono le basi per una *disclosure* delle posizioni lunghe assunte su strumenti derivati sul postulato di una piena equiparazione, sul piano degli obblighi informativi, tra investimento diretto in azioni (o in diritti di voto) e investimento in strumenti derivati.

b) Più rilevante interferenza si riscontra, invece, tra le partecipazioni sintetiche e le vicende "dinamiche" dell'azionariato degli emittenti. Come veduto, infatti, la costruzione di consistenti partecipazioni sintetiche accompagna e supporta, nella maggior parte dei casi, un'iniziativa di contrasto del *management* o dei soci di controllo; iniziativa che può prendere sia le forme di una proposta di modificare l'orientamento strategico della gestione dell'emittente o la sua struttura di *governance*, sia quelle di una vera e propria minaccia al controllo (attraverso la promozione di un'opa)⁽¹³⁴⁾.

In tale ambito – si è osservato nel capitolo 2 – l'aumento del rendimento potenziale dell'investimento, reso possibile dal ricorso alla stipulazione di contratti derivati e dalla segretezza dell'operazione, è determinante nell'incoraggiare e accrescere la convenienza e la probabilità di successo di tali iniziative.

Peraltro, è sul piano delle *funzioni* assolte dagli obblighi della trasparenza nell'ambito in esame che l'assoggettamento a *disclosure* appare meno convincente. L'analisi delle funzioni della trasparenza degli assetti proprietari ha dimostrato come le norme sulla comunicazione dei possessi azionari possano ridurre, problematicamente, la convenienza finanziaria dei c.d. *toeholds*, che, invece, tendono ad accrescere le probabilità di successo di un'offerta pubblica ostile⁽¹³⁵⁾. Le stesse norme riducono altresì la convenienza, per le minoranze organizzate, di una partecipazione attiva alla dialettica tra gli organi sociali e al loro interno. Al contempo, l'assenza di obblighi di comunicazione può pregiudicare l'efficiente formazione dei prezzi delle azioni in presenza di operazioni di questo tipo, ed influisce inoltre sulla stabilità del controllo degli emittenti, privando gli amministratori in carica e i soci di controllo di un importante strumento di "intercettazione" di minacce provenienti da soci di minoranza o *raiders* esterni.

¹³³ Cfr. quanto osservato nel precedente cap. 3, al par. 2.

¹³⁴ Cfr. cap. 2, par. 2-3.

¹³⁵ E dunque, indirettamente, realizzerebbero in modo più incisivo la funzione di "controllo" nei confronti del *management* tradizionalmente ricollegata alla minaccia di offerte ostili (nota come *disciplining effect*): cfr. *supra*, par. 4-4.1.

Se – come si è constatato – sono complesse scelte di politica del diritto a orientare la calibrazione delle norme di trasparenza verso uno o l'altro di questi poli ⁽¹³⁶⁾, va d'altro canto osservato che un'esposizione finanziaria di carattere sintetico (come quella acquistata tramite derivati) permette, in teoria, di *superare* una concezione del problema della trasparenza impostata in termini di rigida correlazione tra miglioramento della trasparenza azionaria, da un lato, e diminuzione degli incentivi a monitorare il gruppo di comando, dall'altro.

Invero, se si consente all'investitore di appropriarsi interamente del vantaggio economico che deriva dalla accumulazione di una posizione significativa in strumenti derivati, è possibile, sul fronte della trasparenza proprietaria, mantenere una disciplina rigorosa (in termini di soglie di rilevanza, informazioni da rendere note all'atto della comunicazione, tempestività di quest'ultima) a beneficio dell'efficienza informativa dei prezzi, senza frustrare – sul fronte del governo societario – gli incentivi economici al ricambio del controllo e all'esercizio delle prerogative di *voice* da parte delle minoranze. In altri termini, le partecipazioni sintetiche possono svolgere il medesimo ruolo dei *toeholds*, ma senza le implicazioni problematiche che si riscontrano allorché la partecipazione di supporto è costituita da azioni con diritto di voto.

In definitiva, anche guardando alla funzione delle norme sulla comunicazione dei possessi azionari in termini di trasparenza della evoluzione dinamica dell'emittente, l'opportunità della *disclosure* delle partecipazioni sintetiche appare limitata.

c) Rimane da esaminare il ruolo dei derivati nell'ottica del obiettivo perseguito dalla trasparenza azionaria, secondo lo schema in precedenza prospettato: quello riguardante gli *investimenti puramente economici* rilevanti.

Indubbiamente, sul piano statistico, la maggior parte delle partecipazioni sintetiche da derivato sono riconducibili a tale tipologia di investimenti, acquisiti con finalità diverse da quella di influenzare l'emittente ⁽¹³⁷⁾.

Anche in questo caso, però, sono ragioni di coerenza sistematica a sconsigliare, in prima analisi, l'opportunità di un'estensione degli obblighi di *disclosure* a questo scopo ⁽¹³⁸⁾.

¹³⁶ Nel senso del testo v. recentemente COMMISSIONE EUROPEA (nt. 132), p. 77. Propende invece per una scelta netta D. ZETZSCHE (nt. 11), § C(7), allorché afferma, commentando le proposte di ampliamento degli obblighi di comunicazione al pubblico in materia di derivati: «if disclosure rules are too stringent, fewer buying opportunities are identified and fewer takeover offers are launched. Mitigating takeover activity, in turn, reduces the disciplining effect of takeovers on management. As life gets easier for management, agency costs are likely to increase, which is detrimental to (at least) the interests of dispersed shareholders». Della questione, invece, non v'è praticamente traccia nel documento di consultazione diffuso dal CESR, il quale non pare considerare il rischio di una diminuzione delle iniziative di ricambio del controllo in conseguenza dell'introduzione di nuovi obblighi di comunicazione.

¹³⁷ Cfr. i dati riportati al cap. 1, sez. III.

¹³⁸ Conforme D. ZETZSCHE (nt. 11), § B(II), criticando sul punto la proposta del CESR. L'Autore ritiene, anzi (ma non del tutto condivisibilmente), che la *disclosure* degli investimenti puramente economici favorisca una crescita del c.d. *noise trading*, cioè delle negoziazioni effettuate da investitori disinformati e/o irrazionali, pregiudicando l'efficienza informativa dei prezzi (§ C(10)). V. anche, sia pure dubitativamente, COMMISSIONE EUROPEA (nt. 132), p. 76.

Invero, tale scelta rappresenterebbe, tanto nel quadro comunitario quanto in quello nazionale, un allargamento degli obblighi di trasparenza proprietaria in direzione degli investimenti puramente economici, fino ad ora – come si è detto – assai limitatamente considerati dal legislatore per via degli elevati costi che la trasparenza in quest’ambito comporta⁽¹³⁹⁾. Si introdurrebbe, anzi, la trasparenza dei soli investimenti puramente economici costruiti attraverso la conclusione di contratti derivati, tralasciando invece la trasparenza di quelli effettuati con l’acquisto di azioni o di altre partecipazioni sintetiche appartenenti alle tipologie descritte al capitolo 1. Senza contare che si tratterebbe di una scelta regolatoria assai discutibile sul piano dell’opportunità, attesi i costi che la *disclosure* degli investimenti puramente economici comporta a carico del sistema⁽¹⁴⁰⁾.

In conclusione, sulla base dell’analisi finora svolta, l’estensione del regime di trasparenza proprietaria agli strumenti derivati non parrebbe costituire una scelta di politica legislativa opportuna. Tale conclusione, peraltro, si fonda su un’analisi ancora incompleta e merita di essere parzialmente rettificata alla luce degli elementi che si porranno in evidenza nel paragrafo successivo.

10. (segue): *Opportunità, peraltro, di un regime di trasparenza ad hoc, limitatamente a operazioni su derivati capaci di alterare l’attendibilità delle informazioni sugli assetti proprietari dell’emittente.* – A parziale rettifica della tesi sostenuta nel paragrafo precedente, occorre riprendere in considerazione due aspetti della peculiare struttura negoziale che accompagna l’acquisto di partecipazioni sintetiche costruite sulla base di derivati *cash-settled*⁽¹⁴¹⁾.

In effetti, se le partecipazioni sintetiche non appaiono, in sé, meritevoli di trasparenza, deve essere tuttavia considerata l’eventualità – già descritta nei primi due capitoli di questo lavoro – che alcune caratteristiche degli investimenti in esame finisca per interferire con le vigenti norme di trasparenza, con il rischio di inficiare la stessa attendibilità delle informazioni raccolte in seguito alle comunicazioni di possesso di azioni con diritto di voto.

In primo luogo, l’ingente accumulo di partecipazioni da parte dagli intermediari a scopo di *hedge* riduce il numero di azioni concretamente disponibili per il voto, atteso che,

¹³⁹ Come si è veduto, infatti, l’asimmetria informativa non attiene – come nel caso delle altre funzioni della trasparenza proprietaria – a vicende riguardanti gli assetti proprietari dell’emittente e gli assetti della sua *governance*, bensì ha per oggetto le informazioni riguardanti il valore delle azioni dell’emittente sulla base delle quali un investitore professionale ha compiuto il proprio investimento.

¹⁴⁰ Come si è illustrato *supra* (par. 7 ss.), la trasparenza incide negativamente sugli incentivi a “produrre” e ricercare informazioni di tipo fondamentale sui diversi emittenti quotati sul mercato; inoltre, la *disclosure* può essere (anche in questo caso) fuorviante, dal momento che gli investimenti puramente economici non sono sempre motivati dall’acquisizione di informazioni non pubbliche, bensì possono essere effettuati, tra l’altro, per ragioni di liquidità o copertura. A riprova di ciò, si è veduto che i limitati obblighi di trasparenza degli investimenti puramente economici imposti dalla disciplina comunitaria (cioè la trasparenza degli investimenti che fanno capo a soggetti qualificabili come *insider*) trovano la propria fonte nella direttiva sugli abusi di mercato, non in quella sulla trasparenza. In senso conforme, con riferimento alla prospettata *disclosure* dei derivati, D. ZETZSCHE (nt. 11), § C(11).

¹⁴¹ Cfr. ancora cap. 2, *in fine*.

secondo la prassi più diffusa, gli intermediari non esercitano i diritti di voto ad esse relativi⁽¹⁴²⁾. Per questo tramite, la presenza di partecipazioni sintetiche modifica indirettamente gli assetti del potere di voto all'interno della società; ciò che può tradursi in concreti effetti sull'esito delle deliberazioni assembleari qualora la partecipazione, o l'insieme delle partecipazioni, sottratte al voto sia significativa⁽¹⁴³⁾. Pertanto, nella prospettiva della corretta rappresentazione "statica" dell'azionariato, la *disclosure* di posizioni "lunghe" contratte su derivati regolati in contanti potrebbe svolgere un'importante funzione correttiva dell'informativa già fornita al pubblico attraverso le "tradizionali" comunicazioni di partecipazioni rilevanti effettuate dai soci.

In secondo luogo, occorre riconsiderare l'esposizione sintetica utilizzata quale forma (oculta) di partecipazione *potenziale*, cioè – di fatto – alla stregua di un derivato con regolamento in azioni. Le considerazioni svolte nel capitolo 2 hanno illustrato quanto sia significativa, in presenza di esposizioni "lunghe" di rilevante entità e specialmente in connessione con offerte pubbliche di acquisto, la pressione che la decisione dell'investitore di recedere dal contratto derivato è in grado di determinare sul prezzo

¹⁴² Cfr. *supra*, cap. 1, par. 24. Pone enfasi su questo aspetto M.C. SCHOUTEN (nt. 11), p. 166.

¹⁴³ L'affermazione può essere illustrata con l'esempio del socio di una società quotata che abbia dichiarato il possesso del 20 per cento delle azioni munite di diritti di voto. Si ipotizzi, poi, che alcuni intermediari finanziari abbiano coperto unicamente attraverso l'acquisto diretto di azioni le loro posizioni corte nei confronti di un investitore che ha acquistato una partecipazione sintetica corrispondente ad un ulteriore 20 per cento delle azioni con diritto di voto. In questo caso sono due le tipologie di informazione che il mercato ha interesse a conoscere, ragionando alla luce delle varie sfumature di una delle principali *rationes* della trasparenza proprietaria (quella radicata nell'esigenza di fornire una rappresentazione della composizione dell'azionariato in un dato momento): (i) nella prospettiva della concentrazione dell'azionariato (cfr. par. 3.3: in realtà, della concentrazione del potere di voto, atteso che su questa specifica prerogativa si concentra la disciplina comunitaria), il fatto che, attraverso il meccanismo dello *hedge*, un quinto delle azioni munite di diritto di voto viene di fatto sottratto alla dialettica assembleare, mutandone gli equilibri e aumentando il "peso specifico" dei singoli voti; (ii) nella prospettiva dell'individuazione dei *blockholders* rilevanti (cfr. par. 3.2), il fatto che al socio singolo possessore del 20 per cento delle azioni con diritto di voto facciano in realtà capo il 25 per cento dei diritti di voto che concretamente determineranno l'esito dei lavori assembleari. Si noti come tali informazioni siano rilevanti tanto nel caso in cui, secondo la disciplina societaria applicabile, le astensioni siano computate ovvero escluse ai fini della determinazione del *quorum* deliberativo (nel nostro ordinamento, come noto, la questione è discussa, anche se prevale l'opinione favorevole al computo: cfr., anche per riferimenti, A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, vol. 2, p. 64). Nel primo caso, infatti, le astensioni sono in sostanza equiparate a voti negativi, con la conseguenza che la volontà assembleare può dirsi in parte predeterminata rispetto al momento del voto, sì da condizionare il comportamento dei soci effettivamente votanti; nel secondo caso, l'esclusione delle azioni "non votate" determina direttamente un abbassamento del *quorum* deliberativo (con conseguente aumento del potere effettivo dei singoli soci votanti). Il medesimo effetto da ultimo descritto si ottiene qualora – come può avvenire (cfr. *supra*, cap. 1, par. 24) – gli intermediari possessori di azioni a titolo di *hedge* facciano ricorso al voto disgiunto ripartendo le loro azioni in proporzione ai voti espressi dagli altri soci. Infine, e ovviamente, un abbassamento del *quorum* deliberativo (ma anche un più difficoltoso raggiungimento dei *quorum* costitutivi) si ottiene qualora gli intermediari in questione scelgano di non intervenire nei lavori assembleari.

delle azioni sottostanti, e come ciò sia in grado di favorire la trasformazione di una partecipazione potenziale in partecipazione effettiva, spesso *in assenza* di qualsivoglia accordo o intesa tra intermediario e investitore in ordine al trasferimento dello *hedge*.

In questo caso è la accezione “dinamica” della trasparenza azionaria a venire in rilievo, posto che le partecipazioni sintetiche cessano di rappresentare unicamente forme di investimento azionario puramente economico per rivelarsi strumenti di conveniente e assai probabile accesso al possesso azionario, specie in occasione di imminenti ricambi del controllo ⁽¹⁴⁴⁾.

In proposito, come si è visto, l’ordinamento non è in apparenza sprovvisto di rimedi. Ma – come meglio illustrato nel capitolo 3 – l’applicazione di istituti civilistici che pure consentirebbero di contrastare i fenomeni più evidenti di aggiramento degli obblighi di comunicazione ⁽¹⁴⁵⁾ necessita di una ricostruzione delle circostanze di fatto talmente complessa da rendersi inadatta alle esigenze di certezza degli investitori potenzialmente soggetti all’obbligo di comunicazione e a quelle di un *enforcement* efficace di quest’ultimo. Senza contare che, in alcuni casi, anche i rimedi civilistici in questione risultano inapplicabili ai casi in cui il disegno strategico di un singolo investitore è attuabile in forza del condizionamento della domanda e offerta di azioni sul mercato che egli stesso riesce ad esercitare in determinate circostanze ⁽¹⁴⁶⁾.

Anche in questo caso, così come in quello legato all’applicazione di politiche di astensione da parte degli intermediari in posizione “corta”, l’opportunità di introdurre un regime di *disclosure* delle partecipazioni sintetiche deve essere presa in più attenta considerazione.

Peraltro, la questione non si presenta alla stregua di secca alternativa tra un regime di trasparenza dei derivati *cash-settled* e la completa assenza di disciplina del fenomeno; occorre, invece, scegliere tra due *modelli regolatori* diversi: da un lato, un modello fondato sull’applicazione di clausole generali volte ad individuare e sanzionare (*ex post*) i soli episodi che effettivamente pregiudicano le esigenze della disciplina di trasparenza; dall’altro, un modello basato su regole di più semplice applicazione, che consentono (*ex ante*) un’individuazione di tutte le fattispecie potenzialmente problematiche per la trasparenza degli assetti proprietari – senza, con ciò, offrire certezza che soltanto i casi realmente problematici siano comunicati al pubblico.

¹⁴⁴ Ciò che – si è veduto al par. 4 – costituisce lo spirito della funzione di rappresentazione dinamica dell’azionariato svolta dalla disciplina della trasparenza proprietaria.

¹⁴⁵ Si fa riferimento sia agli istituti (come il negozio fiduciario e l’interposizione di persona) a cui la stessa disciplina delle partecipazioni rilevanti, attraverso specifiche norme di chiusura, ricollega un obbligo di comunicazione in funzione antielusiva, sia a “clausole generali” espressive di principi generali dell’ordinamento (come la frode alla legge).

¹⁴⁶ Cfr. cap. 2, par. 3.4.

11. *La scelta del rimedio in presenza di operazioni critiche per le funzioni della trasparenza proprietaria, tra rule e standard.* – Per operare la scelta appena delineata occorre muovere dalla classica distinzione tra norme di tipo *rule* e norme di tipo *standard* ⁽¹⁴⁷⁾.

Clausole generali come quella contenuta nell'art. 1344 c.c., ovvero fattispecie “aperte” come la norma che estende gli obblighi di trasparenza anche al *dominus* in presenza di un'interposizione di persona ⁽¹⁴⁸⁾ possono essere ricondotte con facilità al paradigma degli *standard*. Le norme sulla frode alla legge e sull'interposizione, infatti, richiedono un significativo intervento del giudice – chiamato *post factum* a valutarne la presunta violazione – non soltanto al fine di individuare i fatti che consentano di sussumere la fattispecie concreta in quella astratta (ciò che è ovviamente sempre rimesso alla valutazione del giudicante), bensì anche al fine di stabilire il contenuto precettivo stesso della norma: nel caso che interessa, il giudice è chiamato in particolare, come veduto, a un'analisi dell'assetto di interessi divisato dalle parti al momento della stipulazione del derivato, alla luce dei rapporti di forza che si ricavano, in quel momento, dalle condizioni del mercato dei titoli dell'emittente interessato.

Al contrario, una norma che imponga la trasparenza delle più rilevanti partecipazioni sintetiche costruite sulla base di derivati azionari può essere definita precisamente e quasi completamente, *ex ante*, nel suo contenuto precettivo ⁽¹⁴⁹⁾. Idealmente, una *rule* sulla trasparenza delle partecipazioni sintetiche esige unicamente che siano definiti – una volta per tutte, nel momento in cui la norma viene predisposta – il concetto di “partecipazione sintetica” (ciò che può avvenire attraverso l'individuazione delle tipologie di contratti derivati che consentano, dal lato “lungo”, di acquistare tale partecipazione), nonché la determinazione della soglia di rilevanza e degli altri elementi della fattispecie, in analogia con quanto veduto, al termine della sezione precedente, a proposito della trasparenza dei possessi azionari. È unico, quindi, il momento di definizione dei contenuti della norma ed

¹⁴⁷ D'obbligo il riferimento a L. KAPLOW, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L.J.*, 1992-1993, p. 557 ss., per il quale la differenza tra norme di tipo *rule* e norme di tipo *standard* corre sulla linea dell'«extent to which efforts to give content to the law are undertaken before or after individuals act» (*ivi*, p. 560); ma v. già, in passato, I. EHRLICH - R.A. POSNER, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal Stud.*, 1974 p., 257 ss., e C.S. DIVER, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, in 93 *Yale L.J.*, 1983, p. 65. Per alcune applicazioni della dicotomia in questione in ambito commercialistico, cfr. ad es. F. DENOZZA, “*Rules vs. Standards*” nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni “virtuali”, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 327 ss.; infine, nell'ambito che qui interessa, cfr. recentemente G. FERRARINI - P. GIUDICI - P. SAGUATO (nt. 11), p. 123 ss.

¹⁴⁸ Alla luce dell'analisi svolta nel cap. 3 (alla quale si rimanda anche per l'individuazione delle tipologie di interposizione rilevanti, comprensive anche dei fenomeni fiduciari), si tratta dei più significativi strumenti civilistici attraverso i quali è possibile estendere l'applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti anche alle posizioni “lunghe” costruite sulla base di derivati *cash-settled*. Sebbene non si tratti di una *norma*, ma soltanto di una *fattispecie*, anche l'accertamento di una fattispecie simulatoria, ovvero dell'esistenza di un patto parasociale di voto, può essere accomunato agli strumenti di cui sopra.

¹⁴⁹ Sulla definizione in dettaglio di tale contenuto ci si soffermerà nella sezione che segue.

è limitata significativamente la discrezionalità del giudice o dell'autorità indipendente chiamata a verificarne la corretta applicazione.

Alla semplicità della *rule* prospettata, peraltro, fa fronte l'assoggettamento a *disclosure* un numero di operazioni maggiore rispetto a quelle realmente problematiche per le finalità della disciplina della trasparenza⁽¹⁵⁰⁾, mentre altrettanto non può dirsi dello *standard*, la cui maggiore complessità comporta il vantaggio che siano assoggettate a trasparenza soltanto le operazioni effettivamente problematiche⁽¹⁵¹⁾.

Orbene, nel valutare l'alternativa tra una *rule* di contenuto più semplice e uno *standard* più articolato, conviene soffermarsi, seguendo il modello elaborato da Kaplow, sia sulla presumibile influenza che ciascuna delle due tipologie è suscettibile di determinare sul comportamento degli operatori che vi sono soggetti, sia sulla fase di *enforcement* delle norme⁽¹⁵²⁾.

Con riferimento al *primo* aspetto, occorre considerare i costi che gli investitori debbono sostenere per informarsi circa la portata delle norme in esame, nel momento in cui si accingono a compiere le operazioni che potrebbero ricadere nel relativo ambito di applicazione.

Sul piano teorico, i costi di *compliance* più elevati, necessari per adeguarsi a uno *standard* più complesso, riducono l'efficienza del sistema di regole fondato su tale genere di regole, ad eccezione del caso in cui l'informazione sulle norme applicabili valga effettivamente ad orientare il comportamento degli operatori in direzione del risultato perseguito dal legislatore: se così avviene, infatti, i maggiori costi (individuali) di adeguamento alla disciplina sono compensati dal beneficio (sociale) derivante dalla più diffusa adozione di comportamenti conformi all'obiettivo perseguito dal legislatore. Per converso, una *rule* di semplice struttura comporterebbe senz'altro costi di adeguamento meno ingenti a carico

¹⁵⁰ Per utilizzare l'espressione di J.L. COLEMAN, *Rules and Social Facts*, in 14 *Harr. J. L. & Pub. Pol'y*, 1991, p. 710, si tratta di una *rule* «over-inclusive with respect to the sets of reasons that support or ground [it]». Sul problema della *under-* e *over-inclusiveness* delle norme giuridiche cfr. ad es. I. EHRLICH - R.A. POSNER (nt. 147), p. 268 ss., e, successivamente, ancora L. KAPLOW (nt. 147), p. 588 ss., il quale – diversamente dagli autori che lo hanno preceduto, tendenti a identificare le *rules* come norme giuridiche tendenzialmente semplici e gli *standard* come norme complesse – insiste nel distinguere tra il profilo della *complessità* delle regole (si che *rules* semplici possono essere confrontate con *rules* complesse, e *idem* dicasi per gli *standards*) e la questione della tipologia delle regole (*rules* e *standards*, da cui si originano costi sociali di tipo diverso a parità di complessità).

¹⁵¹ Si trascura in questa sede il problema degli errori giudiziari, comuni a entrambe le tipologie di regole.

¹⁵² Cfr. L. KAPLOW (nt. 147), p. 562 s. Non appare invece opportuno indugiare nella comparazione tra i due tipi di norme sotto il profilo dei costi di predisposizione delle norme (*promulgation costs*), ciò che rappresenta – nella teoria elaborata da Kaplow – il primo terreno di confronto tra *rule* e *standard*: nel caso che ci occupa, infatti, gli *standards* sono già esistenti, sicché i costi di predisposizione riguardano soltanto la *rule* ovvero, al più, la rimodulazione del perimetro degli *standards* sì da garantire al mercato una trasparenza più ampia.

degli operatori, ma a tali costi si sommerebbero quelli legati all'estensione eccessiva del campo di applicazione della norma in questione ⁽¹⁵³⁾.

Orbene, se è certo che operatori sofisticati sopporteranno *in ogni caso* rilevanti costi di *compliance* (anche quando si tratti di adeguarsi alle “pieghe” di uno *standard* complesso)⁽¹⁵⁴⁾, allo stesso tempo non può dirsi che i vigenti *standard* di matrice civilistica siano in grado di orientare efficacemente i comportamenti degli operatori in questione. Come veduto (cfr. l'analisi svolta al cap. 3), la loro effettiva applicabilità ai casi di “proprietà nascosta” si dimostra il più delle volte discutibile, sia a causa di un'obiettivo incertezza, sul piano dogmatico, circa il corretto inquadramento degli istituti in questione in generale e sulla loro declinazione nella materia in esame ⁽¹⁵⁵⁾, sia per via della difficile e controvertibile ricostruzione fattuale di ciascun caso concreto ⁽¹⁵⁶⁾.

In sostanza, ai rilevanti (e certi) costi di adeguamento alla disciplina non sembra fare riscontro un pari beneficio derivante dalla maggiore aderenza dei comportamenti degli operatori all'obiettivo divisato dal legislatore (cioè trasparenza delle partecipazioni rilevanti, anche quando “occulte”), dal momento che l'incertezza intorno all'applicazione degli *standard* vigenti implica, al contrario, opportunità di elusione delle norme di trasparenza esistenti.

In tale contesto, l'introduzione di un obbligo di comunicazione al pubblico delle partecipazioni sintetiche rilevanti (di semplice applicazione) appare preferibile rispetto allo

¹⁵³ L. KAPLOW (nt. 147), p. 592 s.: sicché, uno *standard* complesso sarà tendenzialmente preferibile a una *rule* semplice nella misura in cui orienti in direzione dell'efficienza il comportamento degli operatori, mentre risulterà preferibile la *rule* ogniquale – a causa dei costi eccessivi di *compliance* – gli operatori non siano in grado di orientare i propri comportamenti in modo da conformarsi alla norma.

¹⁵⁴ Nel campo qui d'interesse si osserva, di norma, che i soggetti i quali si rendono acquirenti di partecipazioni rilevanti di importo significativo sono investitori sofisticati, disponibili a impiegare risorse in attività di *compliance* e a ricevere consulenza legale nel momento in cui pongono in atto operazioni “a rischio” di violazione della disciplina sulla trasparenza proprietaria. Non è un caso che le banche d'affari abbiano spesso avuto un ruolo “organizzativo” determinante nei più importanti episodi di proprietà occulta: si pensi, tra i molti, ai casi Ithaca/Perry e Ifil/Exor: cfr. *retro*, cap. 2.

¹⁵⁵ Si pensi, facendo riferimento al diritto civile italiano, alla controversa interpretazione del concetto di frode alla legge, ai dubbi avanzati sulla configurabilità dogmatica del c.d. negozio indiretto, al problematico inquadramento della “proprietà fiduciaria”. Cfr. *supra*, cap. 3, sez. III.

¹⁵⁶ Emblematico, in proposito, è il caso Ifil/Exor: il procedimento amministrativo e poi giudiziario avviato nei confronti dell'Ifil, del suo socio di riferimento e dei loro consulenti aveva ad oggetto la violazione delle norme sugli abusi di mercato, mentre il caso è spesso portato ad esempio di violazione delle norme sulla trasparenza proprietaria e sull'opa obbligatoria. Analogamente, nel caso Unipol/BNL (che pure non è strettamente attinente al tema dei *cash-settled derivatives*) la Consob ha proposto una ricostruzione dei fatti e un'interpretazione delle norme profondamente divergente da quella poi accolta da alcune corti d'appello in sede di impugnazione, ma non distante da quella fatta propria da altre: cfr. le pronunce e i riferimenti dottrinali citati al cap. 3, nt. 193. Il punto è colto dalla Commissione Europea, la quale (facendo soprattutto riferimento alle investigazioni del BaFin tedesco, che non hanno condotto alla sanzione delle condotte sospette), osserva: «Member States that have not introduced specific legislation regardin cash-settled derivatives have not been able to rely on general principles or fraud theories to curb [unlawful] practices» (cfr. il documento di consultazione cit. alla nt. 132, p. 79).

status quo: l'obbligo di *disclosure*, infatti, consente di ridurre i costi sostenuti dagli operatori per conformarsi alla disciplina vigente (l'obbligo di comunicazione comporta infatti, per la sua semplicità, minori costi di *compliance*) e, al tempo stesso, di limitare i casi di aggiramento degli obblighi stabiliti con riferimento alle partecipazioni azionarie vere e proprie.

Il secondo aspetto che occorre considerare riguarda l'*enforcement* delle norme in analisi. Il discorso, in proposito, è assai più semplice: si è già detto, infatti, delle maggiori difficoltà legate all'applicazione degli *standard* complessi invocabili in presenza di fenomeni di proprietà nascosta di azioni, rispetto a regole che impongano, *ex ante*, la comunicazione delle partecipazioni sintetiche rilevanti.

Ciò posto, si deve tornare all'assunto da cui si sono prese le mosse per il confronto tra *rule* e *standard* nella materia che ci occupa.

Ed invero, l'introduzione di obblighi di comunicazione delle partecipazioni sintetiche in affiancamento ai vigenti *standard* appare opportuna soltanto nei due casi in cui – secondo quanto veduto nel precedente paragrafo – essa costituisce un'effettiva minaccia all'assolvimento delle funzioni proprie della trasparenza proprietaria. Si tratta delle due ipotesi seguenti: (i) quella in cui i titolari di partecipazioni sintetiche sono in grado di incidere sulla formazione della volontà assembleare attraverso il mancato esercizio dei diritti di voto spettanti alle azioni di copertura; nonché (ii) l'ipotesi in cui l'investitore è in condizione di “convertire” la propria partecipazione sintetica in azioni dell'emittente di riferimento (si che i derivati con regolamento in contanti divengono, di fatto, derivati con consegna del sottostante): ciò si verifica segnatamente, come veduto nel cap. 2, in occasione della promozione di iniziative “attiviste” da parte di soci di minoranza e di offerte pubbliche di acquisto di natura volontaria.

Soltanto laddove l'ambito di applicazione degli ipotizzati obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche sia limitato a tali fattispecie sarà possibile evitare che il carattere *overinclusive* delle stesse (che costituisce l'aspetto negativo della loro “semplicità”) comporti uno sconfinamento nel campo degli investimenti puramente economici, in relazione ai quali – come detto – l'imposizione di una *disclosure* appare inopportuna e in contrasto con il sistema. Parimenti, si eviterà che i costi sostenuti per l'attuazione delle norme di nuova introduzione divengano eccessivi rispetto al numero di casi effettivamente problematici.

In conclusione, allorché le due descritte “minacce” alle funzioni della trasparenza proprietaria assumono un ruolo preponderante, la *disclosure* della partecipazione sintetica diviene uno strumento di regolazione coerente con le esigenze di politica legislativa esaminate nella sezione precedente e, allo stesso tempo, più efficiente rispetto ai rimedi civilistici esistenti. Per contro, all'esterno di tali aree critiche, l'introduzione di una norma di trasparenza comporta costi superiori ai benefici, e finisce per inserirsi in modo incoerente nell'impianto esistente delle norme sulla trasparenza proprietaria; in tali casi, sono da ritenersi valide le conclusioni raggiunte al termine del par. 9, e gli *standard* vigenti

appaiono in grado di fronteggiare i (più isolati) casi di “proprietà nascosta” che eventualmente si incontrino ⁽¹⁵⁷⁾.

SEZIONE III. – *Ambito di applicazione, caratteristiche e fonte normativa di ideali obblighi di trasparenza delle partecipazioni sintetiche.*

Nei paragrafi seguenti si tenterà di declinare in concreto la conclusione appena raggiunta, al fine di tratteggiare i contorni di un ideale obbligo di comunicazione delle partecipazioni sintetiche e definirne con maggiore precisione l’ambito di applicazione. Si tratta, altresì, di stabilire quale sia, in ambito europeo, la fonte normativa (comunitaria o nazionale) che può più opportunamente generare le norme in questione.

I paragrafi che seguono costituiscono altresì l’occasione per una prima valutazione degli obblighi di *disclosure* introdotti in alcuni paesi (anche non europei), nonché delle proposte attualmente in discussione a livello comunitario e in Italia.

12. *Le tipologie di derivati oggetto di disclosure.* – Una prima questione riguarda l’individuazione dell’oggetto della *disclosure*. Si è detto, in proposito, che le più problematiche interferenze dei derivati azionari con le funzioni della trasparenza proprietaria derivano dall’utilizzo delle partecipazioni sintetiche costruite sulla base di tali derivati con il fine di attuare strategie di “proprietà nascosta”.

Pertanto, l’individuazione delle partecipazioni sintetiche rilevanti ai fini della *disclosure* dovrebbe guardare alle caratteristiche, esaminate nel capitolo 1, degli investimenti che consentono di porre in atto simili strategie: dovrebbe, cioè, trattarsi di partecipazioni che garantiscano al titolare di una posizione “lunga” acquistata su un derivato azionario di un’esposizione finanziaria corrispondente a quella di un azionista dell’emittente di riferimento. Tale esposizione, come si è visto, può essere acquistata, innanzitutto, attraverso la sottoscrizione di derivati aventi quoziente “delta” pari a uno ⁽¹⁵⁸⁾.

Appare, quindi, opportuno ricomprendere negli obblighi di *disclosure* una definizione di partecipazione sintetica che faccia riferimento alla struttura dei derivati in questione e, in particolare, al carattere lineare e simmetrico dell’esposizione garantita dal derivato rispetto all’azione sottostante ⁽¹⁵⁹⁾.

Tale è la soluzione adottata nei principali paesi che hanno introdotto una disciplina della *disclosure* dei derivati azionari, dove a un’elencazione “nominale” degli strumenti

¹⁵⁷ Per un cenno in questo senso, cfr. D. ZETZSCHE (nt. 11), § C(6). La questione, invece, non pare affrontata con sufficiente consapevolezza dal documento di consultazione del CESR che, ad avviso di chi scrive, non ha ancora provveduto ad una adeguata analisi degli strumenti regolatori più indicati per contrastare i fenomeni di *hidden ownership*.

¹⁵⁸ Cfr. in particolare cap. 1, par. 9.

¹⁵⁹ Di «linear, symmetric payoff profile, in line with the underlying share» parla FSA, *Disclosure of Contracts for Difference: Feedback and Policy Statement on CP07/20, and Further Technical Consultation*, 2008, disponibile sul sito ‘www.fsa.gov.uk’, p. 22.

rilevanti ai fini della trasparenza ⁽¹⁶⁰⁾, si è preferita una definizione onnicomprensiva, che guarda al concetto di partecipazione sintetica, e cioè alla capacità dell'investimento in derivati di replicare, sul piano finanziario, il possesso di una partecipazione azionaria ⁽¹⁶¹⁾. Talvolta, peraltro, a tale definizione generale si è opportunamente affiancata un'esemplificazione dei principali strumenti derivati che consentono di acquisire una partecipazione di questo tipo ⁽¹⁶²⁾.

12.1 (segue): *La questione dell'adattamento della disclosure al quoziente "delta" del derivato.* – Alla luce della definizione prospettata, si pone la questione di come tenere in considerazione l'esposizione economica acquisita nei confronti di un titolo azionario sulla base di derivati che replicano in modo *asimmetrico* i flussi finanziari propri di un'azione (con coefficiente "delta", cioè, inferiore a uno). Il problema più rilevante riguarda le opzioni *cash-settled*, il

¹⁶⁰ Così, invece, la soluzione del primo ordinamento che ha stabilito una disciplina per la *disclosure* dei contratti derivati con regolamento in contanti: la *Securities and Futures Ordinance* della Hong Kong Securities and Futures Commission (Part XV, Ch. 571, *sub* definizione di «equity derivatives»).

¹⁶¹ Emblematica, in proposito, la formulazione francese, che fa comprensivo riferimento a strumenti finanziari *cash-settled* che consentono «*effet économique similaire à la possession des [...] actions*». Cfr. art. 233-7, par. I, comma 3, lett. *c*), *code com.* Su tale definizione, cfr. F. PELTIER - C. MAISON-BLANCHE, *Déclarations de franchissement de seuils. La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés*, in *Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2009, p. 1509 ss. L'art. 223-14 del *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers* precisa che debbono considerarsi tali gli strumenti finanziari che procurino una «*position longue*» rispetto alle azioni dell'emittente considerato. Sulla stessa linea, ma con formulazione meno perspicua, l'*Ordonnance sur les bourses* dell'autorità di vigilanza svizzera (FINMA), che si riferisce a «*les instruments financiers qui prévoient ou permettent une exécution en espèces, ainsi que les contrats à terme avec règlement en espèces*» (art. 15, comma 1, lett. *c*)).

Più analiticamente, sulla stessa linea, si è mosso il regolatore britannico, che ha imposto la *disclosure* dei *financial instruments* che hanno «*similar economic effects to qualifying financial instruments*» (cioè le azioni e i derivati con regolamento in natura)(cfr. *DTR 5.3.1R(1)(b)*, intendendosi rientrare in tale categoria lo strumento finanziario i cui «*terms are referenced, in whole or in part, to an issuer's shares and, generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled physically in shares or in cash. This is because such an instrument may give the holder the potential to gain an economic advantage in acquiring, or gaining access to, the underlying shares. For example, that result may occur because of the likelihood that the counterparty will have hedged with the underlying shares or with an instrument which may provide access to such shares. [...]*» (*DTR 5.3.3(2)(a)*). Si noti, peraltro, l'estrema problematicità della definizione appena riportata: nel tentativo di descrivere gli effetti "societari" dell'utilizzo delle partecipazioni sintetiche, la norma pare limitare gli obblighi di *disclosure* ai soli strumenti derivati *cash-settled* per i quali esistano probabilità di "conversione" in azioni, così richiedendo agli operatori (e al regolatore stesso, in fase di *enforcement*) una valutazione dei rischi che finisce per accrescere in modo eccessivo la complessità della *rule*, e revocando di conseguenza in dubbio la sua effettiva opportunità in luogo di uno *standard* che presenta, di fatto, analoga complessità.

Nello stesso senso è anche la valutazione del CESR (nt. 11), p. 11: «CESR considers that a broad definition, based on the concept of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares is the only practicable way forward».

¹⁶² Così in Svizzera (riferimento ai *contracts for difference* e ai *financial futures*: cfr. art. 15, comma 1, lett. *c*), *Ord. FINMA*).

cui utilizzo è stato più volte registrato nel quadro di episodi, anche clamorosi, di proprietà occulta di azioni ⁽¹⁶³⁾.

In presenza di derivati con “delta” non unitario, gli intermediari in posizione “corta” coprono il rischio assunto acquistando un numero di azioni variabile nel tempo e non corrispondente, di regola, al numero di azioni sottostanti il contratto. Come è evidente, la variazione del numero di azioni sottostanti, richieste a scopo di copertura, determina un’oscillazione dell’entità della partecipazione cui il soggetto in posizione lunga può avere accesso al momento del *close-out* del derivato.

Sul fronte degli obblighi di trasparenza, si aprono essenzialmente due alternative. La prima non considera la natura asimmetrica delle opzioni e impone al possessore in posizione lunga la *disclosure* in base al valore nozionale del contratto (tale approccio è stato indicato come *nominal disclosure*). La seconda alternativa, al contrario, tiene in considerazione la circostanza della variabilità del quoziente “delta”, richiedendo al possessore dell’opzione di dichiarare al pubblico una partecipazione corrispondente al numero di azioni che occorrerebbe alla controparte per costruire uno *hedge* completo rispetto alla posizione contrattuale assunta (si è parlato, in proposito, di *delta-adjusted disclosure*). Mentre la maggior parte degli ordinamenti che hanno disciplinato la trasparenza dei derivati azionari non ha affrontato espressamente la questione (così ponendo una questione interpretativa di non semplice soluzione)⁽¹⁶⁴⁾, l’ordinamento inglese ha scelto – seppure in via sperimentale – la via del *delta adjustment* ⁽¹⁶⁵⁾.

¹⁶³ Nel cap. 2 si è dato conto di alcuni tra i più clamorosi episodi di *hidden ownership* in cui fondamentale è stato l’utilizzo di opzioni con regolamento in contanti (Porsche/Volkswagen, Continental/Schaeffler).

¹⁶⁴ Nell’ordinamento di Hong Kong le opzioni sono sicuramente ricomprese negli obblighi di *disclosure* secondo un criterio “nozionale”: cfr. la definizione di «equity derivatives» contenuta nella già citata *Securities and Futures Ordinance*. In assenza di precisazioni, il riferimento francese allo «effet économique similaire» (art. L. 233-7, par. I, comma 3, lett. c), *code com.*) lascia propendere per la soluzione che le opzioni *cash-settled* non debbano formare oggetto di comunicazione al pubblico. In Svizzera parrebbe, invece, prevalere la soluzione contraria, facendosi riferimento generico agli «instruments financiers qui ... permettent une exécution en espèce» (art. 15, comma 1, lett. c), *Ord. FINMA*). La Consob, nel sottoporre la questione alla consultazione degli interessati, ha finora adottato un atteggiamento neutrale: cfr. CONSOB (nt. 11), p. 24.

¹⁶⁵ Il problema è affrontato criticamente in FSA, *Disclosure of Contracts for Difference: Feedback and Policy Statement on CP07/20, and Further Technical Consultation*, 2008, sul sito ‘www.fsa.gov.uk’ (di seguito, “FSA 2008”), p. 22 s. e in FSA, *Disclosure of Contracts for Difference: Feedback on CP08/17 and Final Rules*, 2009, *ivi*, (di seguito, “FSA 2009”), p. 9 ss. La formulazione delle DTR in relazione alla questione del c.d. *delta adjustment* (cfr. § 5.3.3G(2)(b)) è la seguente: «‘long’ derivative *financial instruments* not having a linear, symmetric pay-off profile in line with the underlying *share* (that is, instruments not having a ‘delta 1’ profile, for example cash-settled *options*) should be considered to have an economic effect, in relation to the underlying *shares* represented, similar to that of a qualifying *financial instrument*, only in the proportion which is equal to the delta of the instrument at any particular point in time. So, for an instrument with a delta of 0.5 on a particular day, the instrument will provide a ‘similar economic effect’ in half of the underlying *shares* represented. This will mean that holders may need to monitor delta changes at the end of each trading day in order to determine whether a disclosure is required» (corsivi corrispondenti alle

Naturalmente, entrambe le soluzioni sono problematiche. La prima, ancorata ai valori nozionali del derivato, è senz'altro di più agevole applicazione per gli operatori, in quanto non richiede un quotidiano ricalcolo del quoziente "delta" per aggiornare l'importo della partecipazione sintetica effettiva. La soluzione del *delta adjustment*, d'altra parte, è in grado di fornire al mercato un'informazione più precisa circa l'effettiva esposizione "sintetica" dell'investitore dichiarante.

Si è paventato che l'adozione di tale ultimo criterio provochi un numero eccessivamente elevato (e disorientante) di comunicazioni, in conseguenza di frequenti spostamenti al di sotto e al di sopra della soglia di rilevanza, dovuti alle oscillazioni del valore "delta"; si sono altresì segnalati i costi "amministrativi" che la rideterminazione frequente del "delta" impone agli investitori. In verità, il numero di comunicazioni (e relativi costi per i dichiaranti) potrebbe risultare elevato anche ove si optasse per un obbligo di dichiarazione basato sul valore nozionale del derivato, nella misura in cui opzioni *nominalmente* rilevanti rappresentassero in realtà una partecipazione sintetica inferiore alla soglia.

Piuttosto, la scelta di calibrare gli obblighi di trasparenza sulla base del quoziente "delta" è indice di attenzione maggiormente orientata ai rischi di utilizzo dei derivati con finalità elusiva delle regole di trasparenza. Al contrario, ove la norma non tenesse conto del numero di azioni effettivamente necessarie per la copertura dell'opzione, il pubblico sarebbe destinatario di un'informazione relativa all'"investimento economico" del dichiarante, a prescindere da momentanee oscillazioni del titolo⁽¹⁶⁶⁾. Poiché – come si è tentato di dimostrare – quest'ultima funzione è da considerarsi sostanzialmente estranea al vigente impianto della disciplina sulla trasparenza proprietaria, appare effettivamente più congrua l'adozione di un sistema calibrato sul quoziente "delta", anche in considerazione del fatto che le opzioni non costituiscono gli unici strumenti derivati con valore "asimmetrico" rispetto al sottostante e non necessariamente – a differenza che nel caso delle opzioni – il "delta" del derivato è destinato a mutare nel tempo⁽¹⁶⁷⁾.

definizioni nell'originale). La formulazione è sperimentale perché per i primi sette mesi di applicazione della nuova disciplina di trasparenza, agli operatori è stato consentito di scegliere se effettuare la *disclosure* «on a delta-adjusted basis» ovvero su base nozionale, in quest'ultimo caso con l'obbligo di fornire un supplemento di informazione idoneo a consentire al mercato di ricavare l'entità effettiva della partecipazione sintetica. La soluzione inglese sembrerebbe oggi preferita, a livello europeo, dal CESR (nt. 11), p. 12 s., che pure ha consultato, sul punto, l'opinione degli interessati.

¹⁶⁶ Peraltro, qualora la strada di una *disclosure* di tipo nozionale fosse effettivamente imboccata, il mercato disporrebbe verosimilmente (attraverso l'indicazione sulla durata residua dell'opzione e sul prezzo di esercizio di essa) di dati sufficienti per ricavare anche il quoziente "delta" e, così, la quantità di sottostante che identifica l'effettiva partecipazione sintetica che fa capo all'investitore.

¹⁶⁷ Come veduto, infatti, anche derivati solitamente indicati come "simmetrici" possono, in taluni casi, presentare le criticità delle opzioni sotto il profilo ora in esame. È il caso, ad esempio, degli *equity swap* nei quali è previsto un "moltiplicatore" dei flussi di cassa, talché alla variazione marginale del prezzo delle azioni sottostanti corrisponde una variazione più che proporzionale del valore del derivato (cfr. cap. 1, par. 5). La differenza, in questo caso, è data da due fattori: sono ipotizzabili quozienti "delta" superiori all'unità; peraltro, il quoziente rimane stabile nel tempo. In questo caso, l'opzione del criterio del *delta*

Per i casi in cui vi sia effettiva variabilità del quoziente, potranno essere adottati accorgimenti volti a limitare i costi (per i dichiaranti e per il sistema) di un'“alluvione” informativa, ad esempio prevedendo opportune esenzioni dall'obbligo di aggiornamento della *disclosure* già fornita in relazione ai medesimi strumenti finanziari; in sostituzione si potrebbe, in ipotesi, prevedere un obbligo di *aggiornamento* solo periodico e non continuo con riferimento alle opzioni già comunicate al pubblico (168).

12.2. (segue): *Il problema dell'estensione della trasparenza ai derivati negoziati su sistemi di negoziazione organizzati*. – Una seconda questione, sempre inerente l'individuazione degli strumenti finanziari oggetto di *disclosure*, riguarda l'opportunità di limitare il regime di *disclosure* alle partecipazioni sintetiche acquistate attraverso i derivati negoziati tra le parti al di fuori di mercati regolamentati e di altri sistemi di negoziazione organizzati, ovvero di estendere la trasparenza anche in relazione ai derivati scambiati su tali sistemi.

La ragione di una disciplina limitata agli scambi conclusi *fuori* da sistemi organizzati di scambio è stata ricondotta a due profili. Anzitutto, laddove il derivato sia negoziato in un mercato regolamentato, le posizioni degli investitori sono generalmente assunte nei confronti di una controparte centralizzata (169): pertanto, poiché non si viene a creare un rapporto diretto tra investitore (in posizione “lunga”) e intermediario finanziario, neppure vi sarebbe, per il primo, la possibilità di accedere con facilità al sottostante acquistato dal

adjustment appare decisamente preferibile, anche in funzione antielusiva: in simili casi, infatti, qualora il valore delle azioni sottostanti cresca in misura significativa, ad un “nozionale” non rilevante ai fini della trasparenza potrebbe corrispondere una partecipazione sintetica di gran lunga superiore alle soglie di rilevanza. Si faccia l'esempio di un *equity swap* relativo a un milione di azioni con diritto di voto di Alfa, società quotata, con moltiplicatore pari a 1,5. In questo caso il quoziente delta è pari a 1,5 perché, ipotizzando che, alla data del *settlement*, il prezzo delle azioni in questione sia aumentato dell'1 per cento rispetto alla data di conclusione del contratto, la parte lunga acquista il diritto al pagamento dell'1,5 per cento del valore nozionale del contratto. Di conseguenza, la parte corta sarà coperta dal rischio maturato avendo acquistato azioni sottostanti in quantità pari a 1,5 volte il nozionale. Nell'ipotesi in cui sia in vigore un regime che non tiene conto del *delta-adjustment*, e qualora la soglia di rilevanza sia collocata in corrispondenza di una quota di possesso azionario intermedia tra 1 e 1,5 milioni di azioni, la conclusione di un contratto con nozionale inferiore alla soglia di rilevanza, ma con previsione di un moltiplicatore, rappresenterebbe un facile espediente per aggirare l'obbligo di *disclosure* delle partecipazioni sintetiche.

¹⁶⁸ Come si vedrà, peraltro, la soluzione proposta da chi scrive consente in ogni caso di ridimensionare il problema dei costi, alla luce dei limitati ambiti (di materia e di tempo) nei quali l'obbligo di dichiarazione diverrebbe efficace.

¹⁶⁹ Con particolare riferimento alla disciplina italiana, va osservato che la previsione di una controparte centralizzata è *obbligatoria* nel contesto di un sistema di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati. Tanto si ricava dall'art. 70, comma 2, t.u.f. (ove si prevede che gli «organismi» che gestiscono i sistemi di compensazione e garanzia delle «operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari» «assumono in proprio le posizioni contrattuali da regolare»), nonché dagli artt. 68 e 69 t.u.f. che, sebbene non prevedano in via obbligatoria l'istituzione di una controparte centralizzata, non si applicano, per espressa disposizione, nei confronti di operazioni su strumenti derivati. Per una descrizione sintetica di tale meccanismo, cfr. F. ANNUNZIATA (nt. 3), p. 271 ss.

secondo con finalità di *hedge* ⁽¹⁷⁰⁾. Inoltre, la standardizzazione dei contratti imposta dalla negoziazione sul mercato non renderebbe possibile, alle parti, modificare concordemente le modalità di *settlement* durante la vigenza del contratto ⁽¹⁷¹⁾.

In verità, nessuno dei due assunti appare convincente. Quanto al primo, se è certo vero che la presenza di una controparte centralizzata ha l'effetto di ostacolare la stipulazione di accordi "accessori" tra le parti di un contratto derivato (segnatamente, accordi relativi alla cessione del sottostante in seguito allo scioglimento del contratto), non può tuttavia essere sottovalutato l'effetto che un massiccio investimento in derivati è in grado di provocare sul mercato delle azioni cui i derivati si riferiscono; e ciò, indipendentemente dalla presenza di accordi tra le parti in ordine alla cessione del sottostante. Come più volte ribadito, l'effetto sulla domanda e sull'offerta sul mercato delle azioni di riferimento può spesso costituire – specie in corrispondenza di determinati eventi societari – il frutto di un'iniziativa unilaterale dell'investitore. Tale fenomeno, sia pure con modalità diverse, può verificarsi anche nel caso in cui un'ingente partecipazione sintetica sia stata accumulata sulla base di derivati negoziati sul mercato regolamentato. In particolare, la vendita improvvisa, da parte dell'investitore in posizione "lunga", degli strumenti in questione potrà riflettersi sul mercato delle azioni sottostanti inducendo alcuni investitori a vendere le proprie azioni per evitarne il deprezzamento; si realizzerà, così, un effetto simile a quello che si verifica, di regola, in corrispondenza del *close-out* dei derivati conclusi al di fuori dei mercati regolamentati ⁽¹⁷²⁾.

Quanto al secondo assunto, è sufficiente osservare come – anche con riferimento agli episodi di *hidden ownership* costruiti a partire da derivati conclusi fuori dal mercato regolamentato – il mutamento della modalità di *settlement* del contratto non costituisce affatto l'unico (e neppure il più diffuso) strumento per realizzare la conversione di una partecipazione sintetica in una effettiva. Al contrario, come illustrato nel cap. 1, il recesso dal contratto e la risoluzione per mutuo dissenso costituiscono strumenti più comuni e altrettanto efficaci per raggiungere il medesimo risultato.

Più in generale, con riferimento alla disciplina comunitaria, v'è da osservare che, a rigore, la centralizzazione delle controparti non costituisce, finora, un obbligo di legge, né in materia di mercati regolamentati, né in materia di sistemi multilaterali di negoziazione, ancorché la previsione di un sistema di garanzia così strutturato costituisca in pratica la norma ⁽¹⁷³⁾.

In aggiunta, non si può escludere l'ipotesi che investitore e intermediario si accordino preventivamente tra loro (fuori da una *trading venue*) per concludere un contratto derivato

¹⁷⁰ La questione è posta da FSA (nt. 11), p. 8 s.

¹⁷¹ Cfr. CONSOB (nt. 11), p. 22.

¹⁷² In senso parzialmente simile, cfr. FSA 2009 (nt. 166), p. 7.

¹⁷³ Come veduto, la controparte centralizzata può al più costituire una modalità di esecuzione obbligata per chi gestisce il servizio di garanzia nei confronti degli investitori che assumono posizioni in contratti derivati: cfr. art. 70, comma 2, t.u.f. Si v. tuttavia la proposta di regolamento comunitario di cui alla nota che segue.

su un mercato regolamentato. Ciò potrebbe rispondere all'esigenza di avvalersi di un soggetto che offre il servizio di garanzia sui contratti in questione interponendosi quale controparte centralizzata (174).

Insomma, l'esclusione dell'obbligo di *disclosure* con riferimento a derivati conclusi nei sistemi di negoziazione organizzati non sarebbe del tutto coerente con la disciplina attuale dei sistemi di garanzia dei contratti, né sarebbe soddisfacente sul piano dell'efficacia del rimedio. In considerazione di tale ragione, gli ordinamenti comunitari che prevedono norme di trasparenza dei derivati azionari tendono a considerare irrilevante il luogo ("pubblico" o "privato") nel quale è concluso il contratto (175).

13. *Momenti della vita societaria rilevanti per la disclosure delle partecipazioni sintetiche. In particolare, la questione della mancata partecipazione delle azioni di copertura al voto assembleare.* – Così definito, in astratto, il concetto di partecipazione sintetica rilevante ai fini delle possibili norme di trasparenza, si pone la questione di individuare i momenti della vita dell'emittente ai quali ricollegare l'obbligo di *disclosure*. Come l'analisi svolta nella precedente sezione ha tentato di dimostrare, infatti, l'operare di obblighi di comunicazione preventiva delle partecipazioni sintetiche si rende preferibile all'applicazione di *standard* che operano *a posteriori* soltanto in corrispondenza di particolari momenti della vita societaria.

Un primo momento rilevante ai fini che interessano – come si è veduto – è quello delle *assemblee* della società. Al riguardo, pare opportuno predisporre obblighi di comunicazione che consentano al pubblico di conoscere l'esistenza di azioni potenzialmente sottratte alla formazione della volontà assembleare, attraverso il mancato intervento delle parti "corte" in assemblea *ovvero* all'astensione di queste ultime. Si tratta, quindi, di individuare una *soglia di partecipazione* "critica" alla luce del profilo in esame, tenendo in considerazione il tasso relativamente ridotto di intervento in assemblea nelle società quotate.

Come è noto, mancata partecipazione ai lavori dell'assemblea e astensione dal voto tendono a incidere in modo opposto sulla formazione della volontà assembleare. Il mancato intervento dei soci riduce, almeno in Italia, il numero di azioni con cui è

¹⁷⁴ L'ipotesi è espressamente prevista dall'art. 54 del regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 22 febbraio 2008, recante *Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione*. Peraltro, numerose iniziative sono oggi volte a rendere obbligatoria la intermediazione di una controparte centralizzata anche tra coloro che concludono un contratto derivato al di fuori di una *trading facility*: in particolare, in Europa, si v. la recentissima *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni*, COM(2010) 484. La proposta prevede l'obbligo di compensazione delle posizioni assunte dalle controparti di derivati OTC che siano intermediari finanziari (c.d. controparti finanziarie) nonché, al superamento di una soglia da stabilirsi a cura dell'ESMA, anche alle controparti non finanziarie. Sulle controparti finanziarie, inoltre, incombono obblighi di segnalazione all'ESMA periodici e immediati.

¹⁷⁵ Cfr. FSA 2009 (nt. 166), p. 7. E v. altresì l'art. 223-14 *Rég. AMF*, da cui non risulta alcuna esclusione per gli strumenti in questione. Nello stesso senso, parrebbe, CESR (nt. 11), p. 11. Fuori dall'Unione Europea, si v. l'analoga soluzione adottata in Svizzera (art. 15 *Ord. FINMA*).

possibile ottenere l'approvazione di una proposta di deliberazione ⁽¹⁷⁶⁾; nei paesi caratterizzati da concentrazione della proprietà azionaria, la mancata partecipazione di una parte dei soci rafforza quindi, di fatto, il potere degli azionisti di controllo.

Al contrario, l'astensione opera alla stregua di un voto negativo, dal momento che il processo di formazione del consenso non richiede la prevalenza dei voti favorevoli a una certa delibera rispetto a quelli contrari, bensì il raggiungimento, da parte dei voti favorevoli, di un *quorum* parametrato alla totalità delle azioni intervenute ⁽¹⁷⁷⁾.

Sul piano teorico, con riferimento a entrambi i fenomeni di mancata partecipazione dell'azionista, la ricerca di una soglia critica alla quale ricollegare un dovere di trasparenza dovrebbe orientarsi in funzione del *margin di vantaggio* con il quale, in media, le maggioranze assembleari approvano le decisioni fondamentali per il funzionamento della società (approvazione del bilancio, nomina degli organi sociali) nel mercato di riferimento ⁽¹⁷⁸⁾.

In particolare, il riscontro di margini di vantaggio in media particolarmente esigui (e, quindi, di votazioni assai "combattute") dovrebbe suggerire l'opportunità di un obbligo di trasparenza in corrispondenza di soglie più basse: infatti, anche la sottrazione alla dialettica assembleare di un pacchetto azionario corrispondente a una quota ridotta delle azioni emesse (sia attraverso la mancata partecipazione alla riunione, sia attraverso l'astensione) potrebbe risultare decisivo per un diverso esito della votazione. Per la stessa ragione, sarebbero sufficienti norme meno stringenti qualora i margini di approvazione fossero mediamente più elevati.

L'attuale indisponibilità di dati empirici rilevanti, soprattutto in ambito comunitario, suggerisce di ricercare nel vigente sistema indicazioni provenienti da situazioni analoghe.

In proposito, si può fare riferimento all'esenzione accordata dalla direttiva *Transparency* (art. 9, par. 6) in relazione ai «diritti di voto detenuti nel portafoglio di

¹⁷⁶ Si tratta di osservazione comune: v. per tutti F. LAURINI, *Commento agli artt. 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, cit., 2008, p. 98, ove altri riff.

¹⁷⁷ O, nel solo caso di assemblee straordinarie di società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, alla totalità delle azioni emesse, giusta il disposto dell'art. 2368, comma 2, c.c. Il valore dell'astensione, nel nostro ordinamento è stato – come noto – discusso precedentemente alla riforma del diritto societario (cfr. per riff. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, Diritto delle società*, Torino, 1999⁴, p. 304; R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3, tomo 1, Torino, 1994, p. 72 ss.). Dopo la riforma, la tesi dell'equivalenza dell'astensione al voto negativo, ai fini della determinazione del *quorum* deliberativo, è largamente prevalente: cfr. A. SERRA (nt. 143), p. 64, nonché ancora F. LAURINI (nt. 176), p. 98, nt. 37, ove altri riferimenti anche agli isolati orientamenti contrari.

¹⁷⁸ Si tratta di una grandezza di riferimento suggerita recentemente da studi in ambito nordamericano, ove si è osservata una riduzione del margine con cui vengono approvate le deliberazioni assembleari più importanti (specialmente la nomina degli amministratori della società), ciò che segnala un aumento della conflittualità all'interno delle assemblee delle società quotate e, allo stesso tempo, una partecipazione più attiva e propositiva dei soci di minoranza ai lavori dell'assemblea. M. KAHAN - E.B. ROCK (nt. 17), p. 1229 ss.

negoziante (179) [...] di un ente creditizio o di un'impresa di investimento», a condizione che tali diritti non superino il 5 per cento e «l'ente creditizio o l'impresa di investimento assicuri che i diritti di voto [...] non siano esercitati o altrimenti utilizzati per intervenire nella gestione dell'emittente».

L'evidente *ratio* dell'esenzione in esame è di alleggerire gli intermediari finanziari da obblighi di comunicazione in relazione a partecipazioni prive di diretta influenza sulla formazione della volontà assembleare. Allo stesso tempo, parrebbe, quando tali partecipazioni raggiungano una dimensione particolarmente importante, la loro comunicazione si rende necessaria in considerazione dell'effetto indiretto che la sottrazione di un numero rilevante di azioni alla partecipazione assembleare potrebbe dispendere sull'esito delle deliberazioni (180).

Evidenziata tale comunanza di *ratio*, la soglia del 5 per cento, stabilita dalla direttiva in relazione all'esenzione in esame, può costituire un riferimento sistematico importante per la scelta della soglia di rilevanza anche per le partecipazioni sintetiche (181).

Insomma, per fare fronte alle criticità derivanti dalla "sottrazione" delle azioni di copertura alla partecipazione in assemblea, sarà opportuno stabilire una soglia di rilevanza *distinta* rispetto a quella stabilita per i possessi azionari; e, in linea con il diritto comunitario vigente, la prima soglia potrà essere più elevata rispetto a quest'ultima, almeno negli stati

¹⁷⁹ Si tratta, come già veduto, del c.d. *trading book* definito all'art. 2, par. 6 della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993.

¹⁸⁰ Sull'eccezione in questione cfr. N. MOLONEY (nt. 6), p. 196. In verità, non è chiaro se il legislatore comunitario abbia avvertito la necessità di imporre comunque la *disclosure* superata la soglia del 5 per cento sulla base della sola ragione indicata nel testo ovvero - anche o in prevalenza - in ossequio a una concezione della trasparenza proprietaria volta all'individuazione dei più rilevanti investimenti economici in azioni: come si è rilevato, l'oscillazione tra una concezione della disciplina in questione orientata alla trasparenza del voto e una rivolta alla trasparenza dei movimenti di capitale costituisce un elemento di ambiguità nell'impianto della direttiva (v. *supra*, par. 8). Cfr. altresì, Italia, l'art. 119-*bis*, comma 4, reg. em.

¹⁸¹ Del resto, qualora un investitore stipulasse *equity derivatives* con un unico intermediario in misura superiore alla soglia di rilevanza, quest'ultimo sarebbe di per sé tenuto, in forza dell'art. 119-*bis*, comma 4, reg. em., a dichiarare il possesso delle azioni di copertura, quand'anche detenute nel *trading book*. In questo senso, la proposta avanzata nel testo appare coerente con l'impostazione oggi vigente, ed anzi consente di assoggettare a trasparenza le posizioni "lunghe" anche nel caso in cui l'investitore si sia rivolto a una pluralità di intermediari per acquistare la partecipazione sintetica.

Diversamente, non pare opportuno il riferimento alla soglia rilevante per una esenzione apparentemente affine a quella menzionata nel testo, che riguarda la posizione dei *market makers*: cfr. art. 9, par 5., dir. tr. e art. 119-*bis*, comma 3, lett. c), reg. em. (in questo caso, i soggetti esenti possono accumulare partecipazioni azionarie fino al 10 per cento senza effettuare alcuna comunicazione al pubblico). Invero, in questo caso la maggiore estensione dell'esenzione in questione appare giustificata, più che in funzione del venir meno delle esigenze di trasparenza in relazione all'attività di mero *trading*, dalla necessità di garantire ai mercati regolamentati che fanno affidamento al sistema del *market making* un sufficiente livello di liquidità per gli scambi, senza aggravio di oneri per gli intermediari autorizzati a questo scopo.

membri che contemplino, attualmente, soglie inferiori a quella del 5 per cento prevista in linea generale, per i possessi azionari, dall'art. 9 dir. tr. ⁽¹⁸²⁾.

Quanto ai *tempi* della dichiarazione, un'esigenza di trasparenza delle partecipazioni sintetiche si pone, per le ragioni vedute, in prossimità del voto assembleare, mentre, a differenza del caso dei possessi azionari, è possibile evitare un'informazione continua al mercato.

In quest'ottica, sebbene la soluzione sia stata solo marginalmente esplorata negli ordinamenti dove è stato introdotto un regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche ⁽¹⁸³⁾, si potrebbe prevedere l'attivazione dell'obbligo in questione unicamente a far data dalla convocazione di un'assemblea dell'emittente ⁽¹⁸⁴⁾ e fino al giorno della riunione della stessa.

Esemplificando, si potrebbe stabilire che, entro pochi giorni dal giorno della convocazione, tutti i titolari di partecipazioni sintetiche rilevanti debbano comunicare le stesse al pubblico; inoltre, per la durata del periodo di vigenza dell'obbligo di *disclosure*, dovrebbero essere comunicati eventuali acquisti di partecipazioni sintetiche ovvero modifiche intervenute in relazione a partecipazioni già comunicate ⁽¹⁸⁵⁾.

¹⁸² La soglia di rilevanza per le partecipazioni sintetiche sarà, altresì, più elevata rispetto ai principali paesi europei, ormai attestati intorno alla soglia del 3 per cento (cfr. M.C. SCHOUTEN - M. SIEMS (nt. 11), p. 20 ss.), nonché in previsione di un ulteriore abbassamento delle soglie in sede comunitaria, da più parti evocato (e cfr. in proposito L. ENRIQUES, *Transparency Obligations for Listed Companies: Scope for the modernization of the Transparency Directive?*, intervento alla Conferenza della Commissione Europea, Bruxelles, 11 giugno 2010, lucidi disponibili sul sito 'www.consob.it', p. 11).

¹⁸³ Nel Regno Unito, il Takeover Panel introdusse, nel 2005, obblighi di *disclosure* a limitata applicazione in aggiunta agli obblighi previsti dalle *Disclosure and Transparency Rules* di fonte statale. Era previsto, in particolare, che i titolari di «economic interests» superiori all'uno per cento dovessero comunicare la loro posizione *durante il periodo di efficacia di un'offerta pubblica d'acquisto*. Il sistema venne poi superato dalle modifiche delle più volte citate *Disclosure and Transparency Rules* del 2009, sul presupposto della necessità di stabilire obblighi di comunicazione degli «interessi economici» anche al di là del ristretto contesto delle opa. In argomento, cfr. FSA (nt. 11), p. 16 ss.

¹⁸⁴ Cfr., nel nostro ordinamento, l'art. 125-*bis* t.u.f., di recente introduzione (la norma stabilisce termini minimi variabili tra 15 e 40 giorni, secondo il tipo di materie all'ordine del giorno).

¹⁸⁵ Non parrebbe, per converso, opportuno restringere ulteriormente l'ambito di applicazione degli obblighi di *disclosure* legati agli investimenti in strumenti derivati, al punto di ridurlo ad una comunicazione puntuale in corrispondenza della *record date* stabilita in forza delle recenti norme di attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti (direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007; sull'introduzione della *record date* nell'ordinamento italiano, con d. lgs. n. 27 del 2010, cfr. P. MONTALENTI - S. BALZOLA (nt. 31), p. 1867 ss.; N. ABRIANI, *L'assemblea*, in AA.VV., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, p. 467; R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHDR. Appunti introduttivi*, Relazione al Convegno Georgeson-LUISS Ceradi, Roma, 6 maggio 2010, dat. disponibile sul sito 'www.associazione preite.it'; N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in RDS, 2010, p. 316 ss.; e v. già G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in RDS, 2007, p. 4 s.). Da un lato, infatti, l'informazione su possibili «congelamenti» di azioni di copertura potrebbe orientare la decisione di altri azionisti sulla scelta di partecipare o no all'assemblea (tale vantaggio informativo sarebbe dunque frustrato ove tale informazione pervenisse al pubblico solo una volta decorso

13.1. (segue): *La promozione di iniziative “attiviste”*. – Iniziative attiviste e offerte pubbliche d’acquisto volontarie sono ulteriori terreni sui quali – come l’analisi in precedenza condotta ha messo in luce – il ricorso a partecipazioni sintetiche interferisce con le funzioni della trasparenza proprietaria.

In coincidenza con simili accadimenti, infatti, lo scioglimento dei contratti derivati è in grado, attraverso l’utilizzo delle azioni di copertura, di influire sulla domanda e sull’offerta di azioni, modificandone la liquidità degli scambi e determinandone innaturalmente il prezzo. In questi ambiti, dunque, l’introduzione di obblighi di comunicazione delle partecipazioni sintetiche si rivela preferibile rispetto al solo impiego degli *standard* già contemplati dall’ordinamento.

Cominciando dal *primo* degli ambiti indicati, si è evidenziato, in precedenza, come i protagonisti di iniziative “attiviste” (generalmente, investitori professionali in posizione di soci di minoranza di una società quotata) frequentemente concludano contratti derivati sulle azioni dell’emittente di riferimento per favorire il buon esito della propria manovra e accrescerne la convenienza economica.

Sebbene i soci attivisti rendano spesso spontaneamente nota al mercato l’entità della partecipazione sintetica accumulata, ciò può avvenire tardivamente, quando ormai la posizione accumulata ha raggiunto una dimensione significativa, sicché la *disclosure* può rendersi opportuna in una fase precedente.

Al contempo, l’introduzione di obblighi di trasparenza sulle partecipazioni sintetiche dovrebbe lasciare inalterato l’equilibrio degli incentivi a intraprendere le iniziative in questione, dal momento che – come anticipato – la decisione di modificare tale equilibrio dipende da scelte di politica del diritto che non attengono strettamente alla trasparenza degli assetti proprietari, bensì all’impianto del governo societario degli emittenti quotati. Nell’intenzione di evitare una modifica degli assetti di *governance* esistenti attraverso la disciplina in questione, appare quindi opportuno che le norme di *disclosure* dei contratti derivati non eliminino i vantaggi finanziari legati a tale forma di investimento (in previsione della propria azione di contrasto al *management* o al gruppo di controllo), né l’effetto di sorpresa ricollegato al possesso di tali strumenti finanziari.

Se così è, appare preferibile, diversamente dal caso analizzato nel paragrafo precedente, che non vengano stabiliti obblighi di *disclosure* generalizzati in corrispondenza di soglie di rilevanza prestabilite, bensì che il singolo investitore sia tenuto a dichiarare l’entità delle partecipazioni sintetiche che ha accumulato nel momento in cui esercita prerogative che sono sintomatiche di un concorso attivo alla gestione (in senso lato) della società.

il termine per la registrazione). Da altro lato, sono rilevanti anche le informazioni circa nuovi o modificati investimenti sintetici tra la *record date* e la data della riunione dell’assemblea, dal momento che gli intermediari finanziari possessori di azioni di copertura potrebbero mutare i loro intendimenti di voto per effetto di contratti derivati conclusi *medio tempore*.

Si pensi, innanzitutto, con riferimento al diritto italiano, alla previsione di un obbligo di trasparenza delle partecipazioni sintetiche nel momento in cui si esercita il diritto di chiedere all'organo amministrativo l'*integrazione dell'ordine del giorno* dell'assemblea (art. 126-*bis* t.u.f.): la quota di partecipazioni sintetiche possedute potrebbe essere dichiarata nella relazione di cui è prevista la consegna agli amministratori insieme con la richiesta di integrazione, ai fini della messa a disposizione del pubblico (cfr. art. 126-*bis*, comma 4)⁽¹⁸⁶⁾. Analoga comunicazione potrebbe essere richiesta ai soci che esercitino il diritto di chiedere la *convocazione dell'assemblea* ai sensi dell'art. 2367 c.c. ⁽¹⁸⁷⁾.

Con simile logica, appare opportuno prevedere un'informativa sulle partecipazioni sintetiche al momento del *deposito di liste* in vista dell'elezione degli organi di amministrazione e controllo (artt. 147-*ter* e 148 t.u.f.): si tratta, in questo caso più che nei precedenti, di un tentativo di ingerenza significativa della minoranza attiva nella gestione dell'emittente, attraverso la nomina di uno o più rappresentanti negli organi sociali ⁽¹⁸⁸⁾.

Ulteriore ambito di applicazione del tipo di *disclosure* in questione potrebbe essere rappresentato dall'istituto della *sollecitazione di deleghe di voto* (*ex* art. 136 ss. t.u.f.), al quale si è finora fatto scarso ricorso, sebbene la recente riforma incoraggi per il futuro un suo più diffuso utilizzo ⁽¹⁸⁹⁾. Anche in questo caso, si potrebbe richiedere al c.d. promotore di rendere nota, nel prospetto di sollecitazione richiesto dall'art. 138 t.u.f., l'entità delle posizioni lunghe di cui si è reso sottoscrittore.

In tutti i casi appena descritti, la pubblicità delle partecipazioni sintetiche è rivolta a rendere il pubblico edotto circa la capacità di investitori attivi di acquistare rapidamente un numero di azioni ulteriori rispetto a quelle possedute nel momento in cui esercitano le proprie prerogative di *voice*. Il mercato potrà così "scontare" l'eventualità che, per effetto dei meccanismi più volte veduti, l'esposizione sintetica venga – per così dire – convertita in azioni da utilizzare, in fase di voto, a favore dell'iniziativa promossa.

¹⁸⁶ In argomento, a seguito della recente riforma, cfr. P. MONTALENTI - S. BALZOLA (nt. 31), p. 1863 ss.

¹⁸⁷ Si v., anche in questo caso, la necessità di presentare una relazione ai sensi dell'art. 125-*ter*, comma 3, t.u.f.: in tale documento potrebbe richiedersi ai soci di dare conto delle partecipazioni sintetiche possedute.

¹⁸⁸ Come noto, né il Testo Unico né il Regolamento Emittenti disciplinano le modalità e i termini di presentazione delle liste per l'elezione del consiglio di amministrazione, né la documentazione che deve essere prodotta all'atto della presentazione: si tratta, infatti, di materie rimesse all'autonomia statutaria. Per converso, maggiore dettaglio è fornito in relazione all'elezione dei sindaci: l'art. 144-*sexies*, comma 4, reg. em. stabilisce l'obbligo, per coloro che presentano una lista, di informare (con un preavviso di quindici giorni rispetto alla data dell'assemblea) sulla «identità dei soci che hanno presentato le liste, con l'indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta e di una certificazione dalla quale risulti la titolarità di tale partecipazione». In aggiunta a questo documento potrebbe, dunque, essere fornita l'informazione sulle partecipazioni sintetiche di cui si è detto nel testo.

¹⁸⁹ Cfr. P. MONTALENTI - S. BALZOLA (nt. 31), p. 1873 ss.; G. PERONE, *Commento agli artt. 136-137 t.u.f.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, Torino, 2010, p. 3365 ss.; sulla disciplina precedente, cfr. F. GHEZZI, *Commento agli artt. 136-140*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 1241 ss.

Peraltro, l'assenza di un obbligo di comunicare le partecipazioni sintetiche accumulate *prima* di intraprendere l'azione di contrasto assicura ai promotori dell'iniziativa di conservare i vantaggi finanziari di tale forma di investimento (le posizioni sintetiche acquistate a prezzo inferiori sono infatti destinate a rivalutarsi a seguito della promozione dell'iniziativa). Parimenti, la comunicazione simultaneamente all'esercizio dei loro diritti di *voice* non priverà i promotori del vantaggio della sorpresa nei confronti del *management* e dei soci di controllo, ancorché l'effetto non si possa produrre nell'imminenza del voto⁽¹⁹⁰⁾.

13.2. (segue): *Offerte pubbliche d'acquisto volontarie*. – Considerazioni simili possono svolgersi con riferimento all'ulteriore, problematico terreno di interferenza dei derivati con le funzioni della trasparenza: quello delle offerte pubbliche d'acquisto volontarie (tipicamente, quelle promosse senza accordo con il *management* né con eventuali soci di controllo)⁽¹⁹¹⁾.

In quest'ambito, occorre distinguere due profili. In primo luogo, va considerata l'eventualità che l'offerente si serva di rilevanti partecipazioni sintetiche al fine di accrescere la convenienza finanziaria dell'operazione (i derivati, cioè, sono utilizzati alla stregua di *toeholds*), nonché al fine di sorprendere il gruppo di comando dell'emittente e il mercato.

Sotto questo aspetto, si è già argomentato che l'utilizzo di strumenti derivati non contrasta, a ben guardare, con le funzioni del vigente sistema di trasparenza societaria. Per un verso, *toeholds* costruiti sulla base di investimenti meramente economici non destano le esigenze che spingono alla comunicazione delle partecipazioni "d'appoggio" costituite da azioni⁽¹⁹²⁾. Per altro verso, un aumento del controllo degli amministratori sulle mosse di investitori potenzialmente "minacciosi" per la stabilità del controllo non è un obiettivo desiderabile di politica legislativa, almeno fintanto che si condivida la necessità di evitare che le norme di trasparenza proprietaria modifichino gli assetti di *governance* delle società quotate.

¹⁹⁰ Vi è da chiedersi, a questo punto, se la *ratio* dell'obbligo di comunicazione debba altresì sussistere in relazione a strumenti di tutela delle minoranze azionarie che non hanno a che vedere con il voto, quali l'esercizio di azioni di responsabilità da parte della minoranza (*ex artt. 2393-bis e 2409-decies c.c.*), la denuncia di fatti censurabili all'organo di controllo (art. 2408, 2409-*quaterdecies* e 2409-*octiesdecies*, comma 6, c.c.) e la denuncia al tribunale di gravi irregolarità nella gestione (art. 2409 c.c.). Anche tali diritti – potrebbe sostenersi – ancorché non legati all'ambito assembleare, si prestano all'esercizio di pressioni nei confronti dell'organo amministrativo e del gruppo di controllo (in questo senso M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com', p. 21 ss.). Tuttavia, è difficile ipotizzare che l'impiego di strumenti derivati in connessione con l'esercizio di tali prerogative di *voice* ne possa potenziare o, comunque, condizionare l'effetto. Di conseguenza, l'estensione di obblighi di comunicazione anche in tali ambiti non appare opportuno.

¹⁹¹ Cfr. *supra*, cap. 2, par. 3.2.

¹⁹² V. *supra*, par. 4.

In secondo luogo, vanno considerati gli effetti potenzialmente distorsivi sul mercato delle azioni, provocati dalla cessione in blocco delle azioni di copertura da parte di intermediari in posizione “corta” al momento dello scioglimento dei contratti derivati.

Sotto questo aspetto – in relazione al quale appare opportuna l’introduzione di norme di trasparenza sulle partecipazioni sintetiche – i rischi per il mercato potrebbero essere scongiurati dall’obbligo, per l’offerente, di rendere note al pubblico le partecipazioni sintetiche possedute al momento in cui egli comunichi all’autorità di vigilanza e al pubblico la propria intenzione di promuovere l’opa (cfr. artt. 102, comma 1, t.u.f. e 37 reg. em.).

Inoltre, l’esigenza di procurare al pubblico una corretta informazione sulle forze di mercato in corso d’opa suggerisce l’opportunità di richiedere un aggiornamento delle partecipazioni sintetiche durante tutto il periodo che decorre dalla comunicazione dell’intenzione di promuovere l’offerta sino alla sua conclusione⁽¹⁹³⁾.

La scelta appena delineata consentirebbe di offrire ampia trasparenza al mercato senza pregiudicare in modo significativo i benefici effetti di carattere finanziario e strategico che le partecipazioni sintetiche possono comportare per l’offerente. Si tratterebbe, inoltre, di una scelta neutrale sul piano dei rapporti tra offerente e organo amministrativo, almeno laddove sia operante la *passivity rule*, la quale decorre precisamente dal momento della menzionata comunicazione: la *disclosure*, in sostanza, non offrirebbe agli amministratori (ormai vincolati al divieto di compiere operazioni di contrasto all’offerta, salva approvazione assembleare) uno strumento di reazione all’iniziativa dell’offerente.

Infine, l’obbligo di comunicazione del possesso significativo e dell’acquisto di partecipazioni sintetiche dovrebbe essere imposto anche ai soci (diversi dall’offerente), sì da rendere *ab initio* chiara l’eventualità di “conversioni” mirate a favorire od ostacolare l’esito dell’offerta. Segnatamente, l’obbligo di comunicare le partecipazioni sintetiche incomberebbe su soggetti che, agendo di concerto con l’offerente, risolvano contratti di cui sono in possesso durante il corso dell’offerta, sì da causare una pressione ribassista sui prezzi delle azioni della società bersaglio e, per tale via, favorire le adesioni (come avvenne nel caso Alvis/BAe Systems)⁽¹⁹⁴⁾. Parimenti, l’obbligo in questione costringerebbe eventuali soci ostili all’offerente, che fossero intenzionati a formare minoranze di blocco, a uscire allo scoperto (si pensi al caso Glencore/Austral Coal, con riferimento alle

¹⁹³ In quest’ambito si rinvencono importanti spunti dal modello inglese vigente prima delle recenti modifiche: cfr. il documento del *Takeover Panel* cit. *supra*, nt. 183. In particolare, la previsione di soglie di rilevanza molto basse (ad es., l’uno per cento del capitale sociale) consente al pubblico di esercitare un controllo costante sulle potenzialità di incidenza dell’offerente sulle forze di mercato nell’imminenza dell’offerta e durante il suo svolgimento. In quest’ottica l’introduzione della *rule* in questione appare altresì preferibile allo *standard* delle norme che vietano gli abusi di mercato, alla luce dei rischi e delle maggiori opportunità di illecito che si verificano durante lo svolgimento di offerte pubbliche di acquisto.

¹⁹⁴ Cfr. cap. 2, par. 4.

minoranze intenzionate a impedire l'esercizio del diritto di *squeeze-out* da parte del socio di controllo) (195).

14. *La questione del computo "aggregato" delle partecipazioni sintetiche con le partecipazioni effettive e le partecipazioni potenziali.* – Così delineato, nelle sue caratteristiche essenziali, un ideale regime di trasparenza delle partecipazioni sintetiche, è opportuno completare l'analisi con l'esame di alcune questioni di dettaglio rispetto alle quali gli ordinamenti che hanno già disciplinato la materia oggetto di questo studio hanno adottato soluzioni divergenti.

Una prima questione riguarda il computo "aggregato", ovvero separato, delle partecipazioni sintetiche insieme con i possessi azionari veri e propri, di cui i medesimi investitori sono tenuti alla comunicazione sulla base della normativa vigente (tipicamente, nell'ottica della direttiva *Transparency*, le partecipazioni effettive e quelle comunemente definite potenziali) (196).

In proposito, limitando l'indagine al cumulo tra partecipazioni effettive, da un lato, e sintetiche, dall'altro, si configurano i seguenti tre scenari (197):

(i) il primo segue lo schema di una completa *separazione* tra partecipazioni effettive e sintetiche, con previsione di due soglie distinte (eventualmente non coincidenti) per ciascuna delle due categorie di posizioni. Pertanto, l'investitore che possieda azioni e sia, allo stesso tempo, titolare di una posizione lunga su derivati, in nessun caso superando la soglia di riferimento, non è tenuto a effettuare alcuna comunicazione, ancorché la *somma* delle due posizioni superi una o entrambe le soglie di rilevanza (198);

(ii) all'estremo opposto vi è lo schema del *cumulo* tra partecipazioni effettive e sintetiche: esse sono soggette a un'unica soglia di rilevanza, il cui superamento deve essere verificato sommando tra loro le due diverse forme di investimento (199);

¹⁹⁵ *Ibid.*

¹⁹⁶ Naturalmente, poiché la direttiva non impone vincoli in materia, è possibile che anche le partecipazioni potenziali siano aggregate al computo delle partecipazioni effettive (tale è, ad esempio, la disciplina inglese: cfr. *DTR* 5.3.1(1), e identica era anche, prima del recepimento della direttiva *Transparency*, la disciplina prevista dall'art. 119 reg. em.) ovvero siano separatamente computate (cfr. art. 119, comma 6, reg. em.). Sul tema del cumulo delle partecipazioni potenziali si v. recentemente F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 585 ss.

¹⁹⁷ Cfr., similmente, CONSOB (nt. 11), p. 25 ss.

¹⁹⁸ Con un esempio numerico: ipotizzando che la soglia per la comunicazione delle partecipazioni effettive sia pari al 2 per cento del capitale sociale con diritto di voto e che quella per la comunicazione delle partecipazioni sintetiche sia fissata con riferimento a derivati che rappresentino il 5 per cento del medesimo capitale, non sarà tenuto ad alcuna comunicazione l'investitore che possieda l'1,9 per cento delle azioni e sia titolare di posizioni lunghe in derivati pari al 4,9 per cento; ciò sebbene l'"aggregato" delle due posizioni (pari al 6,8 per cento del capitale votante) sia superiore rispetto a ciascuna delle due soglie.

¹⁹⁹ Esempio: ipotizzando che la soglia unica sia stabilita al 5 per cento del capitale con diritto di voto, l'investitore che sia possessore di azioni in misura del 4 per cento e di partecipazioni sintetiche corrispondenti al 2 per cento sarà tenuto a comunicare entrambi gli investimenti.

(iii) secondo un'opzione regolatoria intermedia, è ipotizzabile un regime di separazione, con obbligo, peraltro, al superamento di una sola delle soglie di rilevanza (in forza del possesso di azioni ovvero di partecipazioni sintetiche), di comunicare l'entità di *entrambe* le tipologie di investimenti ⁽²⁰⁰⁾.

Naturalmente, le opzioni sopra delineate possono combinarsi in modo diverso con riferimento alla *disclosure* degli strumenti derivati che prevedano la consegna del sottostante ⁽²⁰¹⁾. È poi ipotizzabile il ricorso a più d'una delle opzioni in questione, in corrispondenza di soglie di rilevanza diverse: si pensi all'adozione di un regime di separazione (opzione *sub (i)*) in corrispondenza delle soglie di rilevanza più basse, cui subentra un regime di cumulo (opzione *sub (ii)*) al raggiungimento di soglie più elevate.

Il sistema inglese, riprendendo la soluzione adottata a Hong Kong ha adottato l'opzione più rigorosa (la seconda), stabilendo un'unica soglia (il 3 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto) sia per gli investimenti in azioni sia per quelli in derivati ⁽²⁰²⁾; analoga previsione è presente nell'ordinamento svizzero ⁽²⁰³⁾.

In altri sistemi, come in quello francese ⁽²⁰⁴⁾, si è preferita la terza opzione, considerata un compromesso tra l'esigenza di conoscere l'esposizione sintetica di un investitore (ma, in tal modo, soltanto di chi possieda altresì rilevanti partecipazioni azionarie) e l'esigenza di conservare adeguati incentivi per l'investimento in partecipazioni sintetiche, evitando al tempo stesso che il mercato sia investito di un'"alluvione" informativa.

In Italia, pur senza esprimere ancora un orientamento definito, la Consob ha prospettato alcuni rischi di elusione che potrebbero derivare dall'adozione dell'opzione *sub (i)*, ponendo al tempo stesso in guardia nei confronti di una scelta di aggregazione

²⁰⁰ Riprendendo l'esempio della nota 198 (soglia per le partecipazioni azionarie stabilita al 2 per cento; soglia per le partecipazioni sintetiche stabilita al 5 per cento): colui che possieda azioni che rappresentano l'1 per cento del capitale e partecipazioni sintetiche corrispondenti al 3 per cento del capitale non è tenuto ad alcuna comunicazione. Diversamente, chi possieda azioni per il 3 per cento del capitale e investimenti sintetici pari all'1 per cento, sarà tenuto ad effettuare la comunicazione con riferimento alle azioni, dichiarando altresì le partecipazioni sintetiche (benché queste siano inferiori alla soglia di rilevanza).

²⁰¹ Ad esempio, prevedendo una ulteriore soglia di rilevanza per tali strumenti, oppure "aggregando" tra loro derivati *physically-settled* e derivati *cash-settled* (separati dalle azioni), ovvero ancora "aggregando" tra loro partecipazioni azionarie e derivati *physically-settled* (separati dai derivati *cash-settled*), e via dicendo. Cfr. anche CONSOB (nt. 11), p. 26.

²⁰² Cfr. DTR 5.3.1(1). La scelta da ultimo adottata rappresenta, peraltro, un ripensamento rispetto all'ipotesi inizialmente prospettata, riconducibile alla prima opzione descritta nel testo (cfr. FSA (nt. 11), p. 52 ss.; poi, FSA 2008 (nt. 166), p. 15 ss.).

²⁰³ Cfr. art. 20, comma 2-bis, *LVB/M*, nonché art. 15 *Ord. FINMA*.

²⁰⁴ Cfr. art. L233-7, par. I, comma 3, *code. com.* Per un commento favorevole alla scelta di tale opzione (inizialmente, il c.d. *Rapport Field* aveva ipotizzato una soluzione simile a quella inglese) si v. A. VIANDIER, *La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009*, in *Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2009, p. 1248. Cfr. altresì, per un commento, F. PELTIER - C. MAISON BLANCHE (nt. 161), p. 1509 ss.

quale quella prospettata *sub (ii)*, che non consentirebbe di distinguere tra le diverse “specie” di partecipazioni comunicate al pubblico, accomunate sotto un’unica soglia ⁽²⁰⁵⁾.

Peraltro, se si adotta il modello (prospettato in precedenza) di una *disclosure* limitata ad alcuni momenti “critici” della vita della società, i problemi connessi a una scelta tra le diverse opzioni regolatorie sopra indicate si stemperano notevolmente.

Quanto alla *disclosure* pre-assembleare, l’attenzione rivolta a individuare l’ammontare delle sole azioni potenzialmente sottratte al voto (purché superiori a una soglia di rilevanza prestabilita) suggerisce l’opportunità di adottare un regime di separazione (opzione *sub (i)*), potendosi al più ipotizzare che l’investitore tenuto a dichiarare l’acquisto di partecipazioni sintetiche informi altresì il pubblico, in corrispondenza della comunicazione, sulle azioni e partecipazioni potenziali detenute (anche quando inferiori alla soglia di rilevanza stabilita per queste ultime: opzione *sub (iii)*). Viceversa, un regime di “aggregazione” delle partecipazioni finirebbe per assoggettare a *disclosure* un numero di posizioni superiore a quello ritenuto desiderabile alla luce dell’obiettivo di *policy* di cui si è detto ⁽²⁰⁶⁾.

Quanto alla trasparenza delle posizioni “lunghe” in presenza di iniziative attiviste o di opa volontarie, potrebbe essere opportuno adottare uno schema diverso e più rigoroso (quale un regime di “aggregazione” tra partecipazioni sintetiche e azionarie), giustificabile alla luce della particolare delicatezza del ruolo svolto dai derivati in corrispondenza di cruciali accadimenti societari.

15. *Compensazione tra posizioni lunghe e posizioni corte.* – Una seconda questione riguarda il regime a cui assoggettare le posizioni “corte” eventualmente possedute dall’investitore tenuto alla comunicazione. Questi, nel perseguimento di propri interessi di investimento (compreso quello di coprirsi dal rischio connesso allo stesso investimento effettuato), potrebbe infatti avere venduto azioni allo scoperto, oppure stipulato derivati identici a quelli già in suo possesso, ma “dal lato corto”, o ancora stipulato – sempre in posizione corta – derivati diversi da quelli in suo possesso, ma idonei a modificare il *payoff* dell’investimento originario ⁽²⁰⁷⁾.

²⁰⁵ Quest’ultima, per vero, appare un’osservazione discutibile, se solo si considera che la comunicazione al pubblico sarebbe verosimilmente accompagnata (come avviene, per esempio, nel diritto inglese) da uno “spaccato” degli investimenti azionari oggetto di dichiarazione, tale da consentire al pubblico degli investitori di sapere quanta parte degli investimenti del dichiarante sia rappresentato, rispettivamente, da azioni, da derivati con regolamento in natura e da derivati *cash-settled*.

²⁰⁶ Si potrebbe obiettare che i costi derivanti dalla previsione di due soglie separate comporti costi eccessivi per i potenziali dichiaranti, che potrebbero essere tenuti, in taluni casi, a duplicare le comunicazioni. Si ritiene, tuttavia, che la fissazione di una soglia di rilevanza sufficientemente alta per la comunicazione delle partecipazioni sintetiche (sulla scorta delle considerazioni svolte nel paragrafo precedente) offra un rimedio sufficiente al problema.

²⁰⁷ Si pensi al titolare di uno *swap* (in posizione lunga) riferito ad azioni di un certo emittente, il quale conceda (“venda”) altresì anche opzioni *call* sulle medesime azioni, così da mitigare il rischio assunto con l’acquisto del primo derivato.

Una prima opzione regolatoria va nel senso di operare una compensazione tra le opposte posizioni, richiedendo agli investitori di effettuare unicamente le dichiarazioni qualora la posizione lunga “*netta*” superi la soglia di rilevanza. La soluzione opposta è, invece, quella di non tenere conto dell’esistenza di posizioni corte relative al medesimo sottostante, sì da richiedere la comunicazione di tutte posizioni nette rilevanti su base “*lorda*”.

La prevalenza accordata a quest’ultima soluzione ⁽²⁰⁸⁾ non riflette soltanto l’esigenza di evitare le complicazioni di carattere pratico-definitorio cui darebbe luogo la prima ⁽²⁰⁹⁾, bensì soprattutto l’attenzione dei regolatori nei confronti di possibili pratiche di *hidden voting*, la cui *disclosure* potrebbe essere impedita dall’investitore attraverso la strumentale assunzione di posizioni “*nette*” inferiori alla soglia di rilevanza. Naturalmente, la trasparenza delle posizioni lunghe su base “*lorda*” impedisce al pubblico la conoscenza della esatta esposizione economica dell’investitore.

È il caso di osservare, peraltro, che l’interesse alla trasparenza della precisa misura dell’investimento puramente economico dei dichiaranti può essere ugualmente perseguito imponendo la comunicazione – in uno con le posizioni lunghe, determinate su base “*lorda*” – delle posizioni corte, senza tuttavia operare alcuna compensazione⁽²¹⁰⁾.

²⁰⁸ Cfr., nel diritto inglese, la posizione della FSA 2008 (nt. 166), p. 24, ove sono dirimenti le considerazioni sui rischi di elusione «even at the risk of some overstatement». In Svizzera, l’art. 12, comma 1, *Ord. FINMA* chiarisce che ai fini della verifica sul superamento delle soglie occorre tenere conto di posizioni lunghe («positions d’acquisition») e corte («positions d’aliénation») «séparément et indépendamment l’une de l’autre, puis les déclarer simultanément». Inoltre, ha manifestato avviso contrario al *netting* di posizioni opposte l’ESME nel suo recente parere sulla *disclosure* degli strumenti derivati: cfr. ESME (nt. 11), p. 12. In altri paesi, il divieto di compensazione tra partecipazioni lunghe e corte costituisce principio già recepito dall’ordinamento in materia di opzioni con consegna del sottostante: in Francia, ad esempio, è previsto che, ai fini del computo delle azioni sottostanti il derivato soggette a dichiarazione, «la personne tenue à l’information (...) prend en compte le nombre maximal d’actions déjà émises qu’elle est en droit d’acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu (...) d’un instrument financier, sans compensation avec le nombre d’actions que cette personne est en droit de céder en vertu d’un autre (...) instrument financier» (art. 223-11, par. II, *Rég. AMF*). Simile orientamento è altresì adottato in Italia, con riferimento alla disciplina delle partecipazioni potenziali: l’art. 119, comma 4 reg. em. prevede, infatti, che il detentore in misura rilevante di «partecipazioni potenziali in acquisto» (secondo la definizione di cui all’art. 116, comma 1, lett. *d*) sia tenuto alla comunicazione quale che sia la misura del possesso di «partecipazioni potenziali in vendita». Anche il CESR (nt. 11), p. 10 propende per il divieto di *netting*.

²⁰⁹ Per esempio, non sarebbe agevole – di là dai casi più ovvii, quali l’assunzione di posizioni opposte in relazione al medesimo derivato – determinare quali siano i presupposti per operare la “compensazione”: *quid* se vi sono *swap* (in posizione lunga) contro opzioni *call* in posizione corta sul medesimo titolo? *Quid* se il potenziale dichiarante ha concluso, dal lato lungo, un accordo di *put&call* e, poco dopo, ha venduto azioni allo scoperto?

²¹⁰ Ciò che – si è detto – è previsto dall’ordinamento svizzero. Analogamente, in Italia, secondo la disciplina del Regolamento Emittenti, la *disclosure* delle partecipazioni potenziali in vendita è stabilita, unitamente a quelle in acquisto, dall’art. 119, comma 2.

16. *L'esclusione dalla disciplina di trasparenza in ragione del contenuto dei contratti: facoltà della parte lunga di influenzare l'espressione del voto in relazione alle azioni sottostanti.* – Rimangono, infine, da esaminare alcune opzioni regolamentari, recentemente prospettate anche dal CESR e dalla Consob, che hanno la finalità di circoscrivere gli obblighi di *disclosure* in ragione della presenza di particolari clausole inserite nei contratti derivati, tali da renderli più “affidabili” sul fronte della trasparenza.

In primo luogo, va considerata l'ipotesi in cui gli obblighi di comunicazione siano circoscritti ai soli derivati che *non* escludano la facoltà dell'investitore di influire sull'esercizio del diritto di voto spettante alla controparte in relazione alle azioni acquistate a titolo di *hedge*.

Tale ipotesi è stata avanzata, in sede di consultazione presso gli interessati, dall'autorità di vigilanza britannica ⁽²¹¹⁾. In particolare, la FSA aveva inizialmente prospettato un'ampia esenzione per i contratti che espressamente escludessero la possibilità di «accesso» della parte in posizione lunga ai diritti di voto spettanti alla controparte, nonché l'esistenza di accordi sulla futura cessione delle eventuali azioni sottostanti il derivato ⁽²¹²⁾.

L'opzione proposta dalla FSA fu accantonata all'esito delle critiche che aveva ricevuto in fase di consultazione, dove era stata considerata «unnecessarily complex and unworkable», date le facili possibilità di aggiramento ⁽²¹³⁾.

In effetti, il problema dell'elusione è decisivo nella valutazione di questa modalità di articolazione della norma di trasparenza: l'esperienza degli episodi di *hidden ownership* ha dimostrato come gli accordi tra le parti, quando non radicalmente simulati, possano essere superati da successive intese informali, specie in presenza di una consolidata relazione di affari, facendo insorgere ostacoli di ordine probatorio difficilmente superabili.

Lascia poi dubbiosi, anche sotto il profilo teorico, la proposta di escludere dall'ambito dagli obblighi di trasparenza i derivati che impediscono l'accesso al voto e al sottostante: tale proposta, infatti, sembra concepire gli effetti distorsivi dell'utilizzo quali conseguenza di una scelta contrattuale delle parti. Invece, come la descrizione condotta nel cap. 2 ha messo in luce, l'accumulazione di importanti esposizioni sintetiche può facilitare l'accesso agli strumenti finanziari sottostanti anche in assenza di qualsivoglia intesa – e anche solo *per facta concludentia* – tra l'investitore e l'intermediario finanziario con cui il derivato è stipulato ⁽²¹⁴⁾.

²¹¹ E ripresa anche in CESR (nt. 11), p. 14.

²¹² Cfr. FSA (nt. 11), p. 48 ss. Il *safe harbour* proposto, inoltre, sarebbe stato indisponibile qualora una delle clausole elencate nel testo fosse stata violata.

²¹³ Cfr. FSA 2008 (nt. 166), p. 13.

²¹⁴ Il caso emblematico, come più volte si è detto, è quello dello *hedge* indiretto. Se l'intermediario finanziario acquista copertura per la propria posizione corta stipulando, in posizione lunga, derivati “di secondo livello” con altri soggetti, è possibile che lo scioglimento del derivato “di primo livello” faciliti l'accesso dell'investitore alle azioni acquistate come copertura dalle controparti “corte” di secondo livello, senza che sia intercorso alcun accordo tra le controparti del derivato “di primo livello”.

Insomma, l'impostazione adottata dagli ordinamenti che hanno introdotto misure di *disclosure* dei derivati azionari, compreso lo stesso ordinamento britannico dove l'introduzione di un regime selettivo era stata inizialmente prospettata, riflette la concezione "neutra" che qui si ritiene corretta, estendendo i doveri di trasparenza a *tutte* le esposizioni sintetiche definite rilevanti, indipendentemente dal contenuto degli accordi tra le parti del derivato ⁽²¹⁵⁾.

16.1. (segue): *L'esclusione dalla disciplina di trasparenza dei contratti con clausola di settlement "immodificabile"*. – Considerazioni analoghe a quelle appena svolte valgono per l'ipotesi regolatoria, prospettata dall'autorità di vigilanza italiana, di assoggettare a *disclosure* i soli contratti con clausola di *cash settlement* «che le parti abbiano preliminarmente convenuto essere immodificabil[e], e che pertanto non comportano un rischio di variazione dell'assetto proprietario» ⁽²¹⁶⁾.

Quest'ultima affermazione appare, appunto, contestabile sulla base delle osservazioni poc'anzi svolte: il rischio di impatto dei derivati azionari sull'assetto proprietario degli emittenti prescinde, in buona parte, dagli accordi esplicitati dalle parti.

E la difficoltà di concepire, sul piano civilistico, un «divieto di rinegoziazione» del contratto ⁽²¹⁷⁾, si aggiunge ai problemi insuperabili di *enforcement* della disciplina in questione, che presupporrebbe una sorta di indagine (verosimilmente "a campione") sul contenuto di contratti da parte dell'autorità di vigilanza, tenuta presumibilmente a chiedere agli intermediari la trasmissione dei documenti rilevanti.

17. *La questione della fonte (comunitaria o nazionale) della disciplina di trasparenza*. – Definiti i principali aspetti di una possibile disciplina di trasparenza delle partecipazioni sintetiche, occorre soffermarsi, infine, sulla *fonte* di tale disciplina.

Come si è già evidenziato, alcuni stati membri dell'Unione Europea hanno proceduto in ordine sparso ad affrontare il problema della "proprietà occulta" e della trasparenza dei derivati; ciò è avvenuto nel contesto di norme comunitarie di "armonizzazione minima" che hanno consentito tali disparità di orientamenti ⁽²¹⁸⁾. Peraltro, la attuale frammentazione della disciplina è giudicata da più parti insoddisfacente e ha indotto

²¹⁵ Si vv. le definizioni di cui si è detto nel par. 13.1.

²¹⁶ Cfr. CONSOB (nt. 11), p. 20 ss. La stessa Autorità, peraltro, pur sottoponendo alla consultazione degli interessati l'ipotesi in questione, si mostra scettica sulla sua efficacia, soprattutto dal punto di vista dei costi di *enforcement*.

²¹⁷ *Ivi*, p. 21.

²¹⁸ Le disparità, come si è veduto, investono in verità campi ulteriori e finanche più importanti di quello oggetto di questo studio: cfr., per una rassegna completa, COMMISSIONE EUROPEA (nt. 29), p. 1 ss. Sull'analisi di un approccio di *minimum harmonization* nella materia della trasparenza societaria cfr. L. ENRIQUES - M. GATTI, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, in 14 *Stan. J. L. Bus. Fin.*, 2008, p. 67 ss.; cfr. altresì L. ENRIQUES (nt. 182), p. 9 ss.

alcune istituzioni comunitarie a prospettare l'introduzione di un regime europeo di trasparenza delle partecipazioni sintetiche ⁽²¹⁹⁾.

In effetti, l'approccio seguito dalla direttiva *Transparency* – la quale consente agli stati membri di applicare norme più stringenti rispetto a quelle comunitarie nei confronti degli emittenti residenti in tali stati – ha favorito una divergenza in sede di attuazione che è stata giudicata in modo critico, per via dei costi che gli investitori operanti sui mercati di più stati membri incontrano nell'adattamento a sistemi diversi ⁽²²⁰⁾. Inoltre (e si tratta dell'aspetto più delicato), l'introduzione di misure più stringenti in materia di trasparenza rischia di incoraggiare atteggiamenti “protezionistici” dei singoli ordinamenti nei confronti degli emittenti (e dei loro amministratori e soci di riferimento) che vi risiedono: si tratta di un profilo riscontrato sia con riferimento alla fissazione delle soglie di rilevanza ⁽²²¹⁾, sia con riferimento ad altri elementi fondamentali della normativa, quali la determinazione della tipologia degli strumenti finanziari rilevanti ai fini della *disclosure*, la definizione di “azione di concerto”, nonché i tempi e il contenuto della comunicazione al pubblico ⁽²²²⁾.

Si è radicata, quindi, la convinzione che l'introduzione di un regime di *disclosure* uniforme (in conformità al modello della “armonizzazione massima”) consentirebbe sia una riduzione dei costi di *compliance* per gli investitori professionali attivi sui mercati di numerosi stati membri, sia, in virtù di una maggiore distanza del legislatore comunitario dagli emittenti dei singoli stati, l'adozione di un approccio maggiormente *neutrale* nei confronti della protezione degli emittenti da minacce ostili alla stabilità del controllo.

In verità, come è stato rilevato, non tutti gli elementi della disciplina di trasparenza proprietaria richiedono, nell'interesse di coloro che investono su più mercati nazionali, le stesse esigenze di armonizzazione ⁽²²³⁾; al contempo, possono sussistere interessi di *policy* contrari a “forzare” l'armonizzazione, almeno laddove una diversità di regole rispecchi assetti proprietari differenti da stato a stato. Il problema potrebbe riguardare, in

²¹⁹ Cfr. soprattutto ESME (nt. 11), part. p. 13 s. e, recentemente, CESR (nt. 11). L'opinione non è condivisa, nel quadro di una radicale critica alle proposte di *disclosure* degli investimenti puramente economici, da D. ZETZSCHE (nt. 11), p. 19 ss.

²²⁰ Tale difficoltà è stata specialmente rilevata in relazione a differenti interpretazioni delle norme della direttiva causate da una diversa impostazione civilistico-societaria propria dei singoli ordinamenti: cfr. COMMISSIONE (nt. 29), pp. 8 e 22. Cfr., più recentemente, CESR (nt. 11), p. 3.

²²¹ Si tratta del profilo principalmente esaminato: cfr. L. ENRIQUES (nt. 57), part. p. 17 (con riferimento alle soglie di trasparenza: «Because disclosure obligations for owners of major shareholdings discourage takeover activity by limiting the freedom of soon-to-be bidder to build toeholds in the target company, the EU should prevent member states from defining too low a threshold»); e v. anche ID. (nt. 182), p. 9 («Maximum harmonization in [the area of transparency] makes sense, in order to [...] curb Member States' temptation to fix lower thresholds as an anti-takeover (i.e., protectionist) tool»). V. inoltre COMMISSIONE EUROPEA (nt. 29), p. 9 ss.; ESME (nt. 11), p. 5.

²²² Su tali aspetti cfr. COMMISSIONE EUROPEA (nt. 29), p. 10 ss.

²²³ Ad esempio, non pone questioni di uguale complessità, per un investitore sofisticato, ottemperare a *n* soglie minime di rilevanza ovvero a *n* diverse definizioni di “partecipazione” rilevante ai fini della disciplina, ovvero di “azione di concerto” – concetti, questi ultimi, radicati nella civilistica di ciascun ordinamento considerato e difficilmente intelligibili da un investitore straniero.

particolare, le soglie di rilevanza: la fissazione di soglie minime diverse tra i vari stati membri può opportunamente riflettere un grado diverso di concentrazione dell'azionariato, ed anche una diversità di metodi di partecipazione delle minoranze alla gestione della società (224).

Considerazioni analoghe a quelle svolte in materia di trasparenza proprietaria in generale si adattano altresì al tema della *disclosure* delle partecipazioni sintetiche. Del resto – si è detto – la comunicazione al pubblico di queste ultime in corrispondenza dei momenti più delicati della dinamica dei rapporti tra soci e amministratori non costituisce un fine in sé, bensì è diretta a un migliore “funzionamento” del sistema degli obblighi di trasparenza dei possessori azionari.

E così, è ragionevole sostenere che alla fonte comunitaria vada rimesso il compito di stabilire i “cardini” della *disclosure* delle partecipazioni sintetiche (225). In particolare, l'esigenza di alleviare i costi degli investitori professionali attivi sui mercati regolamentati di più di uno stato membro suggerirebbe di definire in sede comunitaria la nozione di investimento rilevante ai fini della qualificazione come “partecipazione sintetica” soggetta a *disclosure*: sul piano comunitario, in sostanza, si potranno opportunamente individuare le posizioni “lunghe” di cui si è discusso in precedenza (cfr. par. 12), nonché le principali scelte regolatorie circa il trattamento delle opzioni, dei derivati trattati sui mercati regolamentati, dei derivati su *baskets* e indici.

Analoghe ragioni di semplificazione degli adempimenti di trasparenza suggeriscono di stabilire a livello europeo il regime di “cumulo” delle partecipazioni sintetiche con quelle azionarie (effettive e potenziali). In tali ambiti, se le ragioni di *policy* suggeriscono un approccio di *maximum harmonization*, sarebbe alternativamente possibile lasciare ai legislatori nazionali la scelta tra alcune opzioni regolatorie predefinite in sede comunitaria (226).

²²⁴ E così, in ordinamenti dove è particolarmente diffusa la presenza di fenomeni coalizionali (quali i patti di sindacato nel nostro paese) potrebbe essere più ragionevole stabilire soglie di rilevanza più basse. Lo stesso potrebbe accadere in presenza di azionariato particolarmente disperso (come nel Regno Unito), ovvero nei paesi dove vi è l'interesse del pubblico a conoscere per tempo l'esistenza di iniziative “attiviste” intraprese da soci in possesso di percentuali assai ridotte di capitale. Potrebbe poi sostenersi che ogni stato membro debba godere di un margine di discrezionalità nello stabilire il grado di *ostilità* nei confronti di minacce di ricambio del controllo non gradite ai soci di riferimento degli emittenti: in questo senso, ad esempio, cfr. L. ENRIQUES (nt. 182), p. 9.

²²⁵ Anche il CESR (nt. 11), part. p. 3 s., promuove la regolazione della trasparenza delle partecipazioni sintetiche a livello comunitario. Non è chiaro, tuttavia, quale spazio sia lasciato alle discipline nazionali, nonché all'autonomia statutaria.

²²⁶ Su tale forma di regolazione, che frequentemente si rinviene nella disciplina comunitaria in materia di bilancio, cfr. L. ENRIQUES - M. GATTI (nt. 182), p. 50; G. HERTIG - J.A. MCCAHERY, *Optional Rather Than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, in *ECFR*, 2006, 357 ss. Non appare, al contrario, opportuno accordare agli stati membri una generica facoltà di *opt-out* dalla disciplina in questione, attesa – alla luce di quanto sopra veduto – la necessità di fornire agli investitori un'informazione che il mercato non è spontaneamente in grado di generare (ciò che giustifica l'introduzione di obblighi di comunicazione nel vigente sistema di trasparenza proprietaria) e, al contempo, l'esigenza di non ostacolare gli investimenti *cross-border* (ciò che giustifica l'approccio di *maximum harmonization* o, al più, la

In altri ambiti, invece, l'adozione di norme che limitino (anche “verso l'alto”, oltre che “verso il basso”) la discrezionalità dei legislatori nazionali risponde alla menzionata esigenza di evitare atteggiamenti protezionistici da parte di questi ultimi (227). È il caso, anzitutto, dei *momenti societari* ai quali ricollegare l'obbligo di informare il pubblico: una proliferazione degli stessi, fino a sfiorare un obbligo permanente di informazione continua sulle partecipazioni sintetiche, finirebbe per frustrare indebitamente – a esclusivo favore di coloro che negli emittenti ricoprono una posizione di comando – i benefici che gli investimenti in strumenti derivati sono in grado di arrecare alla liquidità del mercato, all'efficienza informativa dei prezzi, alla contendibilità del controllo societario (228).

Lo stesso dicasi con riguardo alla determinazione del *contenuto* delle informazioni da fornire insieme con la comunicazione, con particolare riferimento alla dichiarazione delle intenzioni del titolare di una partecipazione sintetica, nonché riguardo alla definizione del periodo di tempo massimo che deve intercorrere tra l'effettuazione dell'investimento soggetto a dichiarazione e quest'ultima.

Come anticipato, la questione delle soglie di rilevanza è particolarmente delicata: da un lato, sarebbe ragionevole attendersi che soglie minime di rilevanza differenti siano previste per ordinamenti con diversa struttura dell'azionariato; dall'altro, il menzionato rischio di favorire spinte protezionistiche nazionali suggerisce l'adozione di una disciplina uniforme in sede comunitaria. Un equo temperamento delle due esigenze, già proposto in dottrina con riferimento alle soglie di trasparenza per i possessori azionari (229), potrebbe contemplare la definizione di un *range* delimitato da una soglia minima stabilita da fonte comunitaria (non modificabile verso il basso dalle fonti nazionali) e da una massima (oltre la quale ogni ordinamento deve stabilire obblighi di *disclosure* degli investimenti sintetici).

18. (segue): *Il ruolo dell'autonomia statutaria*. – La definizione di un regime comunitario ad elevata rigidità (per l'operare in prevalenza del modello di armonizzazione massima) non esclude che maggiore flessibilità possa essere acquisita accordando ai *singoli emittenti* più ampi margini di deroga e “modularità” della disciplina in questione.

predisposizione di una serie limitata di opzioni regolamentari tra le quali gli stati membri possono scegliere).

²²⁷ Si noti come la definizione, a livello comunitario, di una “riserva” di opacità a favore degli investitori in partecipazioni sintetiche serve lo scopo di definire una disciplina di trasparenza *neutrale*, che non favorisce, rispetto all'assetto attuale, le scalate societarie ostili; al contrario, la disciplina impedisce che, attraverso la repressione di forme di investimento rese possibili dall'innovazione finanziaria, gli ordinamenti nazionali intervengano per reprimere l'attivismo dei soci di minoranza e rendere del tutto asfittico il mercato del controllo societario: in questa linea cfr. L. ENRIQUES (nt. 57), p. 16 s.

²²⁸ Anche in questo caso, sarebbe forse percorribile la via di predisporre un *menu* di opzioni regolatorie (la scelta di una delle quali sarebbe, peraltro, obbligatoria) entro le quali i legislatori nazionali potrebbero muoversi, così da temperare le esigenze dei singoli ordinamenti con quella della uniformità del regime applicabile su base europea.

²²⁹ Cfr. L. ENRIQUES (nt. 57), p. 17.

Alcuni importanti ordinamenti europei accordano da tempo agli emittenti la facoltà di introdurre deroghe statutarie alla disciplina della trasparenza ⁽²³⁰⁾. In particolare, tali ordinamenti consentono agli emittenti quotati di aumentare il numero di comunicazioni obbligatorie dei possessi rilevanti conseguiti dai propri azionisti; ciò avviene, tipicamente, attraverso l'abbassamento delle soglie minime di rilevanza o l'ampliamento del numero delle soglie stesse. In Italia, in assenza di specifica disciplina, era assai dubitabile, in passato, che potessero essere imposti ai soci, per via statutaria, obblighi di comunicazione delle azioni rilevanti ⁽²³¹⁾; e tale facoltà pare, in seguito all'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti, esperibile soltanto con il consenso degli interessati alla luce del nuovo art. 83-*duodecies* t.u.f., in materia di «identificazione degli azionisti» ⁽²³²⁾.

Tuttavia, la prospettiva di ampliare, *de lege ferenda*, l'autonomia statutaria in materia di trasparenza proprietaria (compresa la *disclosure* delle partecipazioni sintetiche) appare meritevole di approfondimento proprio nell'ottica – sopra esplorata: cfr. par. 17 – di costruire un regime *neutrale* nei confronti della contendibilità del controllo societario e della promozione dell'attivismo dei soci di minoranza.

Come più volte si è ribadito, a una maggiore trasparenza dell'azionariato fa fronte la minore convenienza ad intraprendere iniziative ostili al gruppo di comando, atteso che un più severo regime di *disclosure* le rende meno convenienti sul piano finanziario e più facilmente intercettabili dal *management*. Ed è difficile, come detto, valutare *ex ante* e in via generale, da parte del legislatore, la desiderabilità di iniziative di partecipazione attiva dei soci o di ricambio del controllo negli emittenti quotati (ciò che induce a rifiutare l'idea che l'ordinamento debba promuovere od ostacolare le iniziative in questione).

Può essere, invece, più ragionevole rimettere alle singole società – sia pure nel quadro di norme che garantiscono un livello minimo di *disclosure* sugli investimenti azionari (anche sintetici) – la scelta circa una maggiore o minore trasparenza dell'azionariato e, al contempo e di conseguenza, tra maggiore o minore apertura ad “attacchi” esterni. Per un verso, infatti, livelli diversi di contendibilità possono essere più o meno desiderabili per la società a seconda della sua fase di crescita e del tipo di minacce dirette alla stabilità del controllo; per altro verso, la collocazione di un emittente nel *trade-off* tra trasparenza del proprio azionariato e contendibilità può essere più opportunamente valutata, caso per caso, dagli azionisti e dagli investitori presenti sul mercato.

²³⁰ Cfr. ad es. la *Section 793* del *Companies Act* britannico che attribuisce alle *public companies* il potere di richiedere informazioni presso ogni soggetto che l'emittente abbia ragione di ritenere in possesso di una partecipazione azionaria. Analogamente, in Francia, l'art. 233-7, III, *code. com.* prevede che «[l]es statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote» inferiori a quelle previste dalla legge.

²³¹ La questione, peraltro, non aveva formato oggetto di approfondimento in dottrina.

²³² La norma, infatti, consente agli statuti delle società italiane quotate (sia sui mercati regolamentati sia sui sistemi multilaterali di negoziazione italiani o europei) di prevedere un'identificazione degli azionisti, su richiesta «in qualsiasi momento» inoltrata agli intermediari presso cui sono accessi i conti di registrazione delle azioni dematerializzate; tuttavia, tale richiesta può avere ad oggetto soltanto «i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi».

Ad esempio, poiché un livello più elevato di trasparenza può comportare una potenziale diminuzione della contendibilità del controllo societario, potrebbe essere rimesso agli azionisti dell'emittente interessato, chiamati ad approvare una modifica statutaria volta a introdurre vincoli più stringenti di quelli previsti per legge, il compito di valutare, date le circostanze di mercato, come orientarsi rispetto a questa alternativa ⁽²³³⁾. A valutare la scelta dell'emittente procederebbero altresì, una volta che la modifica statutaria in questione fosse stata approvata, gli investitori interessati all'acquisto di nuove partecipazioni nello stesso, sì che, in definitiva, il mercato provvederebbe a valutare la – in realtà: a dare un prezzo alla – collocazione dell'emittente all'interno del *trade-off* tra maggiore trasparenza e maggiore apertura al mercato del controllo societario ⁽²³⁴⁾.

Il conferimento agli statuti di maggiore autonomia in quest'ambito pone un'importante questione di tecnica regolatoria, che investe le modalità con cui la disciplina (comunitaria o nazionale) può regolare l'intervento dell'assemblea nella materia in esame.

Si pone, in linea teorica, un'alternativa tra una norma di *default* che imponga agli emittenti un regime più rigoroso di trasparenza delle partecipazioni sintetiche, salva la possibilità di derogarvi per via statutaria (si pensi, ad esempio, a una norma che stabilisca al tre per cento del capitale votante la soglia di rilevanza per la comunicazione delle partecipazioni sintetiche, salva la possibilità per gli statuti di introdurre soglie superiori), e una norma che stabilisca un regime meno rigoroso, lasciando però liberi gli statuti dei singoli emittenti di introdurre norme più stringenti (la norma di *default* potrebbe, ad esempio, stabilire un obbligo di *disclosure* in corrispondenza della soglia del cinque per cento, con la possibilità di introdurre soglie statutarie inferiori).

La scelta della norma “di partenza” non è indifferente, a causa delle difficoltà di coordinamento che caratterizzano, di regola, le iniziative dei soci di minoranza nelle società quotate: occorre infatti tutelare questi ultimi nei confronti di iniziative dominate

²³³ I soci, per esempio, potrebbero percepire la crescente presenza di fondi speculativi all'interno dell'azionariato quale minaccia per il perseguimento, nel lungo termine, delle politiche aziendali promosse dagli amministratori in carica. In questo senso, potrebbero essere favorevoli ad estendere gli obblighi di *disclosure*, così da intercettare eventuali iniziative ostili poste in essere da tali soggetti e difendere la stabilità della *governance*.

²³⁴ Ciò che finirebbe, a sua volta, per influire sulla scelta effettuata dai soci. Riprendendo l'esempio svolto alla nota precedente, i soci, chiamati ad approvare una modifica statutaria volta a stabilire obblighi di comunicazione più onerosi, potrebbero temere una reazione negativa del mercato rispetto a tale irrigidimento del regime di trasparenza e dovrebbero, di conseguenza, “scontare” un possibile ribasso del prezzo di mercato delle proprie partecipazioni in conseguenza della scelta effettuata.

Peraltro, è possibile che gli investitori non attribuiscono particolare valore alla scelta operata dall'emittente tra maggiore trasparenza e maggiore contendibilità; in questi casi, il prezzo delle azioni non dovrebbe subire alcuna influenza in conseguenza della scelta operata dai soci. Mancano, allo stato, studi empirici che consentano di capire quale *valore* il mercato sia in grado di attribuire alle scelte degli emittenti in tema di trasparenza proprietaria.

dai gruppi di controllo, il cui interesse è presumibilmente sbilanciato a favore dell'opzione che impone maggiori obblighi di comunicazione ⁽²³⁵⁾.

In particolare, nei sistemi (come quello nordamericano) in cui il consiglio di amministrazione è solitamente titolare (o co-titolare) dell'iniziativa di modifica dello statuto ⁽²³⁶⁾, nonché è in grado di indirizzare, attraverso il processo di sollecitazione delle deleghe assembleari, l'esito della deliberazione ⁽²³⁷⁾, l'introduzione della deroga rispetto alla norma legale andrà incontro a esiti *asimmetrici*: se la norma di *default* favorisce il consiglio di amministrazione, sarà difficile che la modifica statutaria in deroga venga deliberata, quand'anche essa possa contribuire ad accrescere il valore della società; al contrario, se la norma legale è sfavorevole al *management* della società, è prevedibile che lo statuto sarà modificato, a condizione che i costi legati all'attuazione siano inferiori ai benefici che la deroga arreca ⁽²³⁸⁾. Pertanto, in simili ordinamenti, una effettiva scelta dei soci circa il regime di trasparenza preferibile per la società si avrà unicamente qualora l'ordinamento stabilisca la norma di *default* meno favorevole al *management*.

Situazione in parte simile può riscontrarsi laddove (seguendo il paradigma tipico dell'azionariato di società quotate dell'Europa continentale) sia presente un socio (o una coalizione di soci) di controllo che, sia pure privo della maggioranza assoluta delle azioni con diritto di voto, sia in grado di controllare l'iniziativa del processo deliberativo a causa dello scarso coordinamento dei soci di minoranza ⁽²³⁹⁾.

Infatti, anche in tal caso, qualora la norma "di partenza" sia favorevole al socio *incumbent*, sarà più difficile che la norma sia oggetto di deroga statutaria, attesa l'improbabile capacità dei soci di minoranza di assumere l'iniziativa per la modifica statutaria ed, eventualmente, coalizzarsi al fine di raccogliere l'aliquota di capitale necessaria per convocare un'assemblea o integrare l'ordine del giorno di un'assemblea già convocata ⁽²⁴⁰⁾. Viceversa, le probabilità di avviare una procedura di modifica dello statuto (provocando così una deliberazione dei soci sul punto) dovrebbero essere maggiori

²³⁵ Né può dirsi, quindi, che la scelta di una norma di *default* più o meno rigorosa debba essere orientata – come suggerito dagli studi di analisi economica comportamentale del diritto – in base alla considerazione della tendenza delle parti di un contratto a non modificare l'assetto previsto dal legislatore, e a preferirlo per abitudine (c.d. *status quo bias*): cfr. per tutti, sul punto, R.B. KOROBIN - T.S. ULEN, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in 88 *Cal. L. Rev.*, 2000, p. 1111 ss. Ed invero, in materia societaria i fattori che orientano la scelta degli attori sul mercato rispetto alle norme di *default* tendono a essere diversi: cfr., per una dimostrazione, L.A. BEBCHUK - A. HAMDANI, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, in 96 *Nw. U. L. Rev.*, 2001-2002, p. 489 ss., e part. p. 500 ss.

²³⁶ La modifica del *charter* di una società soggetta alla legge dello stato del Delaware o di altro stato che segua il *Model Business Corporation Act* richiede l'intervento del consiglio di amministrazione: cfr. § 242(b) *Del. Gen. Corp. Law*, nonché § 10.03(a)-(c) *RMBCA*.

²³⁷ Cfr. per tutti W.T. ALLEN E AA. (nt. 70), p. 177 ss

²³⁸ Per la dimostrazione, anche formale, di questo assunto, cfr. ancora L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI (nt. 235), p. 503 s., i quali concludono: «default arrangements favoring managers are likely to “stick”».

²³⁹ Uno spunto in questo senso è in L. ENRIQUES (nt. 57), p. 19.

²⁴⁰ La presenza di norme che agevolano tali iniziative della minoranza può attenuare il problema, ma i dati empirici disponibili non paiono confermarlo: cfr. M. EREDE (nt. 190).

qualora la norma di *default* sfavorisca il socio di maggioranza, e questi intenda sostituirla con un regime di trasparenza a lui più favorevole.

A ben vedere, concrete possibilità, per i soci di minoranza, di esprimere effettivamente la loro scelta sussistono a due condizioni: (i) che il socio o i soci di controllo non detengano, da soli, la maggioranza necessaria per l'approvazione delle modificazioni statutarie (ché, se così fosse, la deliberazione avrebbe esito scontato); e (ii) che la materia sia percepita come sufficientemente "importante" da parte dei soci di minoranza, i quali saranno, così, indotti a partecipare alla decisione prevalendo, se del caso, nei confronti dei soci di controllo (241).

Nella materia che ci occupa, la norma di *default* che favorisce i soci di controllo (e gli amministratori che ne sono espressione) è, alla luce di quanto veduto, quella che impone un regime di trasparenza più rigoroso delle partecipazioni sintetiche, stabilendo, per esempio, soglie di rilevanza piuttosto basse: tali norme, infatti, costituiscono uno strumento di "monitoraggio" su potenziali tentativi di scalata e sfavoriscono, altresì, la convenienza della promozione di opa o di altre iniziative attiviste (242). Pertanto, in base alle considerazioni appena svolte, appare preferibile stabilire un regime meno rigoroso, che lasci peraltro agli statuti facoltà di deroga, attraverso l'introduzione di norme di trasparenza più stringenti.

In questo caso, soci di controllo e amministratori avranno interesse a valutare l'introduzione di una disciplina statutaria supplementare. Sarà peraltro la collettività dei soci, in sede di assemblea convocata per deliberare sulla proposta di modifica statutaria, a valutarne l'effettiva convenienza, sia alla luce dei costi che discendono dalla scelta di una disciplina più rigorosa (costi necessari allo studio, promozione e deliberazione delle nuove clausole e, soprattutto, costi amministrativi di gestione del nuovo sistema di trasparenza), sia alla luce dei benefici che possono concretamente derivare agli azionisti dall'introduzione di maggiore trasparenza (243).

18.1. *Possibili obiezioni all'attribuzione di maggiore autonomia statutaria in tema di trasparenza delle partecipazioni sintetiche. Critica.* – A tale proposta si potrebbe muovere una *prima* obiezione: si potrebbe sostenere, in particolare, che l'"apatia razionale" o le difficoltà di coordinamento incontrate dagli azionisti di minoranza nel contrastare l'iniziativa di una maggioranza che propone modifiche statutarie contrarie all'interesse della generalità degli azionisti non renderebbero possibile, in molti casi, evitare il passaggio al regime più favorevole per i soci di controllo, anche quando non desiderabile per la collettività degli azionisti.

²⁴¹ Per l'importanza di questo aspetto cfr. L.A. BEBCHUK – A. HAMDANI (nt. 235), p. 502, i quali fanno l'esempio delle decisioni in materia di protezione dalle scalate ostili.

²⁴² Cfr. *supra*, par. 4.

²⁴³ In concreto, è possibile ipotizzare che i soci che controllano la società in via di fatto siano certi di incontrare un azionariato attivo e ostile all'introduzione della deroga si asterranno dal proporre la modifica. Anche in tal caso, peraltro, l'esito sarebbe quello della scelta del regime effettivamente più gradito agli azionisti.

A tale obiezione, tuttavia, è possibile replicare con due argomenti. In primo luogo, qualora si ponga fiducia nella capacità del mercato di attribuire un prezzo alle scelte di ciascun emittente in materia di trasparenza proprietaria, è ragionevole attendersi che i corsi delle azioni emesse dalle società che operano una scelta “rigorista” percepita negativamente dal pubblico degli investitori saranno penalizzati: ciò potrebbe incidere sulle capacità di finanziamento di tali società e (pur considerando la capacità di estrarre benefici privati dal controllo) e potrebbe portare anche ad una potenziale svalutazione delle partecipazioni degli stessi soci di controllo. Entrerebbe in azione, in sostanza, un disincentivo naturale rispetto a iniziative di modifica del regime di trasparenza in senso più rigoroso ⁽²⁴⁴⁾.

In secondo luogo – e soprattutto – è ragionevole ipotizzare l'apposizione di limiti all'autonomia statutaria. In particolare, sarebbe opportuna l'introduzione di una norma che preveda, nell'ordine, una disciplina di *default* che stabilisca un regime di trasparenza meno rigoroso, la possibilità di introdurre deroghe statutarie in senso restrittivo e, infine, limitazioni alle deroghe apportabili (si pensi, ad esempio, a una soglia di rilevanza al di sotto della quale gli statuti non si possono collocare).

Sollevando una *seconda* – più problematica – obiezione, si potrebbe argomentare che il frequente ricorso, da parte degli emittenti, a deroghe statutarie rispetto al regime legale darebbe luogo a un quadro estremamente frammentato, tale da accrescere i costi per gli investitori, costretti a impiegare ingenti risorse per ottemperare ai diversi obblighi stabiliti dagli statuti dei singoli emittenti in cui intendono investire.

Neppure tale obiezione appare, in verità, insuperabile ⁽²⁴⁵⁾. In effetti, sono innegabili le complicazioni derivanti da una moltiplicazione potenzialmente infinita dei regimi di trasparenza liberamente “modulabili” dagli emittenti.

Tuttavia, tali complicazioni sarebbero sensibilmente inferiori laddove il campo di modulazione lasciato alla discrezionalità delle singole società fosse limitato, per esempio, alle sole soglie di rilevanza per la comunicazione obbligatoria al pubblico, con esclusione, dunque, di definizioni complesse quali la nozione di partecipazione (sintetica) rilevante, il contenuto e i tempi della comunicazione al pubblico.

In questo caso, pare ipotizzabile che i benefici, derivanti dalla scelta legislativa di rimettere alla collettività dei soci (nonché, più in generale, al pubblico degli investitori) la calibrazione del grado ottimo di trasparenza per i singoli emittenti, superino i costi indotti da una maggiore frammentazione del sistema. Senza contare che il mercato, anticipando le esigenze di semplificazione, potrebbe orientare gli operatori in direzione di una maggiore

²⁴⁴ Anche in questo caso, peraltro, occorrerebbe considerare il peso dei benefici privati del controllo che tali soci sono in grado di estrarre dalla società: se, infatti, questi sono comunque superiori alla svalutazione della partecipazione in ipotesi derivante da una scelta statutaria che riduce la competitività della società, il socio di controllo sarà in ogni caso incoraggiato a promuovere e votare la modifica statutaria, così da rafforzare il proprio controllo e garantirsi un godimento duraturo dei benefici privati legati al controllo stesso. La soluzione successivamente illustrata nel testo dovrebbe consentire, peraltro, di superare anche questa obiezione.

²⁴⁵ Anche se è liquidata forse troppo sbrigativamente da L. ENRIQUES (nt. 57), p. 23 ss.

uniformità di regole, limitando così la tipologia e la quantità di scostamenti resi in teoria possibili dal legislatore. L'esperimento di un'analisi di carattere empirico sarà senz'altro necessaria per ottenere un più preciso quadro delle preferenze degli investitori nella materia in esame.

In conclusione, appare meritevole di essere esplorata più approfonditamente l'ipotesi volta ad attribuire ai singoli emittenti la facoltà di derogare, sia pure entro margini di "oscillazione" prestabiliti e soltanto in alcune limitate materie (tipicamente, l'individuazione delle soglie di rilevanza per la *disclosure*), alla disciplina stabilita dai legislatori comunitario e nazionale. Si tratta di una scelta in linea con una concezione neutrale della trasparenza delle partecipazioni (sintetiche) rispetto ai temi della contendibilità del controllo societario e della partecipazione delle minoranze "attive" alla gestione della società, che rimette alla collettività dei soci e al mercato la scelta su tali delicati profili di interferenza tra obblighi di comunicazione al pubblico e *corporate governance*. Affinché tali finalità siano perseguite in modo più efficace, sarebbe opportuno che la norma di *default*, rispetto alla quale è concessa la facoltà di deroga statutaria, prevedesse un regime di trasparenza meno rigoroso, lasciando agli emittenti la possibilità di introdurne uno più articolato.

19. *Estensione dell'obbligo di opa in presenza di partecipazioni sintetiche. Le ragioni di policy.* – Se il dibattito internazionale si è comprensibilmente concentrato sul tema dei rapporti tra derivati e disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ⁽²⁴⁶⁾, sorprende che, in ambito comunitario, la questione dell'impatto dei derivati sulla disciplina dell'opa obbligatoria non sia stata presa in considerazione con la stessa attenzione con cui lo è stata quella relativa al problema della trasparenza proprietaria ⁽²⁴⁷⁾.

Eppure, le ragioni di politica del diritto per estendere parzialmente l'obbligo promozione di un'opa quando la soglia di rilevanza sia valicata (anche) per effetto del possesso di partecipazioni sintetiche, appaiono solide, seppure non coincidenti con quelle vedute a proposito della trasparenza degli assetti proprietari ⁽²⁴⁸⁾.

Tali ragioni sono essenzialmente di due ordini.

²⁴⁶ V. però H.T.C. HU - B.S. BLACK (nt. 132), p. 839 s., i quali evidenziano, sia pure senza metterli esattamente a fuoco (v. *retro*, cap. 2), i rischi elusivi posti dai derivati negli ordinamenti che prevedono l'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria.

²⁴⁷ Per esempio, mentre è stato avviato il già menzionato processo di consultazione sulla revisione della direttiva *Transparency* anche con la finalità di tenere conto del fenomeno della *hidden ownership* (cfr. *supra*, nt. 76), non risulta l'avvio di analoga procedura di revisione in relazione alla disciplina delle opa. In controtendenza, tuttavia, oltre al caso italiano di cui si dirà subito nel seguito, è l'esempio inglese. Il *Takeover Code*, infatti, prevede già da tempo che la soglia di rilevanza ai fini dell'offerta pubblica di acquisto sia calcolata tenendo conto delle posizioni lunghe che fanno capo al potenziale obbligato: cfr. la definizione di «Interests in Securities» contenuta nella parte iniziale del *City Code on Takeovers and Mergers*.

²⁴⁸ Sulla possibilità di estendere l'obbligo di offerta in presenza di partecipazioni sintetiche sulla base della normativa vigente si v. *retro*, cap. 3, par. 20.

In primo luogo, come già illustrato nel precedente capitolo (cfr. par. 20), il possesso di una partecipazione sintetica, costruita attraverso la sottoscrizione di contratti derivati con regolamento in contanti, può costituire strumento di esercizio di “controllo” stabile sulla partecipazione sottostante il derivato, ancorché tale partecipazione non sia direttamente posseduta. Ciò avviene ogniqualvolta la controparte dell’investitore in posizione lunga proceda ad acquistare sul mercato, per esigenze di *hedging*, azioni in numero pari a quello cui il contratto si riferisce. Quando si verifica tale acquisto, infatti, la partecipazione sottostante il derivato è, per così dire, “immobilizzata” e di fatto sottratta allo scambio sul mercato, fintanto che il contratto rimane in vigore.

Tale circostanza appare sufficiente a determinare un maggiore grado di stabilità degli assetti proprietari dell’emittente e, di conseguenza, una durevole riduzione della contendibilità dello stesso (249). Tali fattori, evidentemente, depongono a vantaggio del titolare della partecipazione sintetica nella misura in cui quest’ultimo sia anche, attraverso il possesso diretto di azioni nell’emittente, il socio di controllo (di fatto), ovvero partecipi insieme con altri soci alla coalizione di controllo (250). E il contributo della partecipazione sintetica alla stabilità degli assetti proprietari dell’emittente si evidenzia ancor più laddove, in virtù dei meccanismi più volte analizzati, l’azionista “sintetico” sia in grado di divenire socio effettivo della società attraverso lo scioglimento del derivato e l’acquisto delle partecipazioni di copertura dalla controparte.

Come noto, la finalità che ispira la disciplina dell’opa obbligatoria è, principalmente, quella di offrire alle minoranze una possibilità di “uscita” dalla società in occasione di mutamenti del controllo, ovvero di un aumento stabile del grado di concentrazione della proprietà azionaria, ovvero ancora in caso di consolidamento di una posizione di controllo già esistente (251). È quindi da ritenersi appropriato, in linea di principio, valutare

²⁴⁹ Possono quindi riproporsi, al riguardo, le conclusioni cui è pervenuta la dottrina interrogandosi sulla riconducibilità di un’opzione *call* entro la definizione di partecipazione rilevante ai sensi dell’art. 105 t.u.f.: cfr. L. ENRIQUES (nt. 62), p. 59 ss.

²⁵⁰ Si faccia l’esempio di un soggetto titolare di una partecipazione diretta pari al 20 per cento delle azioni munite di diritto di voto emesse da una società quotata. Qualora tale soggetto sia, altresì, titolare di una partecipazione sintetica corrispondente ad un ulteriore 15 per cento delle azioni (acquistata per esempio con la sottoscrizione di un *total return equity swap* da regolarsi in contanti) e la sua controparte (tipicamente, un intermediario finanziario) proceda a “ricoprirsi” attraverso l’acquisto diretto di azioni, il medesimo soggetto “controllerà” complessivamente una partecipazione pari al 45 per cento. Per effetto del contratto derivato, infatti, la partecipazione sottostante non sarà presumibilmente apportata dall’intermediario a un’opa lanciata da un soggetto terzo, né essa sarà disponibile per l’acquisto da parte di altri soggetti interessati ad accrescere il proprio investimento nella società: in tali casi, infatti, l’intermediario rischierebbe di trovarsi “scoperto” in caso di variazioni significative del valore delle azioni successivamente alla cessione delle stesse. Potrà anche darsi la possibilità, in linea con quanto osservato nel cap. 1, nonché nelle sezioni precedenti di questo capitolo, che la partecipazione posseduta dall’intermediario con finalità di *hedge* sia di fatto sottratta al voto, così alterando i meccanismi di formazione della volontà assembleare della società.

²⁵¹ V. ampiamente per tutti nonché per rife., L. ENRIQUES (nt. 62), p. 15 ss.; R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10**, Torino, 1993, p. 317 ss.

l'applicazione di questo strumento di tutela anche nel caso in cui tali eventi si verificano per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari diversi dalle azioni (e di strumenti che non danno, di per sé, diritto all'acquisto di azioni), i quali tuttavia siano idonei a determinare, sul piano funzionale, una situazione non dissimile – ai fini che qui interessano – da quella che discende dall'acquisto diretto di azioni.

La seconda ragione che suggerisce un intervento in materia di rapporti tra derivati e opa obbligatoria riguarda il ricorso a tali strumenti finanziari per eludere (non già l'obbligo di opa in sé) bensì alcuni aspetti della relativa disciplina. Invero, come si è cercato di dimostrare nel cap. 2, i contratti derivati possono consentire all'investitore che sia in procinto di acquistare il controllo della società di crearsi una "riserva" di azioni di cui che, attraverso lo sfruttamento accorto dei meccanismi di *averaging* che presiedono, nella prassi, al regolamento del derivato, potranno essere acquistate a prezzo inferiore a quello di mercato: con ciò consentendo all'acquirente, una volta superata la soglia di rilevanza ai fini dell'opa obbligatoria, di promuovere l'offerta a un prezzo inferiore a quello che sarebbe stato richiesto in caso di acquisto delle ultime partecipazioni direttamente sul mercato ⁽²⁵²⁾.

19.1. *Opzioni regolatorie*. – Individuate ragioni di *policy* che suggeriscono una disciplina dei rapporti tra derivati e opa obbligatoria, occorre verificare quali siano le alternative di regolazione del fenomeno.

In proposito, rivolgendo lo sguardo al diritto italiano, va ricordato che il vigente assetto di norme già consente – attraverso l'interpretazione dell'art. 105 t.u.f. e, soprattutto, della disciplina degli acquisti di concerto – di "intercettare" alcuni utilizzi strumentali dei contratti derivati *cash-settled* in funzione di aggiramento dell'obbligo di offerta, ancorché in conseguenza di complessi accertamenti di fatto, spesso di carattere presuntivo ⁽²⁵³⁾.

Si tratta, allora, più precisamente, di verificare l'ipotesi dell'introduzione di norme che *parifichino* la semplice titolarità di partecipazioni sintetiche al possesso di azioni ai fini della verifica di superamento della soglia di rilevanza ⁽²⁵⁴⁾.

In linea di principio, sulla base delle ragioni esaminate nel paragrafo che precede, una parificazione tra le due fattispecie appare opportuna in aggiunta alle norme di tipo *standard* già vigenti, sia – in negativo – per la complessità e controvertibilità degli accertamenti di fatto richiesti da questi ultimi ⁽²⁵⁵⁾, sia – in positivo – per conservare alla disciplina

²⁵² Il prezzo dell'offerta obbligatoria dipende infatti, come noto, dal prezzo delle partecipazioni acquisite nel corso dell'ultimo periodo di riferimento (cfr. art. 5, par. 4, direttiva 2004/25/CE e, nel nostro ordinamento, l'art. 106, comma 2, t.u.f.).

²⁵³ Cfr. *supra*, cap. 3, par. 20 ss.

²⁵⁴ V., in proposito, l'art. 105, comma 3-*bis*, t.u.f.

²⁵⁵ Tale opinione è fatta propria dalla Consob nella suo recente documento di consultazione in tema di *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, 6 ottobre 2010, disponibile sul sito 'www.consob.it': cfr. Allegato 5, p. 7.

dell'opa obbligatoria quella immediatezza di applicazione e verificabilità della fattispecie rilevante che figura, da sempre, quale elemento caratterizzante della disciplina in esame ⁽²⁵⁶⁾.

Sul piano dei costi che incomberebbero sugli investitori e sull'autorità di vigilanza in seguito all'introduzione di una norma *rule-like* di parificazione tra partecipazioni "reali" e "sintetiche", si può osservare come le soglie particolarmente elevate di rilevanza stabilite in materia di opa obbligatoria interessino un numero limitato di soggetti, sicché la questione dei costi di *compliance* non assume, nel caso in esame, importanza comparabile a quella veduta a proposito della comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Ed è ragionevole ritenere, per la stessa ragione, che neppure siano ostativi al modello di regolazione delineato i costi derivanti dalla barriera che esso oppone nei confronti dell'utilizzo di strumenti derivati in prossimità delle soglie di rilevanza: a essere privato dei vantaggi speculativi e di copertura (peraltro nei limiti che in seguito si esamineranno) è un numero ristretto di soggetti.

In ogni caso, è opportuno prendere in considerazione i casi in cui le partecipazioni sintetiche hanno caratteristiche tali da renderne il possesso "innocuo" e funzionalmente irrilevante in relazione all'obbligo di offerta. Ciò può avvenire, ad esempio (e come già veduto ad altro proposito), quando la parte in posizione corta sceglie di non coprire (tipicamente attraverso l'acquisto delle azioni sottostanti) il rischio assunto con la sottoscrizione del contratto, ovvero quando essa rimetta le azioni di copertura in circolazione attraverso contratti di prestito titoli o, ancora, quando la partecipazione sintetica è quantitativamente modesta, al punto da risultare in pratica ininfluenza sul grado di concentrazione della proprietà azionaria nell'emittente.

Occorre, inoltre, tenere conto dei casi in cui è in radice da escludersi che la partecipazione sintetica comporti un consolidamento del controllo, alla luce dell'esistenza di circostanze particolari nelle quali il derivato è stato sottoscritto tra le parti.

19.2. (segue): *Individuazione delle posizioni lunghe rilevanti. Possibile esclusione delle posizioni in concreto ininfluenti a garantire al potenziale offerente il "controllo" del sottostante.* – In ordine alla definizione delle partecipazioni sintetiche idonee a essere incluse nel computo della partecipazione rilevante non vi è ragione di discostarsi dall'analisi svolta nella sezione che precede in tema di trasparenza proprietaria. Una definizione ampia e, per così dire, *funzionale* del novero di derivati idonei ad attribuire una partecipazione sintetica alla parte lunga appare opportuna al fine di evitare facili elusioni della disciplina ⁽²⁵⁷⁾.

La considerazione si estende, altresì, al tema delle opzioni e degli altri derivati con coefficiente "delta" non unitario, rispetto alle quali sarà opportuno adottare i medesimi

²⁵⁶ Come dimostra, per prima, la scelta del legislatore di stabilire una soglia fissa di rilevanza che, ancorché «inevitabilmente arbitraria, si comprende alla luce delle incertezze applicative cui aveva dato luogo, nel vigore della disciplina previgente [*i.e. la legge n. 149 del 1992*], il criterio alternativo della soglia variabile» (così L. ENRIQUES (nt. 62), p. 54).

²⁵⁷ Naturalmente, sarà a questo punto naturale includere nel computo anche i derivati *physically-settled*: cfr. CONSOB (nt. 255), Allegato 5, p. 9.

accorgimenti descritti al par. 12.1 per evitare la continua variazione del sottostante da esse rappresentato ⁽²⁵⁸⁾.

Come anticipato, potrebbe essere considerata la possibilità di limitare l'inclusione delle posizioni lunghe entro la definizione di partecipazione rilevante alle sole posizioni ⁽²⁵⁹⁾ che superino una certa soglia, così da evitare che il potenziale obbligato sia tenuto a promuovere l'offerta in dipendenza dall'acquisto di partecipazioni sintetiche in concreto inidonee a conferirgli qualsiasi "controllo" sulle azioni sottostanti: è il caso, per esempio, di una posizione lunga di entità modesta in una società ad elevato flottante e con alta intensità degli scambi. In tali società infatti, come si è cercato di illustrare nel primo capitolo, è più difficile che l'investitore in posizione lunga sia in grado di condizionare il comportamento della propria controparte in ordine all'amministrazione e cessione delle azioni sottostanti eventualmente acquistate in via diretta.

Dal momento che l'individuazione di tale soglia appare oltremodo critica ⁽²⁶⁰⁾, a chi scrive sembra preferibile vagliare l'ipotesi di una *presunzione relativa* che parifichi la titolarità di posizioni lunghe su derivati alla «detenzione» di azioni, ma, al tempo stesso, ammetta il titolare a dimostrare all'autorità di controllo, anche sulla base dei contratti sottoscritti con le sue controparti, che le partecipazioni sintetiche sono in concreto inidonee a svolgere una funzione comparabile a quella di una partecipazione effettiva. Per esempio, il potenziale obbligato potrebbe essere ammesso a offrire – entro un breve lasso di tempo compatibile con il rispetto dei termini per la promozione dell'opera – la prova che la sua controparte ha concesso in prestito a terzi le azioni di copertura (rendendole così nuovamente "disponibili" al mercato), ovvero *non* ha coperto in alcun modo la propria posizione di rischio o, ancora, che la ha coperta sottoscrivendo un altro derivato o ricorrendo ad altro strumento di copertura diverso dall'acquisto di azioni ⁽²⁶¹⁾.

Si osserva che la previsione di simile presunzione relativa, ancorché possa comportare un certo appesantimento procedurale, appare in linea con le rare occasioni di applicazione che la previsione in commento sarebbe destinata ad avere ⁽²⁶²⁾.

²⁵⁸ E ciò anche alla luce degli episodi (si pensi ai casi Continental-Schaeffler e Porsche-Volkswagen) nei quali le opzioni sono state utilizzate con finalità elusive da investitori in prossimità delle soglie di rilevanza dell'opera obbligatoria: cfr. *retro*, cap. 2. La Consob, nel documento di consultazione poc'anzi citato, pare propendere per la soluzione inclusiva (si v. la proposta di art. 44-*ter* reg. em.), che tuttavia non ha trovato accoglienza unanime presso gli interessati.

²⁵⁹ Da considerarsi preferibilmente su base lorda: v. *supra*, par. 15.

²⁶⁰ Occorrerebbe, infatti, parametrarla sia al livello del flottante, sia all'effettiva liquidità dei titoli, sia ancora alla sostituibilità dell'azione come strumento di copertura: tali valutazioni appaiono incompatibili con le esigenze di certezza e rapidità di accertamento della fattispecie concreta che ispirano – come veduto – la disciplina in esame.

²⁶¹ In tale ultimo caso, peraltro, sarebbe dubbio che tale prova sia sufficiente a evitare l'applicazione dell'obbligo, dal momento che la disponibilità della partecipazione sottostante il derivato potrebbe derivare, indirettamente, dalle *hedge shares* detenute dalle controparti dell'intermediario con cui l'investitore ha sottoscritto il contratto: cfr. cap. 1, par. 17 ss.

²⁶² Si noti, inoltre, che la vigente disciplina dell'opera consente al titolare di posizioni lunghe di evitare l'applicazione dell'obbligo di offerta alla luce della temporaneità degli acquisti, purché la partecipazione

19.3. (segue): *Tempo rilevante per l'“acquisto” delle partecipazioni sintetiche e relativo prezzo.* – La data di sottoscrizione del derivato tra il potenziale offerente e la sua controparte costituisce la migliore approssimazione in base alla quale stabilire che il primo ha “acquistato” una partecipazione sintetica nella società bersaglio ⁽²⁶³⁾. Ciò ai fini della verifica del momento in cui sorge in capo all'interessato l'obbligo di promuovere l'offerta (nel caso in cui la soglia di rilevanza sia superata *per effetto* della sottoscrizione di un contratto derivato: cfr. art. 106, comma 1, t.u.f.), e comunque ai fini della determinazione del *prezzo* dell'opa (cfr. art. 106, comma 2).

La questione del prezzo, in effetti, è più complessa. Nel suo recente documento di consultazione, la Consob ha proposto di considerare “prezzo di acquisto” delle azioni sottostanti il derivato: nelle opzioni (*call*), il prezzo di esercizio sommato al premio dell'opzione; nei derivati riconducibili alla tipologia dello *swap* (come i *contracts for difference*), il prezzo di riferimento per il calcolo dei flussi finanziari (*initial reference price*); nei contratti *future* o *forward*, il prezzo di acquisto stabilito per la vendita a termine ⁽²⁶⁴⁾.

Tali criteri, pure formalmente corretti, potrebbero destare perplessità per il fatto che essi non tengono conto della (possibile) capacità dell'offerente di “controllare”, in caso di scioglimento anticipato del contratto (tipicamente per mutuo dissenso), il prezzo di cessione delle azioni di copertura ⁽²⁶⁵⁾. Si fa riferimento ai casi – cui si è poc'anzi accennato – in cui il ricorso alla sottoscrizione di derivati *cash-settled* può avere la finalità o l'effetto di *ridurre* il prezzo al quale sarà promossa l'opa obbligatoria. Sul punto, parrebbe quindi opportuno prevedere possibili correzioni del prezzo per arginare le possibilità di elusione della norma sul prezzo minimo dell'opa.

In verità, i rischi di abbassamento artificioso del prezzo appaiono ridotti alla luce dei due seguenti elementi. Per un verso, l'art. 106 t.u.f., nella versione vigente, già attribuisce alla Consob il potere di intervenire sul prezzo dell'offerta, fissandolo a un livello superiore a quello previsto dal criterio legale, in caso di «collusione» tra l'offerente e uno o più venditori, ovvero qualora ciò sia «necessario per la tutela degli investitori» (cfr. comma 3,

complessivamente detenuta non ecceda la soglia di rilevanza per oltre il 3 per cento (cfr. art. 49, comma, lett. *e*) reg. em.). È ragionevole supporre che questa esenzione sarebbe suscettibile di trovare più ampia applicazione con riferimento all'acquisto di strumenti derivati, qualora i contratti avessero scadenza inferiore ai 12 mesi cui la predetta norma si riferisce (e forse anche quando le parti del derivato si impegnassero comunque a risolvere il contratto entro tale termine) e sussistesse l'impegno del titolare a non acquistare le azioni sottostanti.

²⁶³ Non appare all'evidenza praticabile, ancorché appaia opzione più rigorosa, accertare il tempo dell'acquisto, da parte della controparte, delle azioni di copertura; l'acquisto delle azioni potrebbe avvenire (ed anzi, in presenza di derivati relativi a partecipazioni consistenti, di regola avviene) in modo dilazionato nel tempo.

²⁶⁴ Cfr. CONSOB (nt. 255), Allegato 5, p. 10.

²⁶⁵ Sulle ragioni tecniche e negoziali che rendono possibile tale condotta opportunistica dell'investitore in posizione lunga si v. *retro*, cap. 1, par 17 ss.

lett. d))(266). Per altro verso, qualora venissero introdotti obblighi di *disclosure* delle partecipazioni sintetiche significative acquistate con riferimento agli emittenti (alla luce delle considerazioni e proposte svolte nelle pagine precedenti), il maggior grado di trasparenza assicurato da tali disposizioni dovrebbe consentire un più rapido adeguamento dei prezzi delle azioni in prossimità dell'opa, anche in conseguenza della notizia di acquisto di partecipazioni sintetiche da parte del potenziale offerente.

19.4. (segue): *Possibili esenzioni*. – La natura polivalente dei contratti derivati *cash-settled* rende opportuna la previsione di alcune esenzioni: ciò anche in considerazione del fatto che la parziale riconducibilità degli schemi di proprietà occulta nell'ambito degli acquisti di concerto consentirebbe comunque, sia pure sulla base di accertamenti fattuali più complessi, di reprimere le fattispecie che mettono a repentaglio in modo più vistoso e problematico la coercibilità dell'obbligo di offerta (267).

Senza altro meritevole di considerazione, in particolare, è la proposta di introdurre esenzioni in relazione alle c.d. *client-serving transactions*, e cioè con riferimento alle posizioni lunghe acquistate da un intermediario finanziario nella prestazione di un servizio di investimento nei confronti di un cliente, nonché con riferimento alle posizioni lunghe assunte al solo fine di offrire copertura alle posizioni corte acquistate nello svolgimento di tale servizio (268).

L'esenzione in questione dovrebbe estendersi, beninteso, anche alle posizioni assunte da intermediari finanziari nel loro *trading book* (in linea con quanto già previsto dalla disciplina della comunicazione dei possessi azionari)(269), dal momento che le attività acquistate in quest'ambito sono anch'esse funzionali alla prestazione, sia pure per conto proprio, di servizi di investimento (si pensi al *market making*).

Un'altra esenzione di cui sarebbe opportuna l'introduzione potrebbe riguardare specifiche tipologie di derivati nei quali il titolare della posizione lunga non ha discrezionalità circa l'acquisto delle azioni sottostanti: si pensi al soggetto "venditore" di un'opzione *put* che, pur titolare di una posizione lunga, "subisce" la scelta della controparte circa l'acquisto dell'azione. La soggezione della parte lunga non esclude, peraltro, l'effetto di "immobilizzazione" della partecipazione descritto in precedenza, sicché dovrebbe restare salva, in ogni caso, la possibilità che sia comunque accertata l'esistenza di un'interposizione di persona o, più agevolmente, di un acquisto concertato di azioni.

Infine, la possibile applicazione della disciplina degli acquisti di concerto (specialmente nell'ambito dei patti parasociali) dovrebbe garantire l'esplorabilità di un'ulteriore esenzione riguardante gli accordi (tipicamente le opzioni) compresi in patti

²⁶⁶ Per un commento a questa disposizione cfr. F. ANNUNZIATA - [G. LIACE], *Commento all'art. 106 t.u.f.*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, cit., p. 144.

²⁶⁷ Cfr. cap. 3, par. 19 ss.

²⁶⁸ V. in tal senso CONSOB (nt. 255), Allegato 5, p. 10 s.

²⁶⁹ Cfr. art. 119-*bis*, commi 3 e 4, reg. em.

parasociali e funzionali alla disciplina della posizione dei soci paciscenti tra loro: si è fatto l'esempio, in particolare, di opzioni stabilite con funzione di *exit* o di risoluzione di situazioni di "stallo" all'interno del patto ⁽²⁷⁰⁾. Di là dalla questione se effettivamente simili pattuizioni possano essere realmente considerati contratti "derivati" sul piano civilistico ⁽²⁷¹⁾, l'esclusione dall'ambito di applicazione della disciplina in esame pare opportuna al fine di consentire un'analisi non automatica delle singole fattispecie concrete alla luce dell'economia complessiva degli accordi tra soci, anche in considerazione della permanente possibilità di accertare un acquisto di concerto.

20. *Considerazioni di sintesi.* – Sulla base delle premesse teoriche svolte nella prima sezione del capitolo, si è tentato, nel seguito, di evidenziare come l'estensione "in blocco" del regime di trasparenza proprietaria ai derivati azionari *cash-settled* non costituisca una scelta di politica legislativa corretta.

Nel perseguimento dell'obiettivo di migliorare efficienza informativa dei mercati, infatti, non appare opportuno che le forme di investimento "puramente economico" – quali sono, in via di principio, le posizioni lunghe assunte su contratti derivati – costituiscano oggetto di comunicazione al pubblico. In questo senso, l'introduzione di norme di trasparenza che replicassero l'orientamento interpretativo assunto dalla giurisprudenza statunitense nel caso CSX (cfr. *supra*, cap. 3) non appare desiderabile.

Tuttavia, vi sono specifiche circostanze della vita societaria nelle quali, per l'operare delle dinamiche di mercato che si sono descritte nei primi due capitoli del lavoro, l'interferenza tra l'impiego di partecipazioni sintetiche e obiettivi della disciplina di trasparenza proprietaria diviene significativa e, per certi versi, inevitabile. Si fa riferimento, soprattutto, all'alterazione delle dinamiche di formazione della volontà assembleare per effetto di *polices* di astensione dal voto poste in atto dagli intermediari finanziari rispetto alle azioni acquistate a scopo di copertura, nonché alla naturale convenienza che tali soggetti hanno a cedere le medesime azioni alle loro controparti in caso di opa.

In simili circostanze, l'introduzione di un regime di comunicazione obbligatoria delle partecipazioni sintetiche più rilevanti appare opportuno e preferibile rispetto a una regolamentazione per clausole generali che opera unicamente *ex post* (come quella di fatto oggi vigente nel nostro ordinamento).

Si è anche argomentato che sia compito della legislazione comunitaria quello di stabilire norme generali sulla trasparenza delle partecipazioni sintetiche, così come la risoluzione di alcune delicate questioni originarie dalle peculiari caratteristiche "tecniche" e negoziali dei derivati azionari. Alla disciplina nazionale dovrebbe essere rimessa la disciplina di dettaglio, nonché, in particolare, alla luce delle caratteristiche e del grado di concentrazione propri di ciascun ordinamento, la definizione delle soglie di rilevanza per la comunicazione. Sarebbe altresì opportuno che gli statuti dei singoli emittenti fossero autorizzati, entro limiti predefiniti, a calibrare il "livello" di trasparenza ritenuto ottimale.

²⁷⁰ Cfr. CONSOB (nt. 255), Allegato 5, p. 10.

²⁷¹ V. in proposito le osservazioni di E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 239 ss.

Infine si è argomentata, anche alla luce delle recenti proposte di novella regolamentare avanzate dalla Consob, l'opportunità di tenere in considerazione il possesso (in posizione "lunga") di strumenti finanziari derivati su azioni ai fini del computo della partecipazione rilevante per l'opa obbligatoria. Tale previsione appare in linea con la *ratio* ispiratrice dell'obbligo di offerta, dal momento che i derivati azionari possono spesso determinare forme di "immobilizzazione" e sottrazione alla circolazione sul mercato della partecipazione sottostante, accrescendo di fatto la stabilità del controllo e la concentrazione degli assetti proprietari.

Peraltro, la natura eventuale di tale caratteristica delle partecipazioni sintetiche rende opportuna la previsione di alcune esenzioni, nonché del diritto, spettante al potenziale obbligato all'offerta, di dimostrare l'ineffettività degli strumenti derivati di cui esso sia in possesso ad assicurargli il controllo di una partecipazione effettiva nell'emittente.

APPENDICE

Tabella 1

Funzioni Obiettivi	Efficienza informativa dei prezzi	<i>Corporate governance</i>	Prevenzione ed <i>enforcement</i>
Azionariato in senso statico	<ul style="list-style-type: none"> • descrizione struttura dell'azionariato (+) • individuazione singoli <i>blockholders</i> (+) 	<ul style="list-style-type: none"> • diminuzione degli investimenti in attività di <i>monitoring</i> e iniziative "attiviste" (-) 	<ul style="list-style-type: none"> • prevenzione <i>insider trading</i> (trascurabile) • prevenzione <i>self dealing</i> (trascurabile)
Azionariato in senso dinamico	<ul style="list-style-type: none"> • informazione sui mutamenti nella struttura dell'azionariato e nei singoli <i>blockholders</i> (+) • informazione su imminenti ricambi del controllo (o.p.a.)(+) 	<ul style="list-style-type: none"> • disincentivo all'accumulazione di <i>toeholds</i> (-) • miglioramento della comunicazione tra azionisti e amministratori (\pm) • potenziamento di difese ostili (-) 	<ul style="list-style-type: none"> • controllo sul raggiungimento di soglie per o.p.a. obbligatoria (trascurabile)
Investimenti meramente economici	<ul style="list-style-type: none"> • più efficace trasmissione dell'informazione "fondamentale" ai prezzi (+) • diminuzione dell'attività di ricerca di informazioni da parte di <i>outsider</i> (-) • rischio di diffusione di informazioni fuorvianti (-) 	<ul style="list-style-type: none"> • perdita dei benefici di <i>governance</i> resi possibili dall'<i>insider trading</i> (-) 	<ul style="list-style-type: none"> • prevenzione <i>insider trading</i> (trascurabile) • prevenzione condotte opportunistiche da parte di <i>outsider</i> (+)

CAPITOLO 5

Dall'altro "lato" del derivato: azionisti in posizione "corta" ed esercizio del diritto di voto

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Casistica. Il ruolo dei derivati azionari nell'ambito delle strategie di *empty voting*. – 3. Prima fattispecie: riduzione o annullamento dell'esposizione economica nei confronti dell'emittente. – 3.1. La questione della riconducibilità di tale fattispecie a modelli noti di dissociazione tra "rischio" e diritto di voto. – 3.2. (*segue*): La difficile percorribilità di una soluzione *contrattuale* ai rischi dell'*empty voting*. – 3.3. (*segue*): Ipotesi di soluzione al problema a partire dal dibattito sulla correlazione tra "rischio" e "potere" e sul principio di proporzionalità in ambito societario. – 3.4. (*segue*): Ancora sulla questione del principio di proporzionalità: profili di politica del diritto. – 3.5. (*segue*): La soluzione della *disclosure*. – 4. Seconda fattispecie: esposizione economica negativa nei confronti dell'emittente. – 4.1. "Interesse sociale" e danno potenziale per la società nelle deliberazioni a frequente rischio di *empty voting*. – 4.2. (*segue*): Natura extrasociale e conflittuale dell'interesse del socio. – 4.3. Casi in cui è difficile configurare (o verificare la sussistenza di) un conflitto di interessi: operazioni in cui l'impatto sull'interesse sociale non è facilmente determinabile. – 4.4. (*segue*): Operazioni neutre sotto il profilo dell'interesse sociale. – 4.5. (*segue*): Ancora una valutazione in chiave di *policy*. Confronto con rimedi proposti in altri ordinamenti. – 5. Terza fattispecie: combinazione tra partecipazione in una pluralità di emittenti ed *empty voting*. Diversificazione degli investimenti e conflitto di interessi. – 5.1. (*segue*): Il ruolo degli strumenti derivati in combinazione con investimenti azionari diversificati. – 5.2. Aspetti meritevoli di ulteriore riflessione. Interesse sociale e massimizzazione del valore del portafoglio attraverso diversificazione e ricorso ai derivati. – 5.3. (*segue*): La questione dei possibili benefici collettivi del ricorso all'*empty voting*. – 6. Considerazioni di sintesi.

1. *Premessa*. – Rispetto al fenomeno delle "partecipazioni sintetiche", su cui si sono concentrati i capitoli precedenti, la questione del diritto di voto esercitato da azionisti che hanno sottoscritto contratti derivati in posizione "corta" si pone, per un verso, in relazione di complementarità.

La creazione di una partecipazione sintetica è prerogativa della parte "lunga" del derivato e l'accesso di tale parte ai diritti di voto e alle azioni sottostanti è reso possibile dall'acquisto di azioni di copertura da parte degli intermediari finanziari. Al contrario, le strategie di voto analizzate nel corso di questo capitolo sono poste in essere da chi ha acquistato azioni di un emittente quotato e abbia proceduto a ridurre, annullare o addirittura invertire la propria esposizione economica nei confronti dell'emittente attraverso la sottoscrizione di derivati azionari in posizione "corta". Tali strategie sono state efficacemente definite «empty voting» da Henry Hu e Bernard Black, secondo un'espressione che ormai può dirsi ampiamente acquisita al dibattito internazionale ⁽¹⁾.

¹ La complementarità evidenziata nel testo è messa nei primi scritti dei due Autori statunitensi: cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 1013 ss. La letteratura giuridica internazionale che ha esaminato i risvolti societari discendenti dal ricorso a pratiche di *empty voting* è ormai vasta. Cfr., senza pretesa di completezza, oltre alle

Per altro verso, al di là della correlazione che scaturisce dalla comunanza dei ricorso al contratto derivato, i due fenomeni hanno caratteristiche diverse e pongono interrogativi di natura diversa. Il soggetto che pone in atto strategie di *empty voting* non è, di regola, un intermediario finanziario che presta un servizio di investimento nei confronti alla parte “lunga” (tale è il paradigma osservato negli schemi riconducibili a strategie di proprietà occulta): si è invece in presenza, per lo più, di un investitore professionale, spesso un fondo speculativo ⁽²⁾, interessato all’acquisto del pacchetto azionario nell’ambito della

considerazioni “di sistema” svolte da R.J. GILSON - C.K. WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Market*, in 108 *Colum. L. Rev.*, 2008, p. 231 ss., gli scritti di: S. MARTIN - F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 (lo scritto dei due Autori è in realtà anticipatore degli studi di Hu e Black); M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss. (part. p.); L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, in *U.C. Davies L. Rev.*, 2006, part. p. 38 ss.; I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1255 ss. (part. p. 1280 ss.); J.R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008, p. 214 ss.; M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, 2010, *Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 411*, in corso di pubblicazione su *Colum. Bus. L. Rev.* e disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’ (ove è reperibile il dattiloscritto da cui sono tolte le successive citazioni); A. ZANONI, *Hedge Funds’ Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in 9 *Global Jurist*, 2009, *Advances*, n. 4, anche disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’ (ove è reperibile il dattiloscritto citato di seguito nel testo); E. WYMEERSCH, *Shareholders After the Crisis*, *Financial Law Institute, Universiteit Gent WP 2009-12*, 2009, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’ (con particolare attenzione alle implicazioni nel diritto comunitario); R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN, *Corporate Voting*, in 62 *Vand. L. Rev.*, 2009, p. 129 ss. (part. p. 152 ss.); C. FORD - C. LIAO, *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in 33 *Seattle U.L. Rev.*, 2009-2010, p. 889 ss.; R.S. KARMEL, *Voting Power Without Responsibility or Risk. How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?*, *Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 146*, 2009, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’. Cfr. altresì J. COHEN, *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, in 45 *Harv. J. on Legis.*, 2008, p. 237 ss.; M. LEE, *Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2007, p. 883 ss. Nella dottrina italiana, cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, vol. II, Milano, 2007, p. 632 ss.; F. DENOZZA, *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 9 ss.; N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in *RDS*, 2010, p. 311 ss. Debbono poi essere ricordati gli studiosi di finanza che hanno rielaborato l’analisi di Hu e Black in una prospettiva analitico-formale: cfr. almeno A. BRAV - R.D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, 2009, disponibile sul sito ‘www.ssrn.com’; D. YERMACK, *Shareholders Voting and Corporate Governance*, 2010, disponibile *ibidem*; A. KALAY - S. PANT, *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, disponibile *ibidem*. V. anche l’Introduzione, nt. 11-13 e testo corrispondente.

² Sul ruolo degli *hedge funds* nelle strategie di *empty voting* si è già detto nei capitoli precedenti: sia quindi consentito rinviare alle osservazioni e ai riferimenti bibliografici contenuti nel capitolo 2 (spec. nt. 7) e 3 (par. 3.2).

propria attività di investimento. L'intermediario occupa qui, semmai, il ruolo di controparte "lunga" disponibile a procurare copertura da rischio all'investitore in questione ⁽³⁾.

Soprattutto, non è qui in gioco il problema della corretta identificazione dell'azionariato dell'emittente (non si è in presenza, cioè, di azionisti "occulti" possessori di partecipazioni sintetiche)⁽⁴⁾, bensì, piuttosto, l'individuazione degli interessi e delle finalità che orientano gli azionisti (palesi) nell'esercizio del diritto di voto: interessi e finalità che si presentano – come si vedrà – alterati, rispetto alla tradizionale concezione contrattualista del voto fatta propria dalla dottrina giuseconomica tradizionale ⁽⁵⁾, a causa del ricorso all'innovazione finanziaria.

Anzi, è nell'ambito ora in esame, più ancora che in quello della "proprietà nascosta", che emerge con pienezza, e in modo problematico, la portata dirompente dell'innovazione finanziaria (rappresentata dai derivati, su cui questo lavoro si concentra, ma anche da altri "prodotti" dell'ingegneria finanziaria, quali le tecniche sempre più sofisticate di prestito titoli)⁽⁶⁾ nel tradizionale impianto istituzionale e organizzativo della società per azioni ⁽⁷⁾.

³ Si rinvia al paragrafo successivo per una più analitica descrizione delle modalità di realizzazione delle strategie in questione.

⁴ Cfr. capp. 2-4.

⁵ Secondo tale concezione, come noto, l'attribuzione del diritto di voto agli azionisti (anziché ad altri soggetti in relazione contrattuale con la società), e in conformità a un principio di proporzionalità rispetto alle partecipazioni possedute (ascrivibile al paradigma "un'azione, un voto"), rifletterebbe l'allocatione ottima degli incentivi ad adottare decisioni migliori per la società, dal momento che gli azionisti si collocano in posizione di subordinazione rispetto ai creditori della società (ne sono quindi, in termini giuseconomici, i *residual claimants*) ed essi, pertanto, ciascuno in proporzione alla propria partecipazione, «receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs»: cfr. F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991, p. 63 ss. (la citazione è tratta da p. 68). Questa concezione è riconducibile a una visione contrattualistica dei rapporti societari, nel senso che l'attribuzione stessa del diritto di voto è concepita come il frutto dell'esigenza di colmare, attraverso l'adozione di decisioni societarie, l'inevitabile incompletezza dei contratti stipulati "intorno" all'impresa societaria (cfr. EID., p. 66: «[t]he right to vote is the right to make all decisions not provided by contract»). Per una recente rivisitazione, in chiave critica, della prospettiva contrattualistica, a confronto con altre concezioni del diritto di voto in ambito societario, cfr. R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN (nt. 1), part. p. 144 ss. Cfr. inoltre, anche in una prospettiva comparatistica, AA.VV., *Diritto societario comparato*, trad. it. a cura di L. Enriquez, 2006, p. 60 ss.; C. MARCHETTI, *La "Nexus of Contracts" Theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, p. 1 ss.

⁶ Le applicazioni delle pratiche di *empty voting* nel quadro di rapporti di prestito titoli esulano dall'ambito di questo lavoro. È peraltro il caso di ricordare la somiglianza degli effetti che si producono, nella prospettiva dei rapporti societari, da tali applicazioni. Infatti, gli investitori che prendono in prestito da un intermediario azioni di una società quotata succedono – oltre che nel diritto di proprietà del titolo, salvo l'obbligo di restituzione del *tantundem* – anche nei diritti di voto in esse incorporati. Eppure, salvo l'inserimento di specifiche previsioni contrattuali, i prestatori di azioni sono indifferenti, sul piano finanziario, alle conseguenze dell'esercizio del loro diritto, dal momento che essi non sopportano il rischio di una variazione del prezzo delle azioni prestate. Sulle specifiche questioni poste dalla relazione tra *empty voting* e prestito titoli, cfr. nuovamente H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I*, (nt. 1), pp. 1015; 1021 ss.; v. anche G. FERRARINI (nt. 1), p. 632 s. Più in generale, sulla funzione del prestito titoli nei mercati

In questo capitolo saranno considerati separatamente, nell'esame dell'impatto sulla disciplina societaria e nell'analisi dei rimedi disponibili (la prospettiva di elezione sarà, nelle pagine che seguono, quella del diritto italiano), fenomeni che sono stati ricondotti unitariamente alla categoria dell'*empty voting* ⁽⁸⁾. In effetti, come si tenterà di dimostrare – anche sulla scorta di spunti già sviluppati in dottrina ⁽⁹⁾ – fenomeni con caratteristiche differenti pongono minacce di natura e severità diverse al funzionamento dei tradizionali meccanismi di *governance* delle società quotate.

In quest'ottica, è opportuno distinguere i seguenti “scenari”: (i) un azionista *riduce o annulla*, ricorrendo alla “copertura” di un derivato, la propria esposizione economica nei confronti di una società quotata, pur conservando inalterato il suo diritto di voto; (ii) un azionista non soltanto annulla la propria esposizione economica nei confronti dell'emittente, ma altresì acquisita, attraverso un derivato, una *esposizione economica negativa* (cioè un rischio in direzione opposta) rispetto all'emittente stesso, conservando anche in questo caso inalterato diritto di voto; (iii) l'azionista di una *prima* società, dopo aver

finanziari moderni, nonché per una analisi delle principali problematiche giuridiche, si v. P. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008, p. 91 ss.; F. RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, in *La riforma dei mercati finanziari dal Decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 391 ss.

⁷ Degli altri risvolti legati all'impatto dell'innovazione finanziaria sulla struttura organizzativa della società per azioni (soprattutto quotata) si è detto, in linea generale, nell'Introduzione. Più specificamente, si rinvia a R.J. GILSON - C.K. WHITEHEAD (nt. 1), *passim*, per l'osservazione secondo cui l'acquisto, sui mercati finanziari, di strumenti idonei alla copertura dei rischi dell'attività di impresa (segnatamente i derivati) costituirebbe oggi, per le imprese, uno strumento di gestione del rischio più efficiente e meno costoso rispetto al tradizionale ricorso al mercato del capitale di rischio attraverso emissione di nuove azioni (gli Autori giungono provocatoriamente fino al punto di ipotizzare la scomparsa, per cessazione della sua utilità, del ricorso alla quotazione in borsa). Si rinvia, invece, a F.H. EASTERBROOK, *Derivative Securities and Corporate Governance*, in 69 *U. Chi. L. Rev.*, 2002, p. 733 ss., per una “lettura” coasiana degli strumenti derivati come alternativa (anche in questo caso – non senza gusto del paradossale – affermata come più efficiente) rispetto ai meccanismi della *corporate governance* delle società quotate. In senso più critico, S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), *passim*, hanno evidenziato come l'utilizzo di *equity derivatives* determini l'esigenza di una rivisitazione profonda dei fondamenti del diritto societario vigente, sia sul fronte dei diritti di voto (da riattribuirsi in funzione di chi realmente sopporta il rischio d'impresa), sia sul fronte dei doveri degli amministratori (che non dovrebbero orientarsi unicamente nei confronti dei soli azionisti, bensì nei confronti di tutti coloro, e soltanto di coloro, cui il voto è attribuito). Le ipotesi formulate da Martin e Partnoy, per la verità, erano state anticipate anni prima da H.T.C. HU, *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in 69 *Tex. L. Rev.*, 1991, p. 1273 ss.; e v. altresì ID., *Risk, Time and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in 38 *U.C.L.A. L. Rev.*, 1990, p. 277 ss.

⁸ Cfr. ancora, per tutti, H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I*, (nt. 1), p. 1024 ss.

⁹ Cfr. M. KAHAN - E.B. ROCK (nt. 1), p. 1075, i quali evidenziano: «how exactly law should be changed, if it should at all, is a highly complex question. The complexity has several sources: multiple mechanisms can generate empty votes; current legal rules do not treat these mechanisms equivalently; other problems related to compilation of broker votes interact with the concerns raised by empty voting». E v., in seguito, l'analisi di A. ZANONI (nt. 1), part. p. 9 ss. *dat.*, il quale individua ed esamina separatamente diverse forme di distorsione causate dal ricorso a pratiche di *empty voting*, peraltro non coincidenti con gli “scenari” indicati di seguito nel testo.

annullato la propria esposizione economica nei confronti di questa, acquista una partecipazione in una *seconda* società (i cui interessi sono, in qualche misura, confliggenti con quelli della prima), di guisa che l'azionista ha incentivo a esercitare il proprio voto nella prima società salvaguardando gli interessi della seconda.

Come si cercherà di dimostrare attraverso la lettura delle situazioni ora descritte con le lenti degli istituti del nostro diritto societario, la prima situazione rappresenta, a ben vedere, una opportunità, aggiuntiva rispetto alle numerose già esistenti, di dissociazione tra “rischio azionario” e diritto di voto, che non vi è ragione di affrontare con strumenti diversi dai consueti metodi di scrutinio del voto dell'azionista, effettuando una valutazione caso per caso.

Anche la seconda situazione, pur presentando un grado di “pericolosità” maggiore per le società quotate, appare ben inquadrabile e sanzionabile alla luce della disciplina del conflitto di interessi del socio nonché, in alcuni casi, della violazione dei doveri di correttezza e buona fede nei confronti degli altri azionisti.

La terza situazione, invece, è di superiore complessità, per via della combinazione tra il ricorso all'esposizione economica verso una pluralità di emittenti e l'utilizzo di contratti derivati. Si tratta, in questo caso, di verificare in quale misura la repressione di simili condotte – da più parti invocata – finisca per tradursi in un impedimento alla costruzione di portafogli azionari diversificati (impedimento che contrasterebbe con i principi moderni della finanza aziendale); e in quale altra misura, invece, il ricorso ai derivati comporti un'alterazione del paradigma tradizionale della diversificazione, meritevole di una riflessione teorica specifica e di un'eventuale risposta regolatoria *ad hoc*.

Anticipando l'esito dell'analisi che segue, può osservarsi come i rimedi offerti dal diritto societario vigente costituiscano presidi duttili e suscettibili di efficace applicazione alla maggior parte dei casi di *empty voting* pregiudizievole per la società e i soci, anche alla luce di un'analisi economica delle regole. Anzi, in altri ordinamenti alcuni autori hanno invocato una maggiore sensibilità giurisprudenziale ai doveri fiduciari dei soci, sulla base di criteri non dissimili da quelli vigenti nel nostro ordinamento in materia di conflitto di interessi e dovere di correttezza e buona fede dei soci ⁽¹⁰⁾.

In questo senso, proprio al fine di consentire un migliore *enforcement* delle norme esistenti, l'introduzione di un regime di trasparenza dell'esposizione “corta” dei principali azionisti di ogni società quotata costituirebbe un importante presidio, sulla base di quanto suggerito, fin dalle prime analisi, da Hu e Black ⁽¹¹⁾ e, successivamente, da alcune proposte legislative, attualmente in discussione in più di un ordinamento ⁽¹²⁾.

¹⁰ In quest'ottica, con prevalente riferimento al diritto dello stato del Delaware e di altri ordinamenti societari nordamericani, I. ANABTAWI - L. STOUT (nt. 1), part. p. 1293 ss.; A. ZANONI (nt. 1), p. 18 ss.; e v. già lo spunto di M. KAHAN - E.B. ROCK (nt. 1), p. 1074 ss. Con sguardo anche al contesto europeo, cfr. M. SCHOUTEN (nt. 1), p. 46 ss. datt.

¹¹ Cfr. ancora H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I*, (nt. 1), p. 1054 s.; nonché EID., *Empty Voting II*, (nt. 1), p. 682 ss.

¹² Cfr. il documento di consultazione della *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti (“SEC”), *Concept Release on the U.S. Proxy System*, Rel. No. 34-62495, 75 Fed. Reg. 42982, 43017 2010, disponibile sul

Se l'apparato dei rimedi societari non appare sprovvisto di strumenti di valutazione ed, eventualmente, repressione delle più recenti strategie di “voto opportunistico”, va d'altra parte constatato che l'innovazione finanziaria e il carattere talora clamoroso delle iniziative degli *hedge funds* pare far emergere alcune distonie di fondo che caratterizzano l'applicazione alle società aperte di alcuni istituti e rimedi del diritto societario.

Si pone, in particolare, la questione di come debba essere declinato il dovere di correttezza del socio nei confronti degli altri soci, al cospetto di investitori-azionisti caratterizzati da interessi, struttura e finalità di investimento sempre più frammentati e divergenti tra loro.

Emerge, inoltre, la questione della sempre più difficile compatibilità delle moderne tecniche di gestione di portafoglio adottate dagli investitori professionali – i quali paiono ormai spesso ricorrere ai derivati in sostituzione delle tradizionali tecniche di riduzione del rischio attraverso la diversificazione dei propri investimenti azionari – con i parametri in base ai quali si valuta la legittimità del voto espresso dai soci di una società quotata; parametri informati a una concezione di interesse sociale che si incentra sulla massimizzazione del valore delle azioni del singolo emittente (concezione anche in Italia fatta propria, sia pure con una serie di riserve, dalla dottrina più recente)⁽¹³⁾.

sito 'www.sec.gov' (part. p. 137 ss.). In Italia, sebbene il *position paper* della Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled* – analizzato nel precedente capitolo – non proponga una regolamentazione del fenomeno dell'*empty voting*, l'Autorità ha in altra occasione evidenziato l'opportunità di dare trasparenza alle posizioni corte assunte su azioni attraverso strumenti derivati, ciò che è avvenuto con l'introduzione degli obblighi di *disclosure* sulle c.d. partecipazioni potenziali in vendita: cfr. il Documento di consultazione in tema di «recepimento della direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE», 2008, disponibile sul sito 'www.consob.it', p. 128 ss.

¹³ Sul tema si tornerà più oltre. Giova fin d'ora ricordare che, dopo la prima intuizione di L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 434 ss. (il quale inquadrava il concetto di interesse sociale nella prospettiva di un «vantaggio di tutti gli azionisti, beninteso valutato in relazione alla loro partecipazione sociale»: p. 454, corsivo aggiunto), hanno più recentemente aderito – anche se con accenti diversi e talora con alcune riserve – alla tesi dell'identificazione dell'interesse sociale con l'interesse alla massimizzazione del valore globale delle partecipazioni sociali, tra gli altri, P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795 ss. (part. p. 811 s.); G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462 ss. (e v. soprattutto p. 476 ss.); E. SCIMEMI, *La vendita del voto nella società per azioni*, Milano, 2003, p. 111 ss.; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, 2007, p. 117 ss.; A. GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano 2010, p. 71 ss. (ma limitando questa prospettiva all'investimento in azioni quotate e segnalandone i limiti); P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, *ivi*, p. 98 ss. (ove l'indicazione di una «valorizzazione della partecipazione sotto il profilo sia reddituale sia patrimoniale in una prospettiva di lungo termine» circoscritta da alcuni ordini di limitazioni) V. anche ID., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo 2, Padova, 2004, part. p. 8 ss. Muovendo da una concezione “pluralistica” dell'interesse sociale giunge in pratica a conclusioni simili, analizzando la sfera di applicazione dell'art. 2373 c.c., anche D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società*

Su tali questioni ci si soffermerà negli ultimi due paragrafi del capitolo.

2. *Casistica. Il ruolo dei derivati azionari nell'ambito delle strategie di empty voting.* – L'analisi che si svolgerà nel corso del capitolo richiede, preliminarmente, una sintetica ricognizione dei principali episodi di *empty voting* di cui si ha notizia.

Tale breve ricognizione – è il caso di anticipare – pone in luce due aspetti. In primo luogo, il ricorso a strumenti derivati non costituisce l'unica “tecnica” utilizzata per realizzare strategie di *empty voting* e, a ben guardare, neppure la più frequente: il prestito titoli, la c.d. *record date capture* ⁽¹⁴⁾ e la vendita allo scoperto sono strumenti alternativi (e

per azioni, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3**, Milano, 1993, p. 33. In una prospettiva più ampia, evidenziando che nelle società quotate l'interesse sociale si declina come interesse comune degli azionisti, in qualità di *investitori*, «alla valorizzazione del proprio investimento in un mercato trasparente», cfr. A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 485 ss., part. a p. 487 s.; nonché P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 141. Per una ricognizione aggiornata delle concezioni dell'interesse sociale, v. tra gli altri, oltre ai lavori già citati di Scimemi e Guacero, M.T. CIRENEI, *Commento all'art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, tomo I, Roma, 2010, p. 780 ss.

¹⁴ L'espressione descrive lo “sdoppiamento” del diritto di voto dal possesso azionario per il soggetto che abbia ceduto le proprie azioni successivamente alla data di registrazione stabilita dalla società quale termine valevole per la legittimazione all'intervento e al voto in assemblea, e sia nondimeno – proprio in forza del meccanismo della *record date* – legittimato a votare in luogo del nuovo possessore delle azioni. Si tratta di fenomeno osservato nella prassi delle società nordamericane, nelle quali il sistema della data di registrazione è previsto da molto tempo (e cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 832 ss.; M. KAHAN - E.B. ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in 96 *Geo. L. J.*, 2008, p. 1227 ss.), ma che si pone oggi, in seguito al recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti (che ha previsto – come noto – l'introduzione di tale meccanismo a tutela del miglior funzionamento del mercato delle azioni quotate e come strumento di incentivazione alla partecipazione al voto da parte degli azionisti), anche nei paesi dell'Unione Europea nei quali il sistema della data di registrazione non era conosciuto o ammesso. Cfr. per un'analisi sul punto, con riferimento al diritto italiano e in chiave comparatistica, N. DE LUCA (nt. 1), p. 316 ss., il quale prospetta alcuni rimedi per contrastare abusi posti in essere da azionisti che registrino la titolarità di azioni nell'interesse di terzi o da chi approfitti della regola della data di registrazione per permettere ad un soggetto di votare a favore di una delibera, «ma di garantirsi al contempo la facoltà di recedere dalla società o di impugnare la delibera». Pare avversare ogni “ingerenza” della società (e segnatamente del presidente dell'assemblea) sulla vicenda relativa alla cessione delle azioni *post record date* (e quindi, parrebbe, anche più in generale sul problema della *record date capture*) R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHDR. Appunti introduttivi*, Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, *datt.* disponibile sul sito 'www.associazione preite.it', p. 9 s.; adesivamente, N. ABRIANI, *L'assemblea*, in AA.VV., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, p. 467, nt. 102. In termini fortemente critici nei confronti della dissociazione tra titolarità e voto resa possibile dal meccanismo della *record date* si era già espresso G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *RDS*, 2007, p. 4 s., con obiezioni condivise da P. MONTALENTI - S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, II, Bologna, 2010, p. 1868.

talvolta più spesso utilizzati) per il perseguimento delle strategie in questione ⁽¹⁵⁾. In secondo luogo, il ricorso a pratiche di *empty voting* (per mezzo di qualunque strumento) tende a concentrarsi in occasione di poche tipologie di deliberazioni assembleari.

In effetti, dall'unico "catalogo" delle operazioni di *empty voting* finora redatto ⁽¹⁶⁾, su 39 operazioni ricondotte alle strategie in questione solo sette risultano con certezza poste in essere attraverso strumenti derivati: tra esse vi è l'episodio riguardante la fusione Perry-Mylan, che è anche il più frequentemente richiamato dagli autori che si sono cimentati con il tema in esame ⁽¹⁷⁾.

¹⁵ Se si eccettua – come si vedrà – il ricorso a piani di incentivazione dei dipendenti, che peraltro possono ricondursi a pratiche di *empty voting* soltanto indirettamente. In effetti, il classamento di azioni presso dipendenti incentivati a ostacolare con il loro voto (d'intesa con il *management* della società presso cui lavorano) operazioni straordinarie od opa ostili nei confronti dell'emittenti assume i contorni più prossimi – nella sostanza – a quelli di un'operazione di *portage*, in cui si verifica la temporanea cessione di azioni a un "fiduciario" che esercita il voto per conto del *dominus* (P. CARRIÈRE (nt. 1), p. 7 ss. Sull'utilizzo dei piani di incentivazione (nonché sullo stesso ricorso a *portage* veri e propri) come strumento di realizzazione di *empty voting* (in un'accezione allargata), cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 642 ss.

¹⁶ Si fa riferimento a quello stilato da H.T.C. HU – B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 661 ss., con riferimento a operazioni occorse in un lasso di tempo compreso tra il 1988 e il 2007.

¹⁷ La vicenda Perry-Mylan può essere così sinteticamente descritta. Nel 2004 Perry Corporation (già protagonista – si ricorderà – del *leading case* Ithaca-Perry, esaminato nel cap. 2), socio di riferimento di King Pharmaceuticals, Inc., promuove la fusione di quest'ultima società con Mylan Laboratories, Inc. (quotata negli Stati Uniti). Nonostante sia stato concluso un accordo tra i consigli di amministrazione delle due società, l'approvazione dell'operazione da parte dei soci di Mylan è incerta, dal momento che è dubbia la convenienza della fusione per società e azionisti, come testimoniato anche dal calo delle quotazioni delle azioni della società a seguito dell'annuncio dell'operazione. Per scongiurarne la "bocciatura", Perry acquista il 9,9 per cento delle azioni di Mylan sottoscrivendo, contestualmente, dal lato corto, *equity swaps* e altri derivati, così da eliminare ogni rischio economico legato all'esito della fusione. Alcune fonti riferiscono che altri fondi di investimento avrebbero acquistato partecipazioni in Mylan con il solo fine di favorire l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea di quest'ultima società e privandosi, al contempo, di ogni interesse economico relativo alle azioni acquistate. L'*empty vote* di Perry e dei fondi di investimento nell'assemblea di Mylan risulterà in concreto determinante per l'approvazione della fusione. Sul caso Perry-Mylan v. per tutti H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 828 ss., anche per altri riferimenti.

Può essere utile ricapitolare, di seguito, i più significativi episodi di *empty voting* con utilizzo di derivati.

(i) Nel luglio 2006, nel diverso teatro della borsa di Londra, il fondo speculativo Polygon incrementa (dal 13,4 al 24 per cento) la propria partecipazione nella società Telent Plc (ex gruppo Marconi) e, contestualmente, sottoscrive dal lato corto *contracts for difference* sul medesimo titolo, al solo fine di impedire l'approvazione, da parte degli azionisti di Telent, dell'offerta pubblica di acquisto promossa dalla concorrente americana Fortress Investment Group. L'operazione è stata però "sventata" dal *management* di Telent attraverso un rinvio dell'adunanza assembleare al fine di favorire l'affluenza di un maggior numero di soci: su questa operazione cfr., ad esempio, BEN HARRINGTON, *Telent Investors Outwit Hedge Fund*, in *The Daily Telegraph (London)*, 22 luglio 2006, p. 32.

(ii) Derivati azionari sono stati altresì utilizzati in occasione del tentativo di Hyundai Elevator, nel 2004, di bloccare un tentativo di scalata ostile sulla propria partecipata Hyundai Merchant Marine. In questo caso, Hyundai Elevator, oltre a ricorrere a un *portage* concordato con due fondi di investimento (i quali hanno acquistato per suo conto azioni della partecipata), ha stipulato *equity swaps* per proteggere la

In nove casi, invece, si è fatto ricorso al prestito titoli o a contratti di pronti contro termine; in tre casi le azioni erano state precedentemente vendute allo scoperto; in due casi si sono sfruttate le già descritte opportunità di arbitraggio offerte dal meccanismo della *record date*. Numerosi sono anche i casi definiti come *soft parking*, specialmente (in sette casi) attraverso il ricorso a piani di incentivazione per dipendenti o amministratori, su cui ci si è poc'anzi soffermati. In due casi si è fatto ricorso ad obbligazioni convertibili. Nei casi restanti, non è noto lo strumento di *hedge* utilizzato nell'operazione⁽¹⁸⁾.

Passando alla *tipologia* di operazioni nelle quali si è registrato il ricorso ad *empty voting*, si osserva che, in larga maggioranza, le strategie in esame sono state utilizzate in occasione di assemblee convocate nell'imminenza di un cambio di controllo sull'emittente, nel contesto di operazioni straordinarie. In alcuni casi, gli *empty voters* hanno apportato i voti determinanti per favorire il cambio di controllo auspicato; più spesso tali investitori hanno impedito, con il voto determinante da essi apportato, che il cambio di controllo si verificasse.

Naturalmente, il contesto normativo nel quale le assemblee in questione sono state convocate muta in ragione della diversa disciplina prevista nei singoli ordinamenti che disciplinano l'operazione⁽¹⁹⁾. A costo di qualche approssimazione, tuttavia, è possibile individuare le seguenti tipologie di assemblee nel corso delle quali si è verificata la maggior parte degli episodi di *empty voting* in occasione di cambi di controllo: (i) assemblee convocate per l'approvazione di un'operazione di *fusione* per incorporazione dell'emittente quotato in altra società, solitamente non titolare della maggioranza delle azioni

propria posizione dal calo di prezzi subito dalle azioni "parcheggiate" presso i *porteurs*. Una ricostruzione degli eventi si legge in H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 726 s.

(iii) È plausibile fosse finalizzato ad attuare una strategia di *empty voting* anche il possesso, da parte dell'investitore Liberty Media, del 9,1 per cento delle azioni votanti della società statunitense News Corporation (controllata da Rupert Murdoch): tale partecipazione, infatti, era stata in gran parte *decoupled* attraverso la "vendita" di contratti *forward* con una banca d'investimento. Tuttavia – come rilevato dagli stessi H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 831 (ai quali si rinvia anche per i riferimenti bibliografici sulla vicenda) – Liberty Media possedeva altresì un consistente pacchetto di azioni prive di diritto di voto, sicché l'investitore finiva per conservare, di fatto, una consistente "proprietà economica" della propria partecipazione malgrado la copertura acquistata con i derivati.

(iv) Sempre nel 2004, l'investitore Solomon Lew, dopo aver avviato una "battaglia delle deleghe" in vista dell'elezione del consiglio di amministrazione dell'australiana Coles Myer, ha supportato la propria iniziativa portando la propria partecipazione dal 3 al 7 per cento delle azioni emesse, ma ha eliminato ogni rischio economico legato al nuovo investimento "acquistando" opzioni *put* e "vendendo" opzioni *call*. Cfr. ancora *ibidem*, p. 829.

¹⁸ Su tutti i casi menzionati nel testo, cfr. ancora H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 661 ss.

¹⁹ Può trattarsi, naturalmente, della disciplina prevista sia dal diritto dello stato in cui ha sede l'emittente, sia dal diritto dello stato nel quale si trova il mercato dove le azioni del medesimo sono quotate, in funzione delle norme di conflitto applicabili: in particolare, sulle questioni di diritto internazionale privato legate alla disciplina delle misure difensive nei confronti di offerte pubbliche d'acquisto, oggi parzialmente risolte dalla direttiva 2004/25/CE, cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, in *Banca borsa*, 2009, I, p. 382 ss.

dell'incorporata, con assegnazione di azioni ai soci dell'incorporata ⁽²⁰⁾; (ii) assemblee convocate per l'approvazione di una fusione che conclude un'operazione di *going private* posta in essere dal socio di controllo, con previsione di un mero corrispettivo monetario per i soci della società incorporata (*cash-out merger*)⁽²¹⁾; (iii) assemblee convocate per deliberare in ordine all'adozione di misure difensive nei confronti di un'offerta pubblica di acquisto ostile promossa sulle azioni dell'emittente (questa appare la categoria più rappresentativa nel catalogo di episodi di *empty voting* noti)⁽²²⁾.

²⁰ Nella rassegna di casi raccolti da Hu e Black si contano almeno sei casi riconducibili a questo paradigma, compreso il noto caso Perry-Mylan. Deve essere menzionato, tra gli altri, almeno il caso AXA/MONY, che ha avuto una certa risonanza presso le cronache finanziarie. L'approvazione della fusione tra le due società assicurative quotate sul mercato statunitense ha visto curiosamente la partecipazione di *empty voters* impegnati, per così dire, su fronti opposti: alcuni investitori, speculando sul rialzo del valore delle obbligazioni convertibili in azioni MONY (di cui erano possessori) in seguito all'approvazione della fusione, hanno acquistato azioni completamente *hedged* per disporre di diritti di voto da esercitare a favore dell'operazione; altri investitori, con aspettative opposte (e, per tale ragione, venditori allo scoperto delle medesime obbligazioni convertibili in azioni MONY), hanno acquistato azioni (privandosi del relativo interesse economico) per votare in senso contrario all'operazione. Sull'operazione cfr. per tutti il resoconto di T. FRANCIS, *AXA Launches Offensive to Woo Mony Holders*, in *Wall St. J.*, 28 aprile 2004, p. C5.

Talvolta, l'operazione oggetto di *empty voting* è stata una scissione, come nel caso British Land, dove il fondo speculativo, nel 2002, Laxey Partner ha portato la propria partecipazione dall'1 all'8 per cento delle azioni emesse (attraverso un prestito titoli) al solo fine di offrire il proprio voto favorevole nell'assemblea convocata per deliberare su una scissione della società. Informazioni su questo episodio si traggono da un documento dello Stock Lending and Repo Committee della Bank of England del dicembre 2002, disponibile all'indirizzo www.bankofengland.co.uk/markets/gilts/slrdec02.pdf.

²¹ Si tratta, in questo caso, di operazioni registrate prevalentemente in ambito nordamericano. Infatti, il diritto dello stato del Delaware (non diversamente dal *Model Business Corporation Act*, ricalcato dagli ordinamenti di numerosi altri stati) consente fusioni che prevedono la "liquidazione" per contanti delle partecipazioni dei soci della società incorporata. Nel diritto del Delaware, in aggiunta, l'approvazione dell'assemblea dei soci dell'incorporata non è richiesta qualora l'incorporante possenga una partecipazione superiore al 90 per cento delle azioni emesse dall'incorporanda (c.d. *short-form merger*: v. § 253 *Delaware General Corporation Law*). Come noto, invece, i *cash-out merger* non sono consentiti dalla terza direttiva in materia societaria (cfr. artt. 3 e 4 direttiva 75/855/CEE), sicché il *delisting* di una società quotata è di regola conseguito attraverso il ricorso al diritto di acquisto previsto dall'art. 15 della direttiva opa. Tuttavia, negli ordinamenti inglese e tedesco sono consentite operazioni riconducibili a questa tipologia, sia pure con limitazioni e oneri consistenti, come posto in luce da M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50 *Va. J. Int'l L.*, 2010, p. 900 ss.; allo stesso Autore si rinvia per un'analisi comparatistica sulle operazioni di *going private* e sui *freezeouts* ad esse legati (p. 841 ss., ove anche altri riferimenti bibliografici; v. anche *supra*, cap. 2, nt. 77). In proposito, si v. il caso Lindner Holding (descritto da H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 651 s.), che ha visto il socio di controllo prendere azioni a prestito al fine di raggiungere la percentuale di diritti di voto necessaria per esercitare un diritto di acquisto delle azioni dei soci di minoranza (il tentativo fu peraltro impedito per via giudiziaria).

²² Si tratta di una quindicina di episodi (cfr. H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 661 ss.). Tra essi può essere ricordato, in ambito europeo, quello riguardante il tentativo di scalata ostile posto in essere da Sonaecom sulla rivale Portugal Telecom. Il tentativo fu, a quanto pare, respinto dagli azionisti di Portugal Telecom grazie all'apporto decisivo di una banca d'affari, la quale aveva acquistato dallo stesso

Nei pochi casi restanti, si è assistito al ricorso a pratiche di *empty voting* in coincidenza di assemblee convocate per eleggere gli amministratori, specialmente in presenza di liste presentate da gruppi di soci contrapposti, ovvero in occasione di modifiche statutarie non collegate a cambi di controllo ⁽²³⁾.

Alla luce di questa ricognizione, è il caso di sottolineare alcuni aspetti seguenti, al fine di inquadrare la trattazione successiva, che è incentrata sull'analisi delle pratiche di *empty voting* a partire dai *contratti derivati* e con specifico riferimento alle *operazioni di cambio del controllo*.

Quanto alla scelta di concentrare l'attenzione sulle strategie di "svuotamento" del voto realizzate con il ricorso a contratti derivati su azioni, si osserva, in primo luogo, che è probabile (data la diffusione di tale tecnica di *hedging*) che si sia fatto ricorso a tali contratti anche in episodi di *empty voting* rispetto ai quali non è stato reso noto lo strumento di copertura utilizzato ⁽²⁴⁾. In secondo luogo, i contratti derivati, sebbene in apparenza non figurino quale strumento più utilizzato nelle operazioni sopra descritte, lo sono laddove si escludano dal computo le numerose operazioni di carattere semplicemente *interpositivo* che sono state ricondotte alla strategia in esame accedendo a un'interpretazione particolarmente estesa del concetto di "svuotamento" del voto ⁽²⁵⁾.

Un distinguo, al riguardo, appare motivato dal fatto che queste ultime operazioni sono per lo più modellate su uno schema di tipo fiduciario, preordinato, con l'accordo di tutte le parti coinvolte, a procurare temporaneamente diritti di voto in capo a un *porteur* non interessato a un investimento stabile nella società. L'acquisto di posizioni "corte" su derivati da parte dell'azionista di una società quotata, invece, mostra un volto più ambiguo. Esso rappresenta, al tempo stesso, l'attuazione di una scelta di mitigazione del rischio – in quanto tale perfettamente legittima e, anzi, connaturata all'investimento azionario sul mercato regolamentato ⁽²⁶⁾ – e uno strumento in grado di procurare, in capo all'azionista, senza la cooperazione di terzi fiduciari, lo sdoppiamento diritto di voto dall'interesse economico sottostante: senza che sia chiaro, quand'anche l'operazione sia resa pubblica, se e in quale misura la strategia debba essere riconosciuta meritevole di tutela nell'ottica del buon funzionamento del mercato finanziario ovvero nociva per l'emittente e i suoi soci. Per tale ragione, l'analisi delle strategie di *empty voting* condotte attraverso il ricorso ai derivati appare meritevole di specifico approfondimento.

Anzi, le considerazioni che si svolgeranno a proposito del rapporto tra *empty voting* e derivati appaiono in buona misura estensibili anche a fattispecie diverse. I fenomeni di *record date capture*, il ricorso al prestito titoli e la vendita allo scoperto condividono, infatti,

socio di controllo azioni della società *target* al fine di esercitare il voto contrario all'opa di Sonaecom nell'assemblea di Portugal Telecom. Tuttavia, il rischio economico assunto dalla banca d'affari con l'operazione risultò integralmente coperto attraverso la sottoscrizione di *equity swaps* (gli Autori citati offrono una sintesi dei fatti del caso, nonché ragguagli bibliografici).

²³ Cfr. ancora H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 661 ss.

²⁴ Cfr. *supra*, nt. 18 e testo corrispondente.

²⁵ Cfr. *ibid.*

²⁶ Sul punto si tornerà più diffusamente *infra*, par. 5.2.

con i derivati, la stessa ambiguità di fondo: mentre il prestito titoli e la vendita allo scoperto possono contribuire ad accrescere la liquidità delle azioni (rendendone il mercato più efficiente), tali strumenti provocano una dissociazione della struttura della partecipazione azionaria, che richiama l'esigenza di una valutazione sulla "tenuta" della disciplina societaria di fronte a questi fenomeni e, eventualmente, di interventi normativi.

Quanto alla *tipologia* di operazioni considerate nel seguito, quelle in cui si verifica un cambio del controllo rappresentano – come si è veduto – quelle di gran lunga più frequentemente bersagliate dall'*empty voting*. Ciò pare di per sé giustificare un'analisi del fenomeno in esame con prevalente riferimento a quest'ambito. Senza contare, poi, che nelle operazioni straordinarie che coinvolgono l'assemblea dei soci in previsione di un cambio del controllo (deliberazioni di fusione e assemblee in pendenza di opa) lo scrutinio del voto espresso dai soci è particolarmente delicato, dal momento che tali soggetti possono essere portatori di interessi rispetto a entrambi i "lati" dell'operazione⁽²⁷⁾ e sono particolarmente acuiti i conflitti tra l'interesse a una valorizzazione immediata della partecipazione sociale e quello a una crescita del valore dell'impresa sociale nel lungo termine.

3. *Prima fattispecie: riduzione o annullamento dell'esposizione economica nei confronti dell'emittente.* – Tenendo presente la ricognizione effettuata nel paragrafo che precede, mette ora conto di considerare le tre possibili diverse declinazioni del fenomeno del c.d. *empty voting*, cui si è già accennato in premessa.

Come anticipato, la prima situazione rilevante riguarda l'azionista che abbia *ridotto* o *annullato*, ricorrendo alla "copertura" di un derivato, la propria esposizione economica nei confronti di una società quotata, pur conservando inalterato il diritto di voto spettante alla

²⁷ La circostanza che un socio si trovi «on both sides of a transaction» (espressione impiegata dalla Corte Suprema del Delaware in *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A2d 71 (Del. 1983), anche se nella diversa materia dei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei soci) giustifica, secondo la giurisprudenza statunitense, un diverso, più rigoroso *standard* di valutazione delle operazioni deliberate con il voto determinante di tali soci: cfr. i *leading cases*, decisi dalla Corte Suprema del Delaware in materia di *freezeout* promossi dal socio di maggioranza, *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A2d 717, 720 (Del. 1971) e *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A2d 1110 (Del. 1994). Si è argomentato, peraltro, che l'esistenza di doveri fiduciari dei soci tra loro non può essere riconosciuta soltanto nel caso di operazioni che vedono la presenza di un socio di maggioranza, bensì le potenzialità di applicazione di tali doveri debbono essere estese anche all'ipotesi di voto determinante apportato da investitori di minoranza: cfr. I. ANABTAWI - L. STOUT (nt. 1), p. 1265 ss. Una tendenza a uno scrutinio più severo nel caso di soci presenti "su entrambi i lati dell'operazione" si registra, in misura crescente, anche in Europa, sia pure nel contesto di una disciplina societaria dipendente, in quest'ambito, dalle scelte dei singoli stati membri. In Italia, tale tendenza si è recentemente manifestata sul piano delle *procedure* da adottarsi in vista della deliberazione assembleare (in aggiunta, naturalmente, ai rimedi generali già previsti dalla legge: artt. 2373, 2391, 2497 ss. c.c.): ne costituisce un importante esempio l'introduzione di una disciplina più articolata per la deliberazione di fusioni e altre operazioni di competenza dell'assemblea che coinvolgono parti "correlate" all'emittente (cfr. in generale l'art. 2391-*bis* c.c. e, in particolare, l'art. 11 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate di cui alla delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010).

sua partecipazione. Ciò può avvenire, come detto, attraverso l'assunzione di una posizione "corta" in un contratto derivato che abbia ad oggetto azioni in numero inferiore o uguale a quello delle azioni di cui è composta la partecipazione.

Come si è messo in luce, l'alterazione dell'esposizione verso l'emittente può caratterizzarsi diversamente secondo il tipo di derivato cui l'investitore faccia ricorso ⁽²⁸⁾: ritorna utile, nuovamente, l'analisi svolta nel primo capitolo, a proposito del "delta" del derivato.

In particolare, la conclusione di derivati con quoziente "delta" pari a uno (attraverso "vendita" di *equity swap*, *future*, incroci *put&call*) consente una completa, simmetrica "traslazione", alla controparte in posizione lunga, dei flussi di cassa legati alle azioni sottostanti. I derivati in questione favoriscono, dunque, secondo un modello lineare, lo "svuotamento" del rischio economico della partecipazione azionaria ⁽²⁹⁾.

La conclusione di contratti di opzione, invece, delinea posizioni di rischio non lineari e di più complessa lettura ⁽³⁰⁾. Di seguito alcuni esempi.

(a) L'"acquisto" di un'opzione *put* (cioè la sottoscrizione del contratto in veste di concessionario dell'opzione) rende il socio indifferente nei confronti di una riduzione del prezzo delle azioni in suo possesso al di sotto del prezzo di esercizio dell'opzione; il socio, invece, beneficia dell'incremento di prezzo delle azioni.

Un primo aspetto da rilevare in questo caso riguarda il rischio collegato a operazioni deliberate con il voto di cui colui che è sia azionista sia sottoscrittore dell'opzione *put*. In particolare, tale soggetto avrà interesse ad approvare operazioni estremamente rischiose per la società, caratterizzate – cioè – da elevato *pay-off* in caso di esito positivo, il quale tuttavia è stimato in probabilità non elevata, sicché il valore atteso dell'operazione risulta negativo per la società, ma non per il titolare dell'opzione ⁽³¹⁾.

²⁸ Cfr. S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), p. 788 ss., i quali individuano sette scenari diversi in cui il ricorso a strumenti derivati (nonché ad altre tecniche quali la vendita allo scoperto, sia su azioni sia su titoli obbligazionari emessi dalla società) determina sdoppiamento tra voto e interesse economico, dando luogo a «encumbrance» della partecipazione azionaria posseduta dall'investitore.

²⁹ Si rinvia alle esemplificazioni svolte nel cap. 1, da rileggersi *a contrario*. Si faccia l'esempio di un azionista che possiede 1 milione di azioni della società Alfa e sottoscrive con un intermediario finanziario, dal lato "corto", un *equity swap* relativo a identico sottostante. In corrispondenza di ciascuna delle scadenze intermedie previste dal contratto (ovvero unicamente al termine dello stesso, se si tratta di c.d. *bullet swap* o di *contract for difference*) l'azionista dovrà corrispondere a (rispettivamente, ricevere da) l'intermediario finanziario un importo corrispondente alla variazione positiva (rispettivamente, negativa) del prezzo del pacchetto azionario posseduto alla data di riferimento per la valorizzazione dello *swap*; l'azionista dovrà, altresì, corrispondere all'intermediario un importo corrispondente ai dividendi eventualmente staccati *medio tempore* dalla società. L'investitore diviene, in sostanza, indifferente alla variazione del prezzo del pacchetto di azioni posseduto, indipendentemente dal *livello* di prezzo dello stesso e dall'*entità della variazione* dello stesso (in ciò sta, appunto, la linearità del quoziente "delta").

³⁰ Cfr. ancora S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), p. 789 ss.

³¹ È da ritenersi che l'incentivo dell'azionista-sottoscrittore della *put* sia altresì destinato a variare nel tempo, in dipendenza dei fattori che, secondo la teoria delle opzioni, determinano la variazione del valore del contratto nel tempo (prezzo del sottostante, volatilità del sottostante, tasso di interesse per attività

Un secondo aspetto riguarda l'influenza che la variazione del valore del derivato esercita sulle scelte dell'investitore che lo ha sottoscritto. Poiché il valore di un'opzione *put* cala in dipendenza di un aumento del valore del sottostante, l'azionista-sottoscrittore dell'opzione avrà interesse a non deliberare (o, quanto meno, a posticipare la deliberazione successivamente alla scadenza del termine di esercizio dell'opzione) operazioni certamente vantaggiose per la società⁽³²⁾.

In entrambi i casi, quindi, risulta evidente un disallineamento dell'interesse dell'azionista-sottoscrittore di un'opzione *put* da quello di un azionista che sopporta inalterato il rischio economico connesso al suo investimento: tale disallineamento si manifesta sia sotto il profilo del *rischio*, per l'emittente, legato a operazioni sottoposte al voto di tali soggetti, sia sotto il profilo dell'*orizzonte temporale* entro il quale essi calibrano le proprie scelte. Ciononostante, i due soggetti mantengono uguali diritti di voto.

(b) La “vendita” di un'opzione *call* (cioè la sottoscrizione del contratto in veste di concedente dell'opzione) rende il socio indifferente a un aumento del valore delle azioni in suo possesso (più precisamente: nella misura in cui tale valore ecceda quello del prezzo di esercizio), mentre tale soggetto sopporta il rischio di variazioni negative di prezzo al pari di un “normale” azionista. Con riferimento a questo secondo esempio possono svolgersi considerazioni simmetriche a quelle del primo.

In particolare, sul fronte della rischiosità delle operazioni, l'investitore in questione tenderà a ostacolare quelle che presentino un qualche profilo di rischio di riduzione del valore delle azioni al di sotto del prezzo di esercizio dell'opzione; e ciò per quanto il valore atteso dell'operazione possa essere elevato. Sul fronte dell'orizzonte temporale delle scelte, invece, l'investitore-sottoscrittore dell'opzione avrà interesse a posticipare, finché l'opzione sarà efficace, la deliberazione di operazioni destinate ad accrescere il valore della propria partecipazione oltre il prezzo di esercizio dell'opzione.

Tuttavia, neppure in questo caso l'ordinamento tiene conto della divergenza di interessi che caratterizza, sul piano della valutazione del tipo di rischio degli investimenti e all'orizzonte temporale degli stessi, un “semplice” socio, da un lato, e un azionista-sottoscrittore di opzione, dall'altro: ad entrambi è attribuito il medesimo diritto di voto.

Per ragioni di semplicità espositiva la trattazione che segue si soffermerà sulla più lineare ipotesi dei derivati con delta unitario.

3.1. La questione della riconducibilità di tale fattispecie a modelli noti di dissociazione tra “rischio” e diritto di voto. – La riduzione o l'annullamento dell'esposizione economica attraverso la conclusione di derivati con “delta” unitario pongono l'investitore in posizione tutto sommato non dissimile – *sul piano finanziario* – rispetto a quella che caratterizza fattispecie contemplate, da molto tempo, dal diritto e dalla prassi societaria, anche in relazione alle società non quotate.

finanziarie prive di rischio, distanza dalla scadenza del termine di esercizio): cfr. per tutti S.A. ROSS - R.W. WESTERFIELD - B.D. JORDAN, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, 2008, p. 446 ss.

³² Questo aspetto è messo in luce da S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), p. 789 s.

Si tratta, in particolare, dei casi in cui, in forza di previsioni di legge o di disposizioni contrattuali che derogano a norme dispositive, si realizza una dissociazione tra titolarità del diritto di voto e proprietà “economica” delle azioni.

Occorre allora verificare se, in relazione a tali fattispecie, la somiglianza riscontrata sul piano economico possa fondare un percorso analogico sul piano giuridico, volto all’applicazione, anche in materia di derivati, dei rimedi che l’ordinamento già predisponga, in relazione ai modelli tipici, per arginare le conseguenze più problematiche della dissociazione tra interesse economico e voto.

Nel paragrafo 3.1 si opera un raffronto tra la fattispecie di *empty voting* e tali fattispecie. La finalità è quella di indagare se la disciplina applicabile a tali rapporti consenta di prospettare una soluzione, sia pure in chiave strettamente *privatistico-contrattuale*, alle distorsioni causate dallo “svuotamento” del voto.

La risposta negativa che occorrerà dare a tale interrogativo spingerà a chiedersi, nel paragrafo successivo, quali risposte il *diritto societario* offra al problema della dissociazione di interesse economico e diritto di voto.

3.2. (segue): *La difficile percorribilità di una soluzione contrattuale ai rischi dell’empty voting*. – Occorre, dunque, prendere in considerazione alcune fattispecie tipiche che prospettano, sia pure in modo diverso tra loro, una dissociazione tra diritto di voto e rischio economico associato alla partecipazione azionaria.

In particolare, si possono distinguere i due seguenti gruppi di fattispecie. Da un lato, si può considerare la posizione del socio che abbia costituito diritto di *usufrutto* sulle azioni di sua proprietà nell’ipotesi in cui, per disposizione convenzionale in deroga alla norma dispositiva applicabile, il diritto di voto sia attribuito al nudo proprietario; o, analogamente, la posizione del socio debitore che abbia ritenuto per sé il diritto di voto sulle azioni date in *pegno* al proprio creditore (secondo quanto consentito dall’art. 2352, comma 1, c.c.)⁽³³⁾. Dall’altro lato, mette conto di considerare la posizione del *riportatore*, al

³³ Sul valore sistematico della «convenzione contraria» in ordine all’attribuzione del diritto di voto in presenza di pegno o usufrutto sulle azioni, anche in rapporto alla soluzione prevista in via dispositiva dalla legge (art. 2352, comma 1, c.c.) si è soffermata la riflessione di C. ANGELICI, *Commento all’art. 2352*, in *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Commentario al codice civile* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, p. 196 ss. Per l’Autore, le due opposte soluzioni contemplate dall’art. 2352 in relazione alla questione della spettanza del diritto di voto in caso di diritti reali parziari (cioè la previsione legale dispositiva e la sua variante negoziale) costituiscono il frutto del «riconoscimento legislativo» che entrambi i soggetti coinvolti (proprietario dell’azione e titolare del diritto reale limitato) sono portatori «di un interesse all’interno dell’organizzazione societaria tale da giustificare il voto». In questa luce, non sarebbe corretto concepire l’allocazione del diritto di voto all’uno o all’altro soggetto alla stregua di una vicenda *circolatoria* di diritti sociali “disponibili” dai loro titolari (secondo una tesi proposta dalla dottrina meno recente: v. per tutti, da ultimo, riprendendo una tesi del Ferri, P.G. JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 222 ss.). Al contrario, tanto in caso di applicazione del regime legale quanto in caso di convenzione contraria, l’ordinamento riconoscerebbe l’assetto diviso dalle parti sul piano «dell’organizzazione societaria», sicché il diritto di voto verrebbe in ciascun caso esercitato *iure proprio* dal suo titolare: cfr. ad es. R. SACCHI, *L’intervento e il voto nell’assemblea della s.p.a. Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E.

quale il diritto di voto spetta, salvo patto contrario, *ex art.* 1550, comma 2, c.c., nonché la posizione del *venditore a termine*, secondo quanto previsto dall'art. 1531, comma 2, c.c. ⁽³⁴⁾.

Nei primi due casi (usufrutto e pegno), l'accordo delle parti si innesta su una vera e propria "scissione", operata dalla legge, del diritto di voto dalle altre situazioni giuridiche soggettive legate alla partecipazione azionaria. Tale è infatti il fenomeno – ritenuto, dalla dottrina prevalente, eccezionale e non replicabile dall'autonomia privata ⁽³⁵⁾ – che

Colombo e G.B. Portale, vol 3*, Torino, 1994, p. 350 ss. Più recentemente, cfr. F. BRIOLINI, *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, pp. 662 ss. e 669 ss., con riferimento anche all'ultimo comma dell'art. 2352. Dal riconoscimento della rilevanza organizzativo-societaria dell'allocatione del diritto del voto tra i due titolari di diritti reali sull'azione dovrebbe discendere, sul piano pratico, la conseguenza della necessaria annotazione a libro soci della «convenzione contraria» sul voto: sul punto, peraltro, la dottrina è divisa (per la soluzione positiva cfr., da ultimo, S. GATTI, *Commento all'art. 2352*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società, cit.*, p. 282, riprendendo tesi già in passato argomentata in *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969, p. 100 s.; v. poi S. POLI, *op. cit.*, p. 381 ss.; ritengono invece sufficiente l'invio di semplice comunicazione alla società, tra gli altri, G. COTTINO, *Diritto commerciale. Le società*, vol. I, tomo 2, Padova, 1999, p. 295; F. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 669, nt. 33; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA.VV., *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, p. 557).

³⁴ L'analisi più approfondita della disciplina del voto nel contratto di riporto avente ad oggetto azioni è ancora quella di G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta. Artt. 1548-1555*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1966, p. 61 ss.; e di L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo e continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, vol. XXXV, tomo 2, Milano, 1969, p. 485 ss. Più recentemente v., tra gli altri, O. CAGNASSO, *Il riporto*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 8, Torino, 1984, p. 790 s.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto (contratto di)*, in *Enc. dir.*, vol. XL, Milano, 1989, p. 1032 s. Sul diritto di voto del venditore a termine di azioni e, in particolare, sulla *ratio* della previsione di cui all'art. 1531, comma 2, cfr. P. GRECO - G. COTTINO, *Della vendita. Artt. 1470-1547*, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1981, p. 485; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *op. cit.*, p. 334 ss.; G. SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, p. 277 ss.

³⁵ È ricorrente, in dottrina, l'affermazione del carattere eccezionale delle ipotesi di "scindibilità" dei diritti sociali rispetto alla regola di inscindibilità della partecipazione azionaria: diffusamente in argomento, C. ANGELICI, *Sull'inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 123 ss.; e v. già, sia pure con prospettive non coincidenti, G.C.M. RIVOLTA, *La partecipazione sociale*, Milano, 1965, p. 359 ss.; F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, ed. provv., 1968, p. 119 ss.; B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano 1959, p. 974; e cfr. inoltre M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2*, Torino, 1991, p. 36 s.; R. SACCHI (nt. 33), p. 350 ss.; O. CAGNASSO, *Azioni di società*, in *Dig. it., sez. comm.*, II, Torino, 1987, p. 128; più in generale, nella manualistica, cfr. M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano 2008, p. 135; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Torino, 2006, p. 206, nt. 5. In senso contrario v. però L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999, p. 88 ss. Si è peraltro dubitato, in proposito, che la regola di inscindibilità discenda dal principio di indivisibilità della partecipazione azionaria sancito dall'art. 2347 c.c., atteso che, mentre quest'ultimo principio «si spiega [...] per l'esigenza [...] propria [del modello organizzativo della s.p.a.] di una predeterminazione statutaria dell'unità di misura della partecipazione sociale», il primo «vorrebbe invece esprimere esigenze ben più generali, in particolare il legame funzionale tra i diversi diritti del socio e l'impossibilità quindi che l'attribuzione degli uni segua sorti diverse da quella degli altri» (così C. ANGELICI (nt. 33), p. 33 s.; la tesi è

caratterizza la ripartizione dei diritti sociali tra più soggetti in caso di costituzione di diritti reali limitati sulle azioni: ripartizione che si giustifica in ragione della rilevanza che assume, nella prospettiva dell'organizzazione societaria, la presenza del creditore e dell'usufruttuario a fianco del socio⁽³⁶⁾. In conseguenza di ciò, si ritiene che, quand'anche il diritto di voto formi oggetto di riattribuzione al socio in forza della «convenzione contraria» di cui all'art. 2352, comma 1, c.c., quest'ultimo non eserciti un diritto altrui, bensì eserciti tale diritto *iure proprio*⁽³⁷⁾.

In questo senso, in materia di usufrutto e pegno la legge realizza una sorta di dissociazione, su un piano reale e non meramente obbligatorio, del diritto di voto dalla «proprietà economica» dell'azione: mentre quest'ultima è attribuita al titolare del diritto parziario, il voto spetta al soggetto che non sopporta il rischio economico legato alla partecipazione azionaria.

Nei casi restanti (riporto e vendita a termine di azioni) il riconoscimento legislativo di un diritto di voto «svuotato» dell'interesse economico appare meno dirimente. Esso non riposa, a differenza che nelle fattispecie dell'art. 2352 c.c., su una «dissociazione» che investe le prerogative inerenti la partecipazione azionaria, bensì discende dall'adesione rigorosa al principio di inerenza del diritto di voto al titolare dell'azione⁽³⁸⁾. Anche in

stata da ultimo ribadita da M. LIBERTINI - A. MIRONE - P.M. SANFILIPPO, *Commento all'art. 2347*, in *Commentario romano*, cit., vol. II, tomo I, p. 242). Naturalmente, come noto, l'inscindibilità della partecipazione non impedisce «in linea di massima la legittimità di accordi con efficacia *inter partes* [...], che dispongano in tal modo di alcuni diritti sociali» (così M. NOTARI, *op. cit.*, p. 135; e v. più diffusamente, tra gli altri, C. ANGELICI, *Sull'inscindibilità*, *op. cit.*, p. 123 ss.; M. BIONE, *op. cit.*, p. 35).

³⁶ Ed infatti si è argomentato, riprendendo la tesi già accennata *supra*, alla nt. 33, che la costituzione di diritti reali limitati sulla partecipazione azionaria fa emergere la rilevanza organizzativa-societaria del titolare del diritto con riferimento alla «partecipazione nella sua *globalità*», non già rispetto a «vicende concernenti i singoli diritti sociali»; in tale ottica, «non si dà luogo [...] al trasferimento di una o più situazioni giuridiche soggettive, bensì alla creazione ed attribuzione di ulteriori che, concorrendo con le preesistenti, ne limitano la concreta portata» (così, C. ANGELICI (nt. 33), p. 193 s., corsivo dell'Autore). Questa concezione, mirata a dare rilevanza all'intera partecipazione nella vicenda dei diritti parziari su azioni pare forse avvalorata, a seguito della riforma del diritto societario, dalla concorrenza nell'esercizio dei diritti amministrativi sancita dall'ultimo comma dell'art. 2352: e v. sul punto la riflessione di F. BRIOLINI (nt. 33), p. 664 ss.; ma v., diversamente orientato, S. POLI, *Commento all'art. 2352*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 265 s.

³⁷ C. ANGELICI (nt. 33), p. 199, nel testo e in nota 21, ove altri riferimenti.

³⁸ In questo senso, a proposito del riporto, G. COTTINO (nt. 34), p. 61, peraltro criticando la scelta del legislatore, giudicata «non [...] eccessivamente coerente in un sistema che ben diversamente ha trattato i diritti accessori e quindi l'interesse non meno evidente del compratore a termine e del riportato, non ancora proprietari dei titoli, ma prossimi a diventarlo». P. GRECO - G. COTTINO (nt. 34), p. 485, ritengono forse più agevolmente giustificabile la soluzione del codice, «in particolare per l'interesse che conserva il venditore, nel dubbio che il contratto non venga poi eseguito e i titoli rimangano quindi di sua spettanza, al buon andamento della società e per riflesso al valore dei titoli» (analogamente cfr. L. BIANCHI D'ESPINOSA (nt. 34), p. 334 ss.). Si noti peraltro che, mentre in tema di riporto la spettanza del voto al riportatore è derogabile dall'autonomia privata, lo stesso non sembra consentito in tema di vendita a termine (cfr. O. CAGNASSO (nt. 34), p. 791); e, del resto, anche in tema di riporto, si ritiene che la convenzione di deroga all'attribuzione legislativa del voto non sia opponibile alla società, rilevando

questi casi, tuttavia, sul piano degli effetti economici, il risultato è simile: la proprietà “economica” delle azioni è attribuita a soggetto diverso dal titolare del diritto di voto (rispettivamente, riportato e compratore a termine sono equiparabili a proprietari economici delle azioni, mentre riportato e venditore a termine sono, in un certo senso, *empty voters*).

Le situazioni sopra descritte suggeriscono due ordini di riflessioni. Anzitutto, sotto il profilo della fattispecie, si ricava dall’ordinamento la conferma che, sebbene una vera e propria scissione (sul piano “reale”) delle prerogative della partecipazione azionaria sia contemplata dalla legge in limitati e tassativi casi, ciò non impedisce – in linea, del resto, con la più recente riflessione civilistica in materia di diritto di proprietà⁽³⁹⁾ – che il proprietario di un’azione trasferisca *per via negoziale* a terzi una parte delle proprie prerogative dominicali, compresa, in particolare, la stessa esposizione economica al bene, realizzando così, contrattualmente, la separazione della proprietà dal voto. Ciò sgombra il campo da ogni dubbio circa la legittimità e opponibilità anche nei confronti della società di convenzioni privatistiche funzionalmente dirette a smembrare le prerogative proprietarie di una partecipazione azionaria⁽⁴⁰⁾.

unicamente *inter partes* (ancora G. COTTINO (nt. 34), p. 62). Sicché, in entrambi i casi, il conferimento di una procura da parte dell’azionista al legittimato sarà in concreto il modo più semplice per realizzare il risultato divisato dall’accordo tra le parti (v. anche P. CARRIÈRE (nt. 6), p. 89 s.).

³⁹ Il punto è stato sottolineato con riferimento alla tesi della illegittimità, talora affacciata in dottrina, di quelle interferenze dell’autonomia privata che hanno l’effetto di originare una dissociazione all’interno di situazione dominicale unitaria: cfr. specialmente P. CARRIÈRE (nt. 6), p. 167 ss. In particolare, l’Autore ha evidenziato che il «fenomeno di dissociazione (*decoupling* o *démembrement*) dei tradizionalmente unitari attributi del diritto dominicale a cui si assiste nell’attuale e accelerato processo di dissoluzione dell’assolutezza proprietaria [...] deve oggi ritenersi assolutamente legittimo, non parendo in alcun modo riproponibili quelle perplessità che pure furono autorevolmente avanzate circa la sua stessa compatibilità con il nostro ordinamento giuridico e, in particolare, con il principio di tipicità dei diritti reali» (p. 173 s., note omesse). E sul punto v. già A. GAMBARO, *il diritto di proprietà*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, vol. VIII, tomo 2, Milano, 1995, p. 615 ss.

⁴⁰ In verità, altro è il riconoscimento – che parrebbe consolidato nel pensiero della dottrina più recente – della legittimità, sul piano strettamente privatistico-negoziale, dei trasferimenti della sola “proprietà economica” di un’azione attraverso gli strumenti descritti nel testo; altro, invece, è l’interrogativo che investe la compatibilità di simili trasferimenti con istituti che, in diverso ambito, tutelano il “buon funzionamento” dell’organizzazione societaria.

Sul punto, la dottrina si è *in primo luogo* interrogata sulla compatibilità della dissociazione “negoziale” tra proprietà e voto con il divieto del patto leonino sancito, nel nostro ordinamento, dall’art. 2265 c.c. (e, secondo la dottrina prevalente, applicabile anche alle società di capitali: cfr. per tutti N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino*, Milano, 1994, p. 55 ss.). Le opinioni – che si sono principalmente concentrate sull’ipotesi di dissociazione ottenuta sugli incroci di opzioni *put&call* a prezzo predefinito (su cui v. anche il cap. 1, par. 11) – sono, sul punto, assai differenziate. Sembra prevalere, in epoca recente, la tesi di chi ritiene tali contratti compatibili con il divieto di patto leonino nella sua “declinazione” azionaria. Ma non vi è accordo sulla motivazione. Secondo una tesi diffusa, gli accordi di *put&call* si limiterebbero a disciplinare la circolazione delle azioni tra le parti del contratto, senza incidere sulla disciplina della partecipazione di ogni azione agli utili e alle perdite; mentre il rispetto del divieto di cui all’art. 2265 dovrebbe essere verificato, sul

Sotto il profilo della disciplina, poi, le ipotesi in esame offrono uno spunto importante in tema di diritto di voto. È infatti condivisa l'idea secondo cui, in virtù dell'integrazione delle obbligazioni contrattuali a opera del principio di correttezza e buona fede (artt. 1175 e 1375 c.c.), il titolare del diritto di voto deve esercitarlo in modo tale che sia tutelata la propria controparte, sulla quale si producono – in virtù della traslazione del rischio legato all'investimento azionario – gli effetti economici delle decisioni assunte con quel voto ⁽⁴¹⁾.

Questa conclusione, pacifica in tema di pegno e usufrutto di azioni ⁽⁴²⁾, è stata altresì raggiunta in tema di riporto ⁽⁴³⁾, e le ragioni prettamente negoziali che la sorreggono

piano oggettivo, con riferimento alle azioni oggetto di trasferimento (in questo senso si v. ad es. G. SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 819 s., con adesione di N. ABRIANI, *op. cit.*, p. 68: si noti che questi Autori ritengono che la *ratio* del divieto in questione sia da ricondursi all'esigenza di evitare dissociazioni tra *rischio* e *potere* rispetto alla partecipazione azionaria); secondo altra, più radicale tesi, gli accordi di *put&call* non contrastano con il divieto di patto leonino perché sarebbe estranea alla *ratio* di quest'ultimo ogni finalità di "allineamento" tra rischio e potere, da ritenersi perfino incompatibile rispetto all'ordinamento societario: in questo senso E. BARCELLONA, *Clausole di put&call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di correttezza*, Milano, 2004, part. p. 48 ss. A questa tesi aderiscono P. CARRIÈRE (nt. 6), p. 245 ss. (concludendo per la compatibilità degli accordi di *portage* con il divieto in questione), e P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 254, nt. 170). Autorevolmente rappresentato è peraltro l'orientamento che nega la legittimità degli accordi di *put&call* alla luce del divieto di patto leonino: cfr. tra gli altri G. OPPO, *Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 527; G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 771; L. GUGLIELMUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884. Ad avviso di chi scrive, tuttavia, esso non pare adattabile al contesto delle *società quotate*, dove – come si dirà più oltre – il trasferimento della proprietà economica non costituisce soltanto un'esigenza degli investitori meritevole di tutela, bensì una vera e propria caratteristica essenziale dell'investimento azionario sul mercato finanziario.

In secondo luogo, come si vedrà, è da analizzare il problema delle interferenze di simili trasferimenti con il "buon funzionamento" della società, specialmente in considerazione di una (per vero non pacifica) preferenza accordata dall'ordinamento al principio "un'azione, un voto". Sul punto, si v. il paragrafo successivo.

⁴¹ Essendo peraltro certo che il mancato rispetto degli interessi della controparte può produrre conseguenze unicamente nei rapporti tra le parti, e non mai riflettersi sulla validità del voto, dal momento che ai fini di quest'ultima rileva unicamente (e salva la presenza di altri vizi) la circostanza che il voto sia esercitato dal suo titolare: per l'affermazione di questo principio in materia di pegno e usufrutto su azioni cfr. C. ANGELICI (nt. 33), p. 201.

⁴² Cfr. per tutti C. ANGELICI (nt. 33), p. 202, ove altri riferimenti alla dottrina, anche risalente, che ha enucleato il principio. Peraltro, la fonte di tale dovere non è stata univocamente individuata: vi è chi richiama i principi generali in tema di pegno e usufrutto e chi, invece, fa appello a più generali doveri di correttezza e buona fede e divieto di abuso del diritto (in argomento cfr. G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2*, Torino, 1992, p. 315 ss.). Ridimensiona la rilevanza della questione C. ANGELICI (nt. 33), p. 202: «[n]on sembra per la verità che la questione possa essere sopravvalutata: il ricorso a quelle figure generali non può infatti in ogni caso assumere altro valore che indicativo e non potrebbe certo intendersi in senso tecnico; [...] altrimenti la regola della *salva rerum substantia* sarebbe in grado di costituire un limite per l'esercizio del voto con

inducono ad applicare senz'altro il medesimo principio anche in tema di vendita a termine⁽⁴⁴⁾. Inoltre, il richiamo alle clausole di buona fede (ovvero al divieto di abuso del diritto) si affaccia oggi, condivisibilmente, anche al cospetto della nuova disciplina della data di registrazione, con finalità di tutela di colui che ha acquistato le azioni nel periodo intercorrente tra la *record date* e la data dell'assemblea e che, pertanto, non è legittimato all'intervento e al voto⁽⁴⁵⁾.

In sostanza, se la libertà contrattuale delle parti consente di scindere diritto di voto e titolarità dell'interesse economico, ripartendo quest'ultimo tra i contraenti, un sostanziale riallineamento tra questi due "formanti" della partecipazione azionaria appare assicurato dalle limitazioni – sempre di fonte contrattuale: art. 1375 c.c. – in cui incorre il titolare del voto nel momento del suo esercizio.

Orbene, il principio applicabile ai casi appena veduti non pare, invece, invocabile nel caso di riduzione dell'esposizione economica attraverso un contratto derivato (almeno finché si tratta di derivato con regolamento in contanti, su cui principalmente si è concentrato questo lavoro), e segnatamente in ipotesi di *empty voting*.

Per la verità, in linea di principio, la divergenza sul piano causale tra un derivato finanziario e un contratto di scambio di natura commutativa (quale la vendita a termine)⁽⁴⁶⁾ non varrebbe certo a impedire l'integrazione del contratto derivato a opera del principio di buona fede: è indubbio, infatti, che trovino applicazione, anche in questo tipo di contratti, le esigenze di sensibilità alle ragioni della controparte e di cooperazione affinché quest'ultima possa realizzare il proprio interesse contrattuale. Da ciò si potrebbe ragionevolmente ricavare un argomento per arginare un esercizio del voto da parte dell'azionista in posizione "corta" che danneggi gli interessi della controparte "lunga" (cioè di colui che sopporta il rischio economico legato alla partecipazione sottostante il derivato).

Tuttavia, è la realtà negoziale a spingere, in concreto, verso una conclusione diversa. Invero, osservando la prassi contrattuale in quest'ambito, si registra l'invadere di un principio opposto a quello appena descritto; e ciò anche senza considerare la circostanza –

riferimento a una serie più o meno ampia di deliberazioni». Comunque sia, la ricostruzione del dovere di tutela dell'interesse del nudo proprietario o del socio debitore in termini di rispetto del dovere di correttezza e buona fede in ossequio agli artt. 1175 e 1375 c.c. pare senz'altro ben radicata nel caso in cui la costituzione dei diritti reali limitati abbia fonte contrattuale, non diversamente da quanto avviene per le altre fattispecie indicate nel testo (condivide questa impostazione E. BARCELLONA (nt. 40), p. 40).

⁴³ V. lo spunto di E. BARCELLONA (nt. 40), p. 45.

⁴⁴ Del resto, appare questa l'unica via per conciliare «l'interesse del venditore, nel dubbio che il contratto non venga poi eseguito e i titoli rimangano quindi di sua spettanza, al buon andamento della società e per riflesso al valore dei titoli» con l'«interesse [...] che pertiene anche, e a non meno forte ragione, al compratore in quanto si presupponga che il contratto venga compiutamente eseguito» (così P. GRECO - G. COTTINO (nt. 34), p. 485).

⁴⁵ Si tratta, in sostanza, della soluzione proposta nel nostro ordinamento per rimediare il fenomeno, cui si è già fatto cenno, della *record date capture*. Ma sul punto - come veduto - non vi è accordo tra gli interpreti: cfr. *supra*, nt. 14 e testo corrispondenti.

⁴⁶ Tale divergenza non è peraltro pacifica. Cfr. *retro*, cap. 1, per riferimenti al dibattito.

in realtà sovente decisiva ai fini della questione che ci occupa – che il principio di buona fede nell'esecuzione del contratto è spesso posto “fuori giuoco” dall'applicazione di leggi straniere che tale principio non contemplano, o in cui esso si atteggia diversamente (47).

Una prima ragione che induce a respingere l'applicabilità dei principi sopra veduti alla fattispecie in esame deriva dalla prassi degli operatori del settore. In effetti, il modello contrattuale più diffuso presso gli operatori sul mercato dei derivati azionari (il *Master Agreement* elaborato dall'ISDA)⁽⁴⁸⁾ interpone una sorta di barriera tra la posizione negoziale della parte in posizione lunga e l'esercizio delle eventuali prerogative di socio da parte del soggetto in posizione corta. Più in particolare – come già accennato – proprio al fine di evitare “interferenze” reciproche delle parti sulle rispettive politiche di *hedging*, le parti stabiliscono, in sostanza, che le scelte delle parti riguardanti gli strumenti di copertura e il relativo utilizzo costituiscono ambito immune da influenze della parte che acquista esposizione economica verso il sottostante (49). Quindi, l'esercizio del voto sulle azioni sottostanti il derivato diviene tema, per così dire, volontariamente sottratto all'ambito di applicazione della buona fede oggettiva.

Una seconda ragione che induce a negare l'ipotesi sopra prospettata in ordine all'applicazione del dovere di tutela, da parte dell'*empty voter*, degli interessi dell'intermediario-“proprietario economico” ha a che fare con la posizione di quest'ultimo. Come si è veduto, nelle ipotesi in esame l'intermediario non sottoscrive il

⁴⁷ Sulle clausole di legge applicabile (frequentemente quella inglese o dello stato di New York) nel modello ISDA si è detto al capitolo 1, par. 4.

⁴⁸ Cfr. ancora cap. 1, par. 4 ss.

⁴⁹ Cfr. Articolo 13.2(a)(ii) del *Master Agreement* ISDA, il quale impegna le parti a dichiarare e garantire che «each party [...] is not holding the Hedge Positions or engaging in the Hedging Activities on behalf or for the account of or as agent or fiduciary for the other party, and the other party will not have any direct economic or other interest in, or beneficial ownership of, the Hedge Positions or Hedging Activities»; inoltre, «the decision to engage in Hedging Activities is in the sole discretion of each party, and each party [...] may commence or [...] suspend or cease the Hedging Activities at any time as it may solely determine». Cfr. *amplius*, cap. 1, par. 25.

In proposito, deve peraltro rilevarsi un'inversione di tendenza, finora registrata nel campo del *securities lending* e potenzialmente suscettibile di estendersi anche al mercato dei derivati azionari. Infatti, le principali associazioni di categoria degli intermediari attivi nel prestito di titoli azionari sono intervenute per arginare l'utilizzo di schemi di prestito titoli nel contesto di operazioni di *empty voting* di dubbia legittimità (anche se difficilmente “intercettabili”). L'International Securities Lending Association (ISLA) ha modificato nel 2009 il proprio *master agreement* (noto come GMSLA, acronimo di *Global Master Securities Lending Agreement*) introducendo specifiche dichiarazioni delle parti in ordine alle finalità del prestito («each Party [...] is not entering into a loan for the primary purpose of obtaining and exercising voting rights in respect of the loaned securities» (§ 14(e)). Dal canto suo, lo UK Securities Lending and Repo Committee ha adottato una linea guida (la n. 28) di questo tenore: «there is a consensus in the market that Securities should not be borrowed solely for the purpose of exercising the voting rights at, for example an AGM [*annual general meeting*] or EGM [*extraordinary general meeting*]. Lenders should also consider their corporate governance responsibilities before lending stock over a period in which an AGM or an EGM is expected to be held» (le linee guida del Committee sono disponibili sul sito www.bankofengland.co.uk/markets/gilts/stockborrowing.pdf). In argomento cfr. E. WYMEERSCH (nt. 1), p. 7 datt., anche per altri riferimenti.

derivato con finalità di investimento, bensì nell'ambito della prestazione di un servizio al cliente. È prevedibile e normale, pertanto, che l'intermediario, non appena concluso (dal lato "lungo") il contratto con il cliente (in posizione "corta"), abbia immediatamente proceduto a ricoprire la sua posizione, se non altro in osservanza dei requisiti di vigilanza regolamentare che ciò gli impongono⁽⁵⁰⁾. Di conseguenza, il "proprietario economico" delle azioni sarà di regola indifferente ai *payouts* del derivato e, di riflesso, anche alle modalità con cui la propria controparte esercita il voto.

È, in sostanza, l'assetto tipico di interessi che si realizza nel contesto in esame a indurre il rigetto dell'idea che la discrezionalità dell'esercizio del voto dell'azionista sia limitato dalla contemplazione dell'interesse economico della controparte, poiché quest'ultimo trova di regola fonte nella prestazione di un servizio di investimento (in una dinamica intermediario-cliente) e non nella partecipazione alla società che ha emesso le azioni sottostanti il derivato. Mancano, quindi, i presupposti per un'applicazione del principio di correttezza e buona fede idonea a rimediare alla dissociazione tra proprietà economica e voto.

Alla luce di queste considerazioni, i problemi posti dall'esercizio del voto da parte di azionisti con esposizione economica ridotta o nulla non paiono superabili con l'ausilio di rimedi propri del diritto delle obbligazioni. Non appare, cioè, riproducibile quel parziale "riallineamento" di interessi divergenti che costituisce, invece, la regola in relazione alle fattispecie di dissociazione espressamente contemplate dalla legge.

3.3. (segue): *Ipotesi di soluzione al problema a partire dal dibattito sulla correlazione tra "rischio" e "potere" e sul principio di proporzionalità in ambito societario.* – Se non è il dovere di tenere conto dell'interesse altrui ad offrire una soluzione alla dissociazione realizzata con l'utilizzo di strategie di *empty voting*, è l'esperienza offerta dai più recenti sviluppi del dibattito, in ambito societario, sulla correlazione tra rischio di investimento e diritto di voto a offrire, in apparenza, una risposta più soddisfacente.

Si è veduto in precedenza che l'allarme destato dalla presenza di azionisti con esposizione economica ridotta o nulla è generalmente ricondotto all'osservazione che il fenomeno mina le basi della *proporzionalità* del voto alla proprietà azionaria⁽⁵¹⁾.

Tale principio, come noto, è considerato, sotto diversi aspetti e per diverse ragioni, centrale nel dibattito sul governo societario della società per azioni, al suo interno ed anche nel rapporto con le *constituencies* esterne⁽⁵²⁾.

⁵⁰ Cfr. cap. 1, sez. III.

⁵¹ Cfr. per tutti, e con diversa impostazione, H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I* (nt. 1), p. 850 s.; R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN (nt. 1), p. 153 ss.; S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), p. 781 ss.; G. FERRARINI (nt. 1), p. 642 ss.

⁵² Affermazioni sintetiche, e sovente richiamate, in ordine alla centralità del principio in esame si leggono in F.H. EASTERBROOK - D. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. Econ.*, 1983, p. 409 («Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be a needless agency cost of management»). Sul problema dei rapporti tra allocazione del voto, "primazia" degli azionisti e ruolo degli altri *stakeholders* v. per tutti, con diversi

L'elaborazione più moderna del principio in questione si deve agli autori che hanno approfondito il tema ricorrendo all'analisi economica del diritto⁽⁵³⁾. Dapprima, il carattere ottimo della regola "un'azione, un voto" è stato valutato, in ambito più settoriale, con riferimento al funzionamento del mercato del controllo delle società quotate: l'esistenza di una pluralità di categorie azionarie – si è dimostrato – può spesso (seppure non in tutti i possibili scenari) ostacolare ricambi del controllo efficienti⁽⁵⁴⁾.

In seguito, in una più generale prospettiva di *corporate governance*, la regola di proporzionalità tra interesse economico e voto è stata indicata quale strumento di allocazione corretta degli incentivi all'attività di controllo degli amministratori da parte dei soci più rilevanti⁽⁵⁵⁾ e, nell'ambito del filone di studi noto come *law and finance*, come argine nei confronti di iniziative opportunistiche dei soci di controllo (e di altri *insiders*) ai danni dei soci di minoranza⁽⁵⁶⁾.

Più recentemente, la centralità del principio di proporzionalità tra interesse economico e voto, intesa anche in termini "normativi" (e, quindi, di desiderabilità del modello), è condivisa tra coloro che hanno elaborato teorie del diritto di voto che si ispirano a riflessioni e modelli elaborati in ambito pubblicistico.

In particolare, un numero crescente di studiosi propone oggi un adattamento in ambito societario del c.d. teorema di Condorcet, secondo cui la probabilità che una collettività di soggetti chiamati a esprimere, a maggioranza, il voto tra due alternative accordi la preferenza a quella più vantaggiosa per la collettività, cresce - in presenza di alcune condizioni - con l'aumentare del numero di votanti. In sostanza, è più probabile

orientamenti, J. FISCH, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, in 31 *J. Corp. L.*, 2005, p. 637 ss.; L.A. STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, in 75 *S. Cal. L. Rev.*, 2002, p. 1189 ss.; B.S. BLACK, *Corporate Law and Residual Claimants*, 2001, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.

⁵³ Una sintesi delle elaborazioni in quest'ambito può leggersi, ad esempio, in G. FERRARINI, "Un'azione - un voto": un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, p. 24 ss. V. anche, più recentemente, C. GEENS - C. CLOTTENS, *One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*, in *The European Company Law Action Plan Revisited: Reassessment of the 2003 Priorities of the European Commission*, a cura di K. Geens e K. Hopt, Louvain, 2010, p. 145 ss.; v. anche A. KHACHATURYAN, *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, in 8 *EBOR*, 2007, p. 335 ss.

⁵⁴ Il rinvio è al lavoro di S.J. GROSSMAN - O.D. HART, *One Share - One Vote and the Market for Corporate Control*, in 20 *J. Fin. Econ.*, 1988, p. 175 ss. V., più recentemente, M. BURKHART - S. LEE, *The One Share - One Vote Debate: The Theory*, in 12 *Rev. Fin.*, 2008, p. 1 ss.; G. FERRARINI (nt. 53), p. 26 ss.

⁵⁵ A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in 94 *J. Pol. Econ.*, 1986, p. 463. La prospettiva, in questo caso, è quella, esaminata nel cap. 4 (cfr. par. 3.2), di investitori professionali (e specialmente istituzionali) in possesso di partecipazioni (non di controllo) rilevanti, capaci di orientare, attraverso iniziative di *monitoring*, l'attività degli amministratori. Sulla crisi e le "promesse mancate" di questo modello si rinvia alle osservazioni svolte nel capitolo precedente.

⁵⁶ V. soprattutto L.A. BEBCHUK - R. KRAAKMAN - G.G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, a cura di R.M. Morck, Chicago, 2000, p. 296 ss.

che a individuare l'alternativa migliore sia la maggioranza dei votanti, anziché ciascuno di essi individualmente ⁽⁵⁷⁾.

In questo senso, il voto viene inteso come strumento di (endogena) correzione collettiva degli errori individuali; e, in ambito societario, l'attribuzione del voto in proporzione all'investimento economico effettuato (quindi, in base al numero di azioni possedute) costituirebbe presupposto indispensabile per conservare validità al teorema ⁽⁵⁸⁾.

La riconduzione del problema dell'*empty voting* nel quadro di tale più ampia questione è, in apparenza, confortante: consente, infatti, di sciogliere gli interrogativi e sollevati utilizzare principi generali già noti, suscettibili di elastica espansione.

Ed è precisamente questa la via che la giurisprudenza nordamericana ha imboccato, affrontando una complessa controversia in tema di vendita del voto nel periodo intercorrente tra la *record date* e la data dell'assemblea di una società quotata: in tale decisione, più precisamente, le corti del Delaware hanno ricondotto la questione dell'*empty voting* al problema della vendita del voto e, in termini più chiari di quanto avvenuto in passato, hanno negato legittimità a tale ultima pratica ogniqualevolta essa si traduca in dissociazione tra diritto di voto e interesse economico ⁽⁵⁹⁾.

⁵⁷ Il principale assunto è che la probabilità che ciascun votante opti per la preferenza “corretta” sia superiore alla probabilità che il medesimo scelga l'alternativa “non corretta”. In generale sul tema cfr. P.H. EDELMAN, *On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem*, in 31 *J. Legal Stud.*, 2002, p. 327 ss., ove anche la dimostrazione analitica del teorema.

⁵⁸ Una proposta di rifondazione della teoria del voto in ambito societario su queste basi è in R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN (nt. 1), part. 153 ss. Affermano gli Autori, esaminando le deroghe al principio “un'azione, un voto” indotte dal ricorso a pratiche di *empty voting*: «[r]etaining the vote without a financial interest eliminates the error-correcting rationale of voting. To argue that “empty voting” is not a concern is to argue that there is no need for shareholder voting at all». V. altresì, con visione più articolata, M.C. SCHOUTEN (nt. 1), p. 6 ss., p. 14 ss.: l'Autore si propone di calare in modo analitico i presupposti del teorema di Condorcet nelle dinamiche del voto societario, esaminando quattro fondamentali “meccanismi” che presiedono alla formazione della volontà del socio (disponibilità di informazioni sulla proposta di voto, razionalità del voto, indipendenza del voto da condizionamenti esterni, “sincerità” del voto). Altri studiosi avevano già fatto riferimento al teorema in questione in relazione al voto societario, sia pure con cenni più fugaci: cfr. ad es. Z. GOSHEN, *Voting (Sincerly) in Corporate Law*, in 5 *Theoretical Inquiries L.*, 2005, p. 1 ss.; altri riff. in M.C. SCHOUTEN (nt. 1), p. 6, nt. 14. Un'altra, diversa ricostruzione delle ragioni del voto in ambito societario (e della sua proporzionalità al possesso azionario) sulla base di teorie provenienti da altri campi del diritto si deve a C. FORD - C. LIAO (nt. 1), p. 889 ss. (sulla base delle tesi di Roberto Unger sulla relazione tra proprietà e potere).

⁵⁹ Il riferimento è al caso *Kurz v. Holbrook*, deciso dalla *Court of Chancery* del Delaware nel corso del 2010 [C.A. No. 5019-VCL (Del. Ch. Feb 9, 2010)], con sentenza poi confermata in grado d'appello dalla Corte Suprema del medesimo stato [992 A.2d 377 (Del. 2010)]. Tra i numerosi aspetti di interesse contenuti nella decisione del giudice americano (si tratta di profili attinenti il funzionamento della complessa procedura di trasmissione delle deleghe di voto nelle società quotate sui mercati regolamentati statunitensi, nonché in tema di vendita del voto: v., per una sintesi, T. NORWITZ, *Delaware Court of Chancery Address Proxy Contest Mechanics and Vote Buying*, 2010, sul sito 'blogs.harvard.edu'; SULLIVAN & CROMWELL LLP, *Kurz v. Holbrook, Delaware Chancery Court Expands Record Holder Definition*, 2010, sul sito 'www.sulcrom.com'. V. inoltre la notizia di chi scrive, pubblicata su *Riv. soc.*, 2010, p. 617 ss.), interessa in

Senonché, rivolgendo l'attenzione all'ordinamento italiano, lascia insoddisfatti il tentativo di disconoscere la legittimità di pratiche di *empty voting* per il solo fatto che esse favoriscono un disallineamento tra rischio e diritto di voto, tra "proprietà" e "controllo".

Con ogni probabilità, la coincidenza tra rischio e potere esprime (ancora) un indirizzo di fondo della nostra disciplina societaria. Anzi, nell'allineamento tra questi due elementi (che trova una consacrazione nell'art. 2351, comma 1, c.c.) si è evidenziata l'affermazione del principio plutocratico proprio del tipo societario azionario ⁽⁶⁰⁾.

"Un'azione, un voto", tuttavia, è principio che, a una più attenta analisi, appare inadatto a tracciare, se non in modo puramente orientativo, i confini di una *fattispecie giuridica* che individui il concetto di *empty voting*, dalla quale possano poi trarsi chiare indicazioni in termini di disciplina ⁽⁶¹⁾.

Lo impedisce, in primo luogo, il numero di deroghe che soffre il principio di proporzionalità, specialmente a seguito della riforma del 2003, al punto che alcuni studiosi si sono spinti a interrogarsi – provocatoriamente – se non si assista oggi al tramonto del principio capitalistico in ambito societario ⁽⁶²⁾ o addirittura al declino della prospettiva contrattualistica ⁽⁶³⁾. Tra le deroghe in questione è appena il caso di ricordare in questa sede, sinteticamente: sul versante del *potere*, la creazione di categorie di azioni con diritto di voto in vario modo limitato o assente (art. 2351, commi 2-4, c.c.) e l'attribuzione di diritti di voto a non soci, come previsto *ex art.* 2351, u.c. - sia pure con esclusione del voto «nell'assemblea generale degli azionisti» - con riferimento strumenti finanziari di cui agli

questa sede l'affermazione secondo cui la vendita del voto non può tradursi in una dissociazione tra il diritto di voto che fa capo all'acquirente e l'"interesse economico" di quest'ultimo nella società. Al contrario, pratiche che favoriscono tale dissociazione (come ad esempio la *record date capture*, in cui ad esempio l'acquirente delle azioni *post record date* non riceve procura per partecipare all'assemblea in vece del venditore) devono essere considerate fraudolente, in quanto esse «fail to serve the community of interests among all shareholders» (così, nella decisione della Corte Suprema, p. 388). In sostanza, con questo nuovo filone di decisioni, la giurisprudenza del Delaware afferma la tutela della libera formazione del voto (elemento ben riconosciuto come strutturale nel sistema di *corporate governance* americano nel noto caso *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651, 668 [Del. Ch. 1988]) attraverso il rispetto del principio *one share, one vote*, che ad essa viene espressamente ricollegato, con parziale superamento della giurisprudenza in apparenza più liberale che si era precedentemente formata sul tema della vendita del voto (cfr. in particolare *Hewlett v. Hewlett-Packard Co.*, 2002 WL 549137 [Del. Ch. Apr. 8, 2002]).

⁶⁰ SPADA P. - SCIUTO M., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1*, Torino, 2004, p. 29 ss.

⁶¹ Conseguenze che, evidentemente, non potrebbero che essere drastiche: in questa linea, infatti, si tratterebbe di ripristinare, attraverso il disconoscimento di validità del voto esercitato da soggetto sprovvisto di interesse economico, un riallineamento forzoso del diritto di voto del socio al grado di rischio collegato alla partecipazione in suo possesso.

⁶² P. SPADA, *C'era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, p. 7.

⁶³ Che costituiva nelle intenzioni del legislatore storico, paradossalmente, un punto cardinale della riforma. Cfr. G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 481; ripreso da M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p. 247 s.

artt. 2346, u.c., e 2349 cpv. ⁽⁶⁴⁾; sul versante del *rischio*, la possibilità di deroga al principio di proporzionalità tra conferimento e valore nominale (o parità contabile) delle azioni assegnate (art. 2346, comma 4) e la possibile modulazione dei diritti patrimoniali (art. 2350) ⁽⁶⁵⁾.

In secondo luogo, la capacità definitoria e normativa del principio di proporzionalità appare impedita – “dall'esterno” – dalla possibilità che i soci facciano ricorso a strutture di *governance* e di organizzazione dell'attività di impresa che superano tale principio: i patti parasociali (di voto e di gestione con vincolo delle decisioni adottate a maggioranza, almeno nella misura in cui considerati leciti *ex artt. 2341-bis s. c.c. e 122 s. t.u.f.*) e l'articolazione di gruppi di impresa a struttura “piramidale” costituiscono i più elementari e diffusi esempi di una dissociazione del binomio rischio-potere che sarebbero senz'altro attuabili anche postulando la vigenza del principio “un'azione, un voto”.

In sostanza, il principio di proporzionalità, non assurgendo a clausola generale del nostro sistema societario, manca della forza espansiva necessaria a “categorizzare” in modo univoco una fattispecie di *empty voting* ed è altresì privo della forza cogente necessaria a trarre, da tale fattispecie, conseguenze in termini di disciplina ⁽⁶⁶⁾.

3.4. (segue): *Ancora sulla questione del principio di proporzionalità: profili di politica del diritto.* – Ciò detto sul piano sistematico, alcune considerazioni di politica del diritto aggiungono un ulteriore elemento di ambiguità al processo di inquadramento della questione dell'*empty voting* nella discussione sulla proporzionalità del voto al rischio azionario, dimostrando come tale tentativo sia, oltre che infruttuoso nel merito, in definitiva anche poco utile.

La questione è, appunto, quella della *desiderabilità* di una statuizione cogente, alla stregua di clausola generale, del principio di proporzionalità nelle società per azioni.

In proposito, si può anzitutto ricordare che, in sede comunitaria, si è (reiteratamente) rinunciato all'imposizione per via legislativa di un principio di proporzionalità sostanziale tra proprietà azionaria e diritto di voto ⁽⁶⁷⁾. Da ultimo, la Commissione Europea ha scelto

⁶⁴ In proposito, si v. ancora G. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, p. 715 ss., ove l'icastico e problematico riferimento, in chiave sistematica, ad «azionisti non soci e soci non azionisti».

⁶⁵ Si noti la differenza con le fattispecie di “dissociazione” esaminate nel paragrafo precedente: mentre queste ultime operano sul piano dei rapporti contrattuali tra un *singolo azionista* e un terzo (usufruttuario, creditore pignoratizio, acquirente a termine, riportato), le fattispecie indicate ora nel testo operano sul piano dell'organizzazione societaria e riguardano quindi, tutti gli azionisti.

⁶⁶ A conclusioni simili perviene, con riferimento all'ambito nordamericano, J.R. MACEY (nt. 1), p. 217. E v., in Italia, G. FERRARINI (nt. 1), p. 642 ss.

⁶⁷ I primi tentativi di introdurre un divieto comunitario di deviazione dal paradigma di proporzionalità tra voto e proprietà azionaria risalgono ai primi anni Novanta del secolo scorso, allorché era in discussione una proposta di Quinta Direttiva in materia societaria (si v., in particolare, l'art. 33 della proposta di direttiva COM (91) 372 finale, 20 novembre 1991, in GUCE 1991, C321, p. 9). Per un commento sulla proposta cfr. B. BASTUCK - C. KOENIG, *The Concept of 'One Share - One Vote' in EC Company Law*, in *Butterworths J. Int'l Bank. Fin. L.* 1991, p. 179 ss. L'imposizione legislativa del principio in esame fu altresì impedita durante il dibattito sull'introduzione della *breakthrough rule* nella disciplina dell'opa

di non procedere alla predisposizione di un'iniziativa legislativa in materia ⁽⁶⁸⁾: da un lato, la Commissione si è trovata di fronte all'assenza di conferme (teoriche ed empiriche) rispetto all'ipotesi che deroghe al principio "un'azione, un voto" incoraggiano in modo importante l'estrazione di benefici privati del controllo, al di fuori dei più eclatanti scandali finanziari dei primi anni 2000; da altro lato, l'imposizione di norme che vietino (salvo circoscritte eccezioni) le deviazioni dal principio di proporzionalità ovvero, più modestamente, che prescrivono la trasparenza di tali deviazioni, avrebbero imposto alle imprese quotate costi probabilmente non commisurati ai benefici apportati dalle nuove norme ⁽⁶⁹⁾.

In altre parole, le ragioni di *policy* alla base di un'ipotesi di rafforzamento e di codificazione "sostanzialistica" del principio di proporzionalità – per di più ricorrendo a legislazione di fonte comunitaria – appaiono tutt'altro che solide.

D'altra parte, si è osservato come sia piuttosto l'*equilibrio complessivo* del sistema di governo societario nei singoli ordinamenti a fronteggiare, con norme specifiche, le singole deviazioni più problematiche dal principio "un'azione, un voto" ⁽⁷⁰⁾. Ciò può avvenire per opera di norme che rendano le deviazioni trasparenti: si pensi a quanto avviene, nel diritto delle società quotate, in tema di patti parasociali (art. 122 t.u.f.) e, in generale per tutte le società, in materia di direzione e coordinamento (art. 2497-*bis*)⁽⁷¹⁾. In altri casi, l'ordinamento argina il ricorso alla dissociazione tra interesse economico e diritto di voto con finalità di estrazione dei benefici privati del controllo: la disciplina dei gruppi e, più in generale, la disciplina degli interessi degli amministratori conducono, sia pure con esiti non sempre soddisfacenti, in questa direzione ⁽⁷²⁾.

europa: come noto, la direttiva 2004/25/CE lascia libertà agli stati membri sull'imposizione di tale regola. Né si espresse in favore del principio in questione il c.d. gruppo Winter nel *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, disponibile sul sito 'www.ec.europa.eu', che formò la base per il Piano di Azione elaborato dalla Commissione nel 2003 (*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, disponibile *ibidem*). Per una sintesi di questa evoluzione cfr. K. GEENS - C. CLOTTENS (nt. 53), p. 4 ss.

⁶⁸ Si v. la dichiarazione del Commissario McCreevy in data 3 ottobre 2007. L'esecutivo europeo, infatti, aveva commissionato uno studio sul tema (ISS EUROPE, ECGI, SHERMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in European Union*, 2007, COM(2003) 284, reperibile sul sito 'www.ec.europa.eu'), che fu poi valutato dallo European Corporate Governance Forum (la relativa *opinion* si legge *ibidem*) e soggetto a un *impact assessment* della stessa Commissione Europea (*Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, 2007, SEC(2007) 1705, reperibile *ibidem*).

⁶⁹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment*, cit. alla nota che precede.

⁷⁰ In proposito, appare calzante l'osservazione di E. WYMEERSCH (nt. 1), p. 11 s. datt.: «The thesis that proportionality should be the rule hence is largely a theoretical exercise and one should ask oneself whether that is the problem to be resolved. [...] The validity of any system of corporate governance should be judged by the entire system, and not on the basis of any specific type of "principle" that should be considered as having universal value».

⁷¹ Cfr. su questi aspetti G. FERRARINI (nt. 1), p. 645. Per una panoramica comparatistica di tali misure previste dai diritti interni si v. ancora ISS EUROPE, ECGI, SHERMAN & STERLING LLP (nt. 68).

⁷² V. ancora, in questo senso, E. WYMEERSCH (nt. 1), p. 12 s.

In questa luce, la proposta – *de iure condendo* – di un’applicazione rigida del principio di proporzionalità alle fattispecie qui in esame, in particolare attraverso l’introduzione misure drastiche quali la preventiva limitazione del voto in capo agli *empty voters* ⁽⁷³⁾, appare in definitiva fuori bersaglio, perché incoerente con un sistema che contempla e accetta fenomeni di dissociazione tra rischio economico e diritto di voto, imponendone al più la trasparenza e offrendo rimedi (*ex post*) soltanto a fronte di distorsioni da essi in concreto provocate.

A ciò si aggiunga, con specifico riferimento alla questione delle tecniche di “svuotamento” del voto (anche attraverso strumenti derivati), che alcuni studi in ambito sia economico ⁽⁷⁴⁾ sia giuridico ⁽⁷⁵⁾ hanno messo in luce le analogie funzionali del fenomeno in esame con la vendita del voto. In particolare, strategie di *empty voting* potrebbero in talune circostanze favorire la concentrazione di diritto di voto in capo a soggetti in condizioni di superiorità informativa, accrescendo la probabilità che il processo deliberativo dei soci conduca all’adozione di decisioni più favorevoli per l’emittente ⁽⁷⁶⁾.

Insomma, ad avviso di chi scrive, il fenomeno degli azionisti che riducono o annullano il proprio interesse economico valendosi della copertura offerta da un derivato dovrebbe essere preferibilmente affrontato, anziché attraverso la definizione di una fattispecie che definisce l’*empty voting* (per poi vietarlo), mirando piuttosto alle distorsioni che derivano dal ricorso a tali pratiche, tenendo altresì conto dei potenziali benefici collettivi che strategie di svuotamento del voto possono occasionalmente arrecare ⁽⁷⁷⁾.

⁷³ Si tratta della tesi propugnata, soprattutto, da S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), part. p. 787 ss.; e da R. THOMPSON - P. EDELMAN (nt. 1), p. 152 ss. e 174.

⁷⁴ Cfr. ad es. A. BRAV - R.D. MATHEWS (nt. 1); A. KALAY – S. PANT (nt. 1).

⁷⁵ Si v. già lo spunto degli stessi H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II*, (nt. 1), p. 852. Un approccio assai più scettico in ordine ai concreti rischi posti dal ricorso ad *empty voting* è in M. KAHAN - E.B. ROCK (nt. 1), p. 1076 s., con posizione ribadita in EID. (nt. 14), p. 1265: «[w]e do not address [empty voting] in detail because [...] we are uncertain of its real world significance, at least in the United States». V. inoltre M.C. SCHOUTEN (nt. 1), p. 47 datt., il quale sottolinea il potenziale di efficienza racchiuso nei fenomeni di *empty voting*: l’Autore, in particolare, replicando nella sostanza la tesi di H. Manne in tema di vendita del voto e riecheggiando il teorema di Condorcet, ritiene che tali tecniche possano contribuire a “convogliare” i diritti di voto in direzione dei soggetti maggiormente informati contribuendo così, per tale via, ad accrescere la probabilità che l’assemblea deliberi a favore dell’alternativa più vantaggiosa per la società. Verso conclusioni analoghe, ma con argomentazione più articolata, cfr. B.H. KOBAYASHI - L.E. RIBSTEIN (nt. 1), p. 44.

⁷⁶ Questi orientamenti si rifanno alle note tesi di Heryn Manne a proposito del beneficio, in termini di *surplus* complessivo, che può derivare dalla vendita del voto societario, per via dell’allocazione dei diritti di voto a chi li valuta maggiormente: cfr. H.G. MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in 64 *Colum. L. Rev.*, 1964, p. 1427 s. E v. ancora, recentemente, ID., *The Corporate Democracy Oxymoron*, in *Wall St. J.*, 2 gennaio 2007. V. anche CLARK R.C., *Vote Buying and Corporate Law*, in 29 *Case West. L. Rev.*, 1979, p. 776 ss.; EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. Econ.*, 1983, p. 395 ss.

⁷⁷ La conclusione raggiunta nel testo trova supporto nell’esito del recentissimo processo di consultazione avviato dalla Commissione Europea su una possibile riforma della direttiva *Transparency*. Secondo quanto riferito dalla stessa Commissione in sede di analisi dell’esito della consultazione, nessun

In proposito, come più ampiamente si vedrà nel seguito, lo *standard* previsto, nel nostro ordinamento, dall'art. 2373 c.c. consente un'indagine *ex post* e caso per caso circa l'effettiva *conflittualità* con l'interesse sociale degli interessi di cui è stato portatore l'azionista al momento del voto ⁽⁷⁸⁾. Per tale ragione, l'assetto normativo vigente nel nostro ordinamento appare rimedio più adatto, anche in una prospettiva di politica del diritto, ad affrontare il fenomeno oggetto di studio in queste pagine.

3.5. (segue): *La soluzione della disclosure*. – È invece da chiedersi, in coerenza con quanto veduto nel precedente capitolo a proposito delle tecniche di “proprietà occulta” e in linea con le indicazioni provenienti dagli studi di *policy* e dal diritto comparato, se non sia opportuno ampliare la trasparenza delle situazioni in cui si ha dissociazione tra proprietà e voto.

È il caso di osservare, infatti, come l'*opacità* che attualmente caratterizza il mercato dei derivati azionari non consenta al pubblico degli investitori di conoscere l'esposizione economica degli azionisti più rilevanti al momento del voto ⁽⁷⁹⁾. Ciò, di riflesso, ostacola il processo di valutazione e formazione della volontà degli altri azionisti, e rende difficile la stessa tracciabilità del comportamento dell'*empty voter*, soprattutto ai fini della valutazione del possibile conflitto di interessi di cui questi sia portatore (sul punto, v. *infra*).

Del tutto esiguo, in proposito, è il contributo offerto dalle vigenti norme di trasparenza degli assetti proprietari, le quali – come già accennato nei capitoli precedenti – consentono unicamente di conoscere le «partecipazioni potenziali in vendita» di cui un azionista sia titolare, e cioè «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» (artt. 116-*terdecies* e 119 del regolamento emittenti)⁽⁸⁰⁾. Curiosamente, quindi,

interessato si è espresso in favore dell'introduzione di norme di divieto dell'*empty voting* (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Summary of Responses to the Consultation by DG Internal Market and Services on the Modernisation of the Transparency Directive (2004/109/EC)*, 2010, disponibile sul sito 'www.europa.eu', p. 23).

⁷⁸ Sul rimedio in esame si tornerà ampiamente in seguito, allorché ci si soffermerà sull'applicazione dell'istituto in questione ai casi di voto in presenza di esposizione economica negativa del socio. Cfr. par. 4 ss.

⁷⁹ La situazione corrente sarebbe solo limitatamente migliorata dalle recentissime proposte comunitarie in tema di vigilanza sul mercato dei derivati OTC (si v. la proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 settembre 2010 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni [SEC(2010) 1058-1059]). A tacere di altri aspetti, è sufficiente rilevare che la proposta in discussione – che prescrive l'intermediazione di una controparte centrale per tutte le operazioni aventi ad oggetto derivati standardizzati – non impone obblighi di trasparenza sulle singole operazioni in derivati nei confronti del pubblico, bensì (peraltro condivisibilmente) nei confronti dei soli *trade repositories* e delle autorità di vigilanza; i partecipanti al sistema, inoltre, hanno accesso unicamente a dati “aggregati” sulle transazioni concluse.

⁸⁰ Regolamento Consob n. 11971/1999. Si tratta, come già illustrato al cap. 3, di norme elaborate sulla scorta dell'art. 13 direttiva 2004/109/CE (*Transparency*).

la disciplina vigente realizza la trasparenza delle posizioni “corte” assunte su contratti di opzione: restano dunque escluse le posizioni corte assunte su qualsiasi altro derivato azionario, come gli *swap* ⁽⁸¹⁾. Inoltre, le partecipazioni potenziali rilevano unicamente in relazione a derivati *physically-settled*, mentre non entrano nel computo delle partecipazioni potenziali soggette a *disclosure* le posizioni assunte su derivati con esclusivo regolamento in contanti. Si è infatti parlato, in proposito, di «profili per così dire anticipatori di una più articolata e complessa disciplina che si intravede sullo sfondo» ⁽⁸²⁾.

In ciò, l'*empty voting* costituisce un'eccezione nel panorama delle deviazioni dal principio “un'azione, un voto” contemplate nel nostro ordinamento, dal momento che per queste ultime, nelle società aperte, sono generalmente previsti meccanismi di pubblicità che rendano soci (e investitori in generale) edotti circa l'esistenza delle deviazioni stesse ⁽⁸³⁾.

In particolare, la pubblicità delle scissioni *contrattuali* tra titolarità del voto e proprietà della partecipazione azionaria (realizzate, ad esempio, attraverso usufrutto, pegno, riporto) è assicurata dalla disciplina della trasparenza proprietaria ⁽⁸⁴⁾, mentre le deroghe *organizzativo-societarie* al principio di proporzionalità risultano, come già evidenziato, dagli statuti (si pensi all'esistenza di azioni con diritto di voto limitato o escluso) e da altri obblighi specifici di legge, come le norme di pubblicità previste in materia di patti parasociali e di direzione e coordinamento di società.

In questo senso, appaiono meritevoli di approfondimento, *de iure condendo*, le proposte – da più parte avanzate nel dibattito internazionale – di introdurre doveri di *disclosure* in capo agli azionisti che hanno assunto posizioni “corte” sulle proprie partecipazioni ⁽⁸⁵⁾.

⁸¹ L'interpretazione pare obbligata, più ancora che per il riferimento (atecnico) alla «discrezionalità», alla luce del presupposto della «iniziativa esclusiva» del titolare, che parrebbe escludere l'applicazione della disciplina a strumenti derivati che prevedano l'*obbligo* del soggetto in posizione corta di consegnare azioni alla controparte. Inoltre, è curioso che la formulazione della norma menzionata nel testo, la quale si riferisce al «sottostante» del contratto, parrebbe escludere gli obblighi di trasparenza al di fuori di ipotesi nelle quali si sia in presenza di contratti derivati, come nel caso di una semplice vendita a termine: lo osserva F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 588.

⁸² F. ANNUNZIATA (nt. 81), p. 590, riferendosi alla prospettiva dell'introduzione di una più organica disciplina della trasparenza dei meccanismi di svuotamento del voto. Va peraltro ricordato che, in tema di prestito titoli, sia il prestatore che il prestatario sono obbligati alla comunicazione della partecipazione rilevante, a meno che il prestatario abbia acquistato i titoli a soli fini di liquidazione di operazioni concluse sulle medesime azioni, e a condizione che non eserciti il diritto di voto (art. 118, comma 2, reg. em.). La norma, in questo senso, dovrebbe garantire una sia pur rudimentale forma di trasparenza dei più eclatanti fenomeni di *empty voting* realizzati con il ricorso al prestito di azioni. Si tratta di un ulteriore (e non razionale) elemento di asimmetria rispetto alla disciplina di altre cause di *empty voting*, quali quelle derivanti dall'utilizzo di derivati azionari.

⁸³ V. sul punto G. FERRARINI (nt. 1), p. 645.

⁸⁴ Cfr. in particolare art. 118 reg. em. E v. *retro*, cap. 3.

⁸⁵ La riflessione più articolata sul punto è quella elaborata, con riferimento al contesto del diritto federale degli Stati Uniti, da H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting I*, (nt. 1), p. 864 ss., di fatto una vera e propria proposta di regolamentazione poi ampliata (soprattutto con riferimento alle posizioni facenti capo

Come nel caso delle posizioni “lunghe”, si potrebbe ipotizzare l’istituzione di obblighi di comunicazione in capo ai soci più rilevanti che abbiano “svuotato” la propria partecipazione dell’interesse economico ad essa sottostante. Tali obblighi, tuttavia, sorgerebbero unicamente nell’imminenza di *specifici eventi societari*, e segnatamente delle assemblee, nelle quali sono destinati a verificarsi i casi di *empty voting*. L’obbligo di comunicazione non avrebbe, dunque, carattere continuo ⁽⁸⁶⁾.

Più specificamente, si potrebbe richiedere ai soci che hanno effettuato una comunicazione di possessi azionari rilevanti di rendere note al pubblico, nel periodo successivo alla convocazione dell’assemblea, dissociazioni significative tra diritti di voto esercitati e “proprietà economica effettiva” della partecipazione posseduta. La dichiarazione dovrebbe contenere informazioni circa l’entità della dissociazione e la natura dello strumento che la rende possibile (derivati con coefficiente “delta” unitario, partecipazioni potenziali in vendita - come oggi definite nel Regolamento emittenti -, impegni derivanti da vendita a termine, anche allo scoperto, prestito titoli, riporto)⁽⁸⁷⁾. In

agli emittenti) in EID., *Empty Voting II*, (nt. 1), pp. 682 ss. e 688 ss. L’esigenza di introdurre regole di trasparenza in relazione ai fenomeni di *empty voting* è poi stata condivisa, tra gli altri, da R.B. THOMPSON - P.H. EDELMAN (nt. 1), p. 156 (sia pure ritenendo tale rimedio insufficiente); da J. COHEN (nt. 1), p. 250 ss. (*idem*); da M. LEE (nt. 1), p. 906 ss. (ipotizzando però una *disclosure* su base statutaria); da M. KAHAN - E.B. ROCK (nt. 1), p. 1077 (precisando che «[f]or now, we agree [...] that not enough is known about the extent of empty voting to prescribe anything more than an increase of disclosure of schemes generating empty votes»); e, da ultimo, da AA.VV., *Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations*, Rock Center for Corporate Governance Paper Series No. 90, 2010, sul sito ‘www.ssrn.com’. In proposito, deve altresì essere ricordata la posizione della giurisprudenza americana, che ha posto l’accento sulla piena informazione degli azionisti come requisito per evitare che pratiche di *empty voting* (al pari della più “tradizionale” vendita del voto) si traducano in illegittima *coercion* degli azionisti (cfr. la posizione della Delaware Court of Chancery in *Kurx v. Holbrook*, cit. *supra* alla nt. 59). In effetti, la SEC ha avviato un processo di prima consultazione sull’introduzione di un regime di *disclosure* delle pratiche di *empty voting*, il quale è ancora in corso: cfr. SEC Release Nos. 34-62495; 1A-3052; IC-29340; File No. S7-14-10, disponibile sul sito ‘www.sec.gov’.

Con specifico riferimento all’ordinamento comunitario, cfr., in senso (sia pure dubitativamente) favorevole a una maggiore *disclosure*, L. ENRIQUES, *Transparency Obligations for Listed Companies: Scope for the Modernization of the Transparency Directive?*, intervento tenuto l’11 giugno 2010 alla Conferenza della Commissione Europea (lucidi disponibili sul sito ‘www.consob.it’). Tuttavia, la proposta di introduzione di un regime di *disclosure* avanzata, sia pure per grandi linee, dalla Commissione Europea nella prospettiva di una riforma della direttiva *Transparency* non ha riscosso successo presso il pubblico degli interessati (cfr. il documento della Commissione cit. alla nt. 77, a p. 23 s.). Va peraltro osservato che la proposta della Commissione si concentrava soprattutto sulle pratiche di prestito titoli, nonché sul fenomeno di *record date capture*, essendo gli ipotetici interventi rivolti agli «holders of voting rights who do not hold shares between the record date and the shareholders meeting». Con riferimento alla disciplina italiana, si v. G. FERRARINI (nt. 1), p. 646 ss. (anch’egli constatando, sia pure prima dell’attuazione della direttiva *Transparency*, l’insufficienza della regolamentazione Consob sul punto); nonché, con attenzione anche ai profili di potenziale manipolazione del mercato, F. ANNUNZIATA (nt. 81), p. 591 s.

⁸⁶ Con riferimento al problema delle opzioni, potrebbero riproporsi le considerazioni svolte nel cap. 4 a proposito della *disclosure* delle posizioni “lunghe”.

⁸⁷ In questo senso, evidentemente, un ipotetico obbligo di *disclosure* dovrebbe essere coordinato e integrato con le esistenti norme che, come accennato, già contengono obblighi di comunicazione in

tal modo, il pubblico sarebbe messo al corrente circa un novero di ipotesi di svuotamento del voto non circoscritto ai soli derivati, bensì alle principali ipotesi di dissociazione tra “proprietà economica” e voto (ma al di fuori dalla più generale ipotesi di diversificazione degli investimenti attraverso acquisto di altre azioni: sul tema si tornerà in seguito).

Sarebbe altresì opportuno valutare l'ipotesi di limitare gli obblighi in questione a disallineamenti tra proprietà e voto che superino una soglia di rilevanza particolarmente importante: in altri termini, non tutti i soci rilevanti sarebbero tenuti a comunicare ogni “dissociazione” presente nel loro pacchetto di azioni, bensì soltanto quella che interessi un'aliquota minima di partecipazione al voto. Così facendo, si eviterebbero eccessivi oneri di *monitoring* a carico dei soci rilevanti e, soprattutto, si preverrebbe l'afflusso di una mole eccessiva di informazioni al mercato ⁽⁸⁸⁾.

Si noti come la soluzione di imporre obblighi di comunicazione limitati nel tempo (soltanto in coincidenza delle assemblee della società) e sotto il profilo delle soglie di rilevanza consentirebbe di arginare le critiche – già più diffusamente esaminate nel cap. 4 in tema di *hidden ownership*, ma riproposte con riferimento alla questione dell'*empty voting* – nei confronti di un sistema troppo oneroso per gli operatori ⁽⁸⁹⁾.

Inoltre, al fine di assicurare alle norme in questione adeguato supporto sul piano sanzionatorio, si potrebbe stabilire che l'inosservanza di tali obblighi determini la sospensione del voto e l'annullabilità delle deliberazioni assunte con il voto determinante di chi non abbia comunicato la propria ridotta esposizione economica alla partecipazione (sul modello già previsto, nel nostro ordinamento, dall'art. 120, comma 5, t.u.f.).

Sarebbe peraltro salva, in ogni caso, l'applicazione dell'art. 2373 c.c.; gli obblighi di comunicazione sarebbero, anzi, come si è detto, strumento indispensabile per verificare l'esistenza di un conflitto di interessi.

4. *Seconda fattispecie: esposizione economica negativa nei confronti dell'emittente.* – L'assunzione, con il tramite di contratti derivati, di un “interesse economico *negativo*” sulle azioni di un

relazione a operazioni di prestito titoli e di riporto (sulla proposta di introduzione di obblighi di comunicazione delle vendite allo scoperto, si v. CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, 2010, disponibile sul sito www.cesr.eu). Naturalmente, inoltre, occorrerebbe coordinare gli obblighi in questione con quelli imposti a carico di investitori “puramente economici” sulla base delle considerazioni svolte nel cap. 4, qualora tali obblighi fossero effettivamente introdotti. Si noti, tuttavia, che le due serie di obblighi, sebbene certo “coordinabili” sul piano tecnico-operativo, rimangono su due piani distinti, perché riguardano soggetti diversi (gli investitori “lunghi” nel primo caso, gli azionisti in posizione “corta” nel secondo) e soddisfano esigenze di trasparenza differenti (incidenza sulla formazione dei *quorum* assembleari nel primo caso, conoscenza della graduazione dell'interesse economico dei soci votanti e possibile insorgenza di conflitti di interessi nel secondo).

⁸⁸ Sulle ragioni di tali esigenze occorre nuovamente rinviare alla più ampia disamina svolta *retro*, al cap. 4, con riferimento al problema della trasparenza degli investimenti “puramente economici”.

⁸⁹ In dottrina, cfr. A. BRAV - R.D. MATHEWS (nt. 1); L. RIBSTEIN - B. KOBAYASHI (nt. 1), p. 73 ss. E v. soprattutto la reazione negativa all'ipotesi di regolamentazione prospettata dalla Commissione Europea (cfr. il documento della Commissione cit. alla nt. 77, a p. 23 s.).

emittente consiste nell'acquisto, da parte del possessore di un pacchetto azionario, di una posizione "corta" riferita a un numero di azioni superiore a quelle possedute.

Si tratta di una fattispecie che differisce *qualitativamente* da quella esaminata nei paragrafi precedenti. Invero, l'esposizione economica negativa non si risolve in mera "sproporzione" dei voti di cui l'azionista è titolare rispetto all'interesse economico sottostante. Essa restituisce, invece, un investimento *netto* che incentiva il socio a favorire decisioni che provochino una riduzione del valore (o, quanto meno, del prezzo di mercato) delle azioni di cui è titolare ⁽⁹⁰⁾.

Ciò che conta, insomma, non è (tanto) la deviazione dal principio "un'azione, un voto", bensì (al di là di questa) la circostanza di un conflitto evidente tra il voto spettante alle azioni di cui l'investitore "negativo" è titolare e l'interesse economico associato all'investimento stesso. Tale conflitto, che alligna allo stato latente nel "portafoglio" dell'investitore, è suscettibile di evolvere in conflitto tra l'interesse del socio e quello della società emittente ogniqualvolta l'investitore scelga di esercitare il proprio voto nell'assemblea dell'emittente.

Per le ragioni che subito si vedranno, tale conflitto appare rilevante agli effetti dell'art. 2373 c.c., qualora il voto del socio portatore di interesse economico negativo sia determinante per l'approvazione della delibera, l'interesse comune dei soci sia implicato dalla deliberazione e vi sia danno potenziale per la società (*infra*, parr. 4.1-4.2). In altri casi, laddove l'interesse sociale non sia implicato nella deliberazione, potrebbe verificarsi la sussistenza, sul piano dei rapporti tra soci, di una violazione del principio di correttezza e buona fede (artt. 1175 e 1375 c.c.), che è causa di invalidità della deliberazione adottata in virtù del concorso determinante dell'*empty voter*, nonché (in ogni caso, compreso quello di deliberazione *non* adottata a causa del mancato voto di questi) fonte di responsabilità risarcitoria (*infra*, parr. 4.3-4.4).

Per giustificare tali conclusioni occorre verificare, nell'ordine:

(i) se, con riferimento al tipo di deliberazioni in cui risulta più frequente il ricorso alle strategie di *empty voting*, il voto dei soci sia destinato a incidere sull'interesse sociale e quale sarebbe, in tal caso, il danno potenziale per la società ⁽⁹¹⁾;

⁹⁰ Per tale ragione, appare a tutta prima più difficile, con riferimento alla fattispecie in esame, invocare l'esistenza di potenziali benefici legati all'*empty voting*, dal momento che questi presuppongono un tendenziale allineamento (sia pure attenuato) dell'interesse economico al voto in capo al socio. Tuttavia, in dottrina vi è chi ha proposto una tesi diversa, basata sul *surplus* netto generato, a livello *sociale* anziché individuale, dall'adozione di scelte svantaggiose per l'emittente ma vantaggiose in termini di benessere complessivo (si tratta di L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI (nt. 1), *passim*): sul punto si tornerà *infra*.

⁹¹ Qualora la delibera fosse adottata *nella neutralità* dell'interesse sociale, non potrebbe parlarsi – almeno secondo l'opinione dominante – di conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2373 c.c.: cfr. per tutti A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987, p. 274 ss.; il principio è pacifico nella giurisprudenza della S.C.: cfr. per tutte Cass. 21 dicembre 1994, n. 11017; nonché, naturalmente, Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, tra l'altro in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 329. Sul punto si tornerà *infra*.

(ii) in caso di risposta affermativa al quesito *sub (i)*, se l'esposizione negativa del socio costituisca interesse conflittuale ai sensi dell'art. 2373;

(iii) in caso di risposta negativa ai quesiti *sub (i)* o (ii), se vi siano e quali siano altri rimedi percorribili.

Sull'analisi di tali elementi si concentrano i paragrafi 4.1-4.5.

4.1. *“Interesse sociale” e danno potenziale per la società nelle deliberazioni a frequente rischio di empty voting.* – Come veduto al par. 2, si è registrato il ricorso a strategie di *empty voting* soprattutto in occasione di deliberazioni di fusione e relative a un'offerta pubblica di acquisto promossa sulle azioni dell'emittente.

In proposito, si è sostenuto in dottrina che ben difficilmente potrebbe, in questi casi, invocarsi il rimedio dell'annullabilità della deliberazione per conflitto di interessi del socio con esposizione economica negativa, dal momento che, rispetto a entrambe le tipologie di deliberazione in questione, l'interesse della società tende a essere «neutro»; tanto basterebbe ad escludere lo scrutinio previsto dall'art. 2373 c.c.⁽⁹²⁾.

Simile conclusione non pare del tutto soddisfacente in considerazione dei più recenti approdi della riflessione sull'interesse sociale nelle società quotate.

La dottrina è oggi incline ad accogliere (seppure, in alcuni casi, con accenti critici) la concezione secondo cui l'interesse comune degli azionisti di una società quotata è profondamente condizionato dalle dinamiche del mercato finanziario ⁽⁹³⁾, al punto che

⁹² Così G. FERRARINI (nt. 1), p. 639 ss., riprendendo sinteticamente la tesi di A. GAMBINO (nt. 91), p. 277 ss. Le radici di questo orientamento, in verità, affondano nella concezione tradizionale, sviluppatasi soprattutto con riferimento al tema della fusione, che “comprime” gli interessi implicati nella deliberazione assembleare di tale operazione esclusivamente all'interesse (sociale) individuale alla congruità del rapporto di cambio e, dal punto di vista dell'interesse (sociale) collettivo, all'interesse alla conservazione del patrimonio della società. In questo quadro, quindi, una volta che l'operazione garantisca tale conservazione del patrimonio, la società finisce per assumere una posizione di indifferenza, dal momento che la vicenda interessa, a quel punto, il solo interesse individuale. V. già, a favore di tale orientamento, F. MESSINEO, *Impugnativa della delibera di fusione e interesse dei singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 227 ss.; successivamente, cfr. A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 17, tomo 3, Torino, 1985, p. 370; A. GAMBINO (nt. 91), p. 277 ss.; F. GALGANO, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 364 ss.; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, pp. 56 ss. e 82 ss.; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., vol. 7**1, Torino, 2004, p. 482 ss.; altri rife. in A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, p. 2, nt. 1. Una recente esposizione sintetica di questo tradizionale orientamento si trova, inoltre, in A. GENOVESE, *Commento all'art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, cit., vol. II, tomo I, p. 806, nt. 222.

⁹³ In generale, sul legame tra mercato finanziario e organizzazione societaria, limitandosi ad alcuni tra i contributi più recenti, cfr. A. GUACCERO (nt. 13), p. 138 ss., ove un'ampia sintesi degli indici normativi, rinvenibili sia nel sistema codicistico, sia nel t.u.f.; v. anche M. COSSU (nt. 63), pp. 161 ss., 294 ss. e *passim*. La tesi menzionata nel testo si sorregge su due ordini di considerazioni. Da un lato, vi è una serie di norme *sull'organizzazione societaria* che sottintendono il ruolo essenziale, nella prospettiva dei soci, dello scambio e del realizzo delle azioni sul mercato regolamentato: si pensi, principalmente, agli artt. 2347-*quinquies* c.c. e 133 t.u.f. (e v. per tutti, in argomento, G. OPPO, *Sulla “tipicità” delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p.

tale interesse si declina (anche se non si esaurisce) nella prospettiva del *realizzo* sul mercato dell'investimento effettuato dai soci ⁽⁹⁴⁾. Sull'interesse direttamente rivolto all'attività comune (cioè *all'impresa* condotta dall'emittente) tende a prevalere, quindi, quello ad accrescere la convenienza e la probabilità di realizzo della partecipazione ⁽⁹⁵⁾. Tali

491; M. NOTARI, *Commento all'art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 1104 ss.). Dall'altro lato, il legame tra mercato finanziario e organizzazione societaria è evidenziato dal riconoscimento di una «posizione endosocietaria» ai c.d. investitori istituzionali, nel senso che sulla loro funzione professionale di intermediari del risparmio è stata ritagliata la disciplina delle minoranze nel t.u.f. (cfr. in proposito P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. 4, tomo 2, Padova, 2004, p. 23 ss.; R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313 ss.; v. anche, evidenziando il ruolo degli investitori istituzionali come prototipo di minoranze organizzate nell'impianto del t.u.f., A. MAZZONI (nt. 13), p. 494 ss.).

⁹⁴ Si tratta di tesi generalmente elaborata nel contesto degli orientamenti che riconducono, in chiave marcatamente contrattualista (almeno in apparenza: cfr. per tutti G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, p. 17 ss.), il concetto di interesse sociale al criterio della massimizzazione del valore di mercato delle azioni (c.d. teoria dello *shareholder value*: sul punto si v. gli Autori citati alla nt. 13). Secondo P.G. JAEGER (nt. 13), p. 811 s., che evidenzia l'importanza sistematica della disciplina dell'opa a tale riguardo, «l'interesse [sociale] [...] sembra destinato ad essere soddisfatto pienamente solo con la *perdita della qualità di socio*. L'aumento di valore di azioni incedibili non soddisfa l'interesse di nessuno. Lo stesso aumento di valore di azioni cedibili rappresenta una soddisfazione virtuale che diventa reale solo al momento della cessione» (corsivo dell'Autore). Sostanzialmente in questa prospettiva, cfr. G. FERRARINI (nt. 13), p. 477: «nella società quotata, l'unico obiettivo dell'azionista-investitore è quello di massimizzare la propria ricchezza, anche eventualmente uscendo dalla compagine sociale per entrare in altre società, secondo criteri di pura convenienza economica» (l'Autore peraltro ritiene «eccessiva» l'identificazione operata dallo Jaeger tra interesse sociale e prospettiva del realizzo, dal momento che «il rendimento azionario è rappresentato sia dai dividendi che dalle plusvalenze realizzate in caso di cessione»: *ivi*, p. 811). Così anche A. GUACCERO (nt. 13), il quale parla di «tensione alla valorizzazione della partecipazione in funzione della vendita» (p. 197), ma dopo aver riconosciuto che «l'incremento di valore delle azioni assume rilevanza anche a prescindere dalla vendita delle stesse» (p. 140); e v. altresì, in questa prospettiva, tra gli altri, B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 100 ss.; D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 801 ss.; F. CHIAPPETTA *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 679 ss. Per una complessiva ricostruzione critica del problema, alla luce della riforma del diritto societario, cfr. M. COSSU (nt. 63), p. 207 ss. V. altresì A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 155 ss.

⁹⁵ Evidenzia tale alterità P.G. JAEGER (nt. 13), p. 811 s. e *passim*. Si condivide da più parti la conciliabilità di tale lettura con la finalità lucrativa prevista dall'art. 2247 c.c. (v. ancora A. GUACCERO (nt. 13), p. 133, ove riferimenti); tuttavia, deve probabilmente riconoscersi che anche tale elemento (insieme con altri più vistosi, come lo sfumare della distinzione tra capitale di rischio e di credito e la «scomposizione» della figura dell'investitore in capitale di rischio in una pluralità di strumenti di investimento possibili) conduce a sminuire quasi del tutto il profilo dell'*attività comune* cui pure l'art. 2247 fa riferimento, al punto che la stessa fattispecie di società per azioni «non si presta più ad essere ricostruita in termini di (disciplina del) *soggetto dell'impresa*, e dunque di *imprenditore*, quanto piuttosto in quelli di disciplina, oggettiva, dell'impresa e, in particolare, di *disciplina del suo finanziamento*, prima ancora che del suo svolgimento»: così G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della*

elementi possono essere favoriti, ad esempio - oltre che attraverso una più profittevole gestione dell'impresa - con operazioni straordinarie in grado di accrescere il valore della partecipazione, ed anche attraverso deliberazioni che rendano la società più contendibile nei confronti di soggetti in grado di migliorarne la gestione ⁽⁹⁶⁾.

E, a ben guardare, la centralità del valore di realizzo (cioè del prezzo di scambio) delle azioni sul mercato nella prospettiva dell'azionista si riflette direttamente sull'attività di impresa e, più in particolare, sul suo finanziamento: da un angolo di visuale prettamente finanziario, una diminuita appetibilità delle azioni sul mercato si traduce in maggiore costo del capitale di rischio per la società, condizionandone così direttamente l'accesso alle fonti di finanziamento nonché la combinazione tra esse ⁽⁹⁷⁾.

La valenza di tale declinazione del concetto di interesse sociale è stata evidenziata sia con riferimento all'operato degli amministratori ⁽⁹⁸⁾, sia - ed è quanto qui più interessa - con riferimento al contegno dei soci al momento del voto ⁽⁹⁹⁾.

Alla luce di tale evoluzione della concezione di interesse sociale nelle società quotate, la tesi della *neutralità* di tale interesse rispetto ad alcune vicende cruciali per la definizione del valore delle partecipazioni degli azionisti deve essere, almeno per tali società, parzialmente riveduta.

Si considerino gli esempi seguenti.

(a) *Fusione*. Il socio di una società quotata acquista esposizione economica negativa verso la stessa. Egli è indotto, quindi, a esercitare il proprio voto *contrario e determinante* alla proposta di fusione per incorporazione della partecipata in altra società: operazione che avrebbe comportato la realizzazione di sinergie di vario ordine e un rapporto di cambio equo per i soci dell'incorporata, di guisa che il valore di quest'ultima, riflesso nella

risforma, Milano, 2004, p. 69; e v. in argomento, tra gli altri, P. SPADA (nt. 62), pp. 9 ss., 12 s.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 16 s.; ID., *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., p. 21 s.; F. CHIAPPETTA (nt. 93), p. 671 ss.

⁹⁶ Su questo aspetto cfr., sia pure con attenzione principalmente rivolta alle operazioni di *leveraged buy out*, le osservazioni di A. VICARI, *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., vol. 4, p. 269 ss.; p. 300 ss.

⁹⁷ Si v. ad es. A. GUACCERO (nt. 13), p. 367, laddove osserva che «da conformazione assunta dall'interesse sociale nel sistema delle società quotate fa sì che, in linea generale, la prevalenza accordata all'interesse di un singolo socio in contrasto con esso si sostanzia pressoché automaticamente in una situazione di potenziale dannosità per la società, *attesi i riflessi che la riduzione del valore azionario determina sulla capacità della società di finanziarsi con capitale di rischio sul mercato*» (corsivo aggiunto).

⁹⁸ V. da ultimo V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., p. 101 ss., part. 104 ss.

⁹⁹ Cfr. soprattutto A. GUACCERO (nt. 13), p. 266 ss.; 366 ss.; l'Autore osserva, in particolare, che «[l]a condotta deliberativa del socio, che determina una riduzione del valore di scambio delle azioni, si pone [...] di per sé in un rapporto di contrasto con l'interesse sociale alla massimizzazione del valore azionario ed integra quindi quel rapporto di conflitto che è l'elemento di partenza della fattispecie complessa di cui all'art. 2373» (p. 268). Ma la tesi è implicita anche negli studi degli Autori ricordati nelle note precedenti: e v. infatti F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 240 s., nt. 154, ove altri ragguagli.

partecipazione dei suoi soci, sarebbe stato, in seguito alla fusione, maggiore di quello precedente alla stessa.

In questo caso, si può constatare come la società abbia *interesse* (nel senso anzidetto) alla realizzazione dell'operazione: essa infatti rappresenta, in ipotesi, un'importante opportunità di crescita dei flussi di cassa futuri e, di conseguenza, del *valore globale attuale* delle sue azioni ⁽¹⁰⁰⁾. In altri termini, l'interesse della società alla fusione (che pure comporta la sua incorporazione in altra società)⁽¹⁰¹⁾ costituisce il riflesso dell'interesse dei soci all'incremento di valore della loro partecipazione che tale operazione è in grado di determinare: e, più precisamente, che essa è in grado di determinare *nell'immediato* attraverso l'incorporazione di tale prospettico maggior valore del prezzo di scambio delle azioni ⁽¹⁰²⁾.

In quest'ottica, il danno potenziale per la società consiste nel mancato incremento di valore di cui i soci avrebbero collettivamente potuto beneficiare in caso di realizzazione della fusione ⁽¹⁰³⁾.

¹⁰⁰ In questo senso v. già C. GRASSETTI, *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 794 ss.; e, poi, con ampia rielaborazione, D. PREITE (nt. 13), pp. 24 ss., 31 ss., 148 ss., ripreso da F. GUERRERA (nt. 99), part. pp. 240 ss. e 258, nonché ID., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, p. 296; v. altresì A. VICARI (nt. 92), p. 233 s.; 263 s. (nonché ID. (nt. 96), p. 309).

¹⁰¹ Ma tale osservazione appare ormai quasi priva di rilevanza, nella misura in cui si concepisce, secondo l'orientamento ormai prevalente, la fusione quale vicenda modificativa dell'organizzazione della società, e non quale causa di sua estinzione: cfr. per tutti, anche per riff., F. DIMUNDO, *Commento all'art. 2504-bis, comma 1*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, p. 813 ss. (mentre non è del tutto chiaro se Cass. SS.UU. 8 febbraio 2006, n. 2637, tra l'altro in *Foro it.*, 2006, I, c. 1739, con nota di R. RORDORF, abbia espressamente sposato la teoria in questione, pur di fatto facendone applicazione sul piano processuale).

¹⁰² Ciò costituisce il frutto del combinato operare della attitudine del valore attuale di una partecipazione a riflettere i flussi di cassa futuri (per tutti: S.A. ROSS E AA. (nt. 31), p. 234 ss.) e, insieme, della capacità dei mercati efficienti di riflettere tale valore nei prezzi di scambio (su tale profilo, si v. *amplius retro*, cap. 4, nt. 3 e testo corrispondente).

¹⁰³ La tesi proposta nel testo – che si rifà, nella sua elaborazione più compiuta, soprattutto a D. PREITE (nt. 13), part. p. 148 ss. – è tuttavia da più parti contestata in dottrina. Si è già menzionato il tradizionale orientamento che, con particolare riferimento alle fusioni infragruppo, esclude l'applicazione dell'art. 2373 c.c. nei confronti dell'incorporante che partecipa alla deliberazione di fusione dell'incorporata, sul presupposto che «l'incorporante, stante il divieto di assegnarsi azioni, non può risultare titolare di un interesse extracontrattuale rispetto a quello dell'incorporata partecipata in relazione alla determinazione del rapporto di cambio: la cui incongruità, rilevando nei soli rapporti tra soci, non è sanzionabile con l'applicazione dell'art. 2373»: così C. SANTAGATA (nt. 92), p. 483, riprendendo tesi già espressa in ID., *La fusione tra società*, Napoli, 1964, p. 271 ss.; si vv. anche gli Autori citati alla nt. 92.

Più recentemente, e anche al di fuori dell'ipotesi di fusione infragruppo, la tesi di Preite è stata criticata da L.A. BIANCHI (nt. 92), pp. 56 ss. e 82 ss., sotto due profili. In primo luogo, l'Autore ha contestato che la nozione di interesse sociale, che presiede alla valutazione di conflittualità *ex art. 2373*, debba «coincid[ere] con quella dell'interesse alla *massimizzazione del valore aggregato delle azioni*» (p. 58, corsivo dell'A.), dal momento che «accanto a tale interesse [...] assume pari dignità e cittadinanza giuridica [...] quello al rafforzamento e alla stabilità patrimoniale o al migliore posizionamento sul mercato, obiettivi e finalità che non sempre si traducono nell'incremento della posizione finanziaria della società risultante

Analogo ragionamento può svolgersi, *a contrario*, con riferimento a una fusione *value-decreasing* approvata con il voto determinante di un socio con esposizione negativa nei confronti della società. Anche in questo caso, l'interesse comune dei soci è (in senso inverso al precedente) implicato nella deliberazione, e il danno potenziale è qui legato alla prospettiva della possibile perdita di valore dell'impresa scaturita dall'approvazione della fusione ⁽¹⁰⁴⁾.

(b) *Misure difensive*. Il socio di una società quotata acquista esposizione economica negativa verso la stessa. La società approva, con il voto determinante di tale soggetto, una misura difensiva in grado di impedire il buon esito di un'opera promossa sulle azioni della società. Così come in tema di fusione, appare fondata l'ipotesi che l'interesse sociale (precisamente: quello rilevante per la norma sul conflitto di interessi del socio) sia implicato in tale deliberazione ⁽¹⁰⁵⁾.

In effetti, il buon esito di un'opera può, in ipotesi, riflettersi positivamente sul valore della società oggetto di acquisizione, tipicamente in virtù delle migliori capacità dell'acquirente di assicurare, attraverso l'esercizio del controllo della *target*, una migliore gestione della società ⁽¹⁰⁶⁾, ovvero un accesso più conveniente alle fonti di finanziamento; ciò è naturalmente destinato a riflettersi sul valore e sul prezzo di scambio delle azioni oggetto di offerta ⁽¹⁰⁷⁾.

dalla fusione» (*ivi*, p. 88). In secondo luogo, si è osservato che sarebbe «arbitraria la pretesa di poter accertare – al momento dell'approvazione del progetto di fusione [...] – l'idoneità delle delibere alla creazione del valore» (*ivi*, p. 89).

Sebbene il tema possa essere qui appena sommariamente discusso, non pare, ad una prima analisi, che tali obiezioni siano decisive, almeno con riferimento alle società quotate (e v. infatti A. VICARI (nt. 92), p. 16 ss.). Quanto alla prima, perché appare difficile porre in contrapposizione tra loro obiettivi quali il rafforzamento, la stabilità patrimoniale e il migliore posizionamento sul mercato, da un lato, e l'aumento della futura redditività e del valore globale delle azioni, dall'altro: si tratta, in tutti i casi, di elementi destinati a influire positivamente, anche se per via mediata e in modo differente, su tale valore. Tale prospettiva deve essere privilegiata specialmente nelle società quotate, dove l'aspettativa del realizzo (del valore) della partecipazione (attraverso la sua cessione sul mercato) costituisce di fatto – come veduto – la dimensione essenziale (e forse unica) dell'interesse comune dei soci-investitori di capitale di rischio. Ciò peraltro non comporta – e si giunge al merito della seconda obiezione – che, in sede di redazione del progetto gli amministratori si trovino a dover “scommettere” che alla fusione faccia seguito un effettivo, rapido aumento dei *prezzi* di mercato delle azioni; nel contesto di un eventuale giudizio di responsabilità o di annullamento della deliberazione, essi saranno certamente ammessi a dimostrare l'idoneità del progetto ad accrescere il valore della partecipazione, a dispetto della reazione del mercato, o comunque la ragionevole prevedibilità, *ex ante*, di tale idoneità (in questa linea v. ancora A. VICARI (nt. 92), p. 20).

¹⁰⁴ Più problematico è il caso in cui non vi sia evidenza di tale pregiudizio alla società, bensì unicamente il riconoscimento di un rapporto di cambio particolarmente “sbilanciato” a sfavore dei soci dell'incorporata: su tale ipotesi ci si soffermerà al par. 4.4.

¹⁰⁵ Si tralascia, per il momento, il problema dell'adeguatezza del prezzo di offerta.

¹⁰⁶ La migliore gestione sarà assicurata dagli amministratori espressione dell'acquirente, ovvero dallo stesso *management* dell'acquirente, nell'ipotesi in cui all'opera faccia seguito una fusione.

¹⁰⁷ Con accenti differenti, sottolineano l'implicazione dell'interesse sociale nelle deliberazioni in materia di difese alle opa di cui all'art. 104 t.u.f. P. MARCHETTI, *D. lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina dell'assemblea*, in *Società*, 1998, p. 560; P.G. JAEGER (nt. 13), p. 805, ove osserva, tra l'altro, che «[i]l conflitto

In questo senso, e seguendo la concezione di interesse sociale ricostruita in precedenza, l'approvazione a opera dell'assemblea di una misura di contrasto a un'opera *value-increasing* può porsi in contrasto con l'interesse sociale.

Anche nel caso in esame, la potenzialità di un danno alla società derivante dalla reiezione di un'offerta efficiente costituisce una conseguenza automatica della caduta di valore delle azioni conseguente alla deliberazione dell'assemblea.

4.2. (segue): *Natura extrasociale e conflittuale dell'interesse del socio*. – Quanto al secondo termine del raffronto postulato dall'art. 2373 c.c., è ragionevole concludere che l'esposizione negativa del socio esprime un interesse *extrasociale* del socio, e che tale interesse si pone in rapporto di *incompatibilità* (e, dunque, di conflitto) con quello della società.

Sotto il primo aspetto, la posizione economica del socio, determinata dalla esposizione "negativa" nei confronti della partecipazione di cui è titolare, non è certamente riconducibile al novero degli interessi di natura sociale, poiché è il frutto di una scelta di investimento individuale che non trova fonte nel contratto di società ed è del tutto estranea ad esso ⁽¹⁰⁸⁾.

Sotto il secondo aspetto, l'interesse può dirsi conflittuale nel senso tipicamente attribuito a tale termine in ambito societario, cioè di vantaggio patrimoniale individuale cui corrisponde specularmente uno svantaggio patrimoniale per la società ⁽¹⁰⁹⁾: la prevalenza della posizione corta su quella lunga fa sì che gli effetti economici del voto si producano in capo all'*empty voter* e a un socio "comune" in modo specularmente opposto ⁽¹¹⁰⁾.

tra l'interesse a contrastare l'offerta e quello a lasciare che essa si sviluppi senza intralci» sono «interessi ai quali non si può negare la qualifica di interessi sociali»; e, aderendo espressamente alla concezione espressa dallo Jaeger, G. FERRARINI (nt. 13), p. 478, osserva: «nella misura in cui lo scopo della società è di massimizzare la ricchezza degli azionisti, la decisione sulle misure di contrasto dell'opera non può che essere lasciata agli azionisti medesimi»; v. poi B. LIBONATI (nt. 94), p. 100 ss. Più recentemente, ed *amplius*, A. GUACCERO (nt. 13), p. 366 ss. In generale, sul rapporto tra opera e interesse sociale si v. D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, p. 87 ss.

¹⁰⁸ Sulla distinzione tra interesse sociale e interesse extrasociale del singolo socio (il primo da riferirsi, oltre che al c.d. interesse sociale in senso stretto, anche alle utilità «che al socio spettano *uti singulus socius*») si v. per tutti la sintesi efficace proposta da E. SCIMEMI (nt. 13), p. 108 s., nonché la più articolata analisi di D. PREITE (nt. 13), p. 3 ss. La nettezza della distinzione nel caso di specie pare rendere superflua un'indagine sul concetto di extrasocialità dell'interesse del socio, che rinvia naturalmente all'immenso problema della definizione del concetto di interesse sociale, sia in assoluto, sia nell'interpretazione degli artt. 2373, 2391 e 2441 c.c. (si rinvia, per ragguagli e riferimenti bibliografici in argomento, agli Autori appena citati, nonché, da ultimo, ad A. GENOVESE (nt. 101), p. 790 ss.).

¹⁰⁹ In questi termini, sia pure con riferimento al conflitto tra l'interesse dell'amministratore e quello della società, M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, 2005, p. 441, il quale definisce la situazione di conflitto in termini di «gioco a somma zero» (*ivi*, nt. 46).

¹¹⁰ Anche in questo caso, la chiarezza della situazione di contrasto – l'esposizione negativa implica e, anzi, postula, per sua natura, un'incompatibilità assoluta tra interesse della società e interesse del socio – consente di non soffermarsi sulla questione della rilevanza, ai fini dell'art. 2373 c.c., anche dei conflitti

L'interesse in questione, inoltre, preesiste alla deliberazione, ciò che costituisce, secondo quanto comunemente si ritiene in dottrina, un ulteriore presupposto della conflittualità ⁽¹¹¹⁾.

In conclusione, la sussistenza dei presupposti dell'art. 2373 c.c. apre la via all'impugnativa di delibere pregiudizievoli adottate con il voto determinante del socio con esposizione "negativa" (fusione *value-decreasing*, difesa nei confronti di un'opa "efficiente"). Inoltre, in caso di *reiezione* di delibere favorevoli all'interesse della società a causa del voto negativo determinante del socio in questione (si pensi al rigetto di una proposta di fusione in grado di realizzare sinergie per la società) questi potrà essere ritenuto responsabile *nei confronti della società* per i danni conseguenti al rigetto della proposta. In quest'ultimo caso, il voto del socio potrà inoltre, secondo quanto si ritiene, essere invalidato ⁽¹¹²⁾, ma rimane assai dubbia, come noto, la percorribilità di un ribaltamento dell'esito della deliberazione per effetto dell'annullamento del voto espresso in conflitto di interessi ⁽¹¹³⁾.

4.3. *Casi in cui è difficile configurare (o verificare la sussistenza di) un conflitto di interessi: operazioni il cui impatto sull'interesse sociale non è agevolmente determinabile.* – Se, negli esempi poc'anzi proposti (deliberazione di una fusione con impatto sulle prospettive della società e deliberazione sulle difese nei confronti di un'opa di cui sono prevedibili le conseguenze sul valore della *target*) è possibile affermare la sussistenza di un conflitto di interessi con potenziale danno alla società – e, quindi, invocare la disciplina dell'art. 2373 c.c. – esistono casi più controversi, in relazione ai quali l'applicazione di tale norma risulta più dubbia. Su tali casi si soffermano il presente paragrafo e il successivo.

Un *primo* aspetto – su cui si è finora soprasseduto, ma di grande rilevanza pratica – riguarda le situazioni in cui non è agevole stabilire quale sia l'impatto dell'operazione sotto il profilo dell'interesse sociale. Si pensi a una fusione di cui è incerto o discutibile, *ex ante*, l'impatto sulle prospettive reddituali e finanziarie della società, o a un'opa di cui non è facilmente accertabile, sempre *ex ante*, la natura *value-increasing* (o *-decreasing*) per la società ⁽¹¹⁴⁾.

determinati da un'incompatibilità relativa di interessi tra il socio e la società, così come della collegata (ma spesso malintesa) questione dell'astrattezza o concretezza degli interessi a confronto: v., per una sintesi, E. SCIMEMI (nt. 13), p. 124 ss., ove altri rife.

¹¹¹ Cfr. per tutti A. GAMBINO (nt. 91), p. 203 ss.; D. PREITE (nt. 13), p. 123; E. SCIMEMI (nt. 13), p. 120.

¹¹² Sull'annullabilità del singolo voto come negozio unilaterale, cfr. ad es. A. MAZZONI (nt. 13), p. 501 s.

¹¹³ Per la risposta negativa propende la dottrina maggioritaria: v. A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze. "Abusi" e rimedi*, Torino, 2004, p. 49 ss., nt. 34, e rife. ivi citati. Per la risposta affermativa cfr. tuttavia P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1993, p. 53 s. (questa tesi è stata talora accolta in giurisprudenza: cfr. ad es. App. Roma, 29 maggio 2001, tra l'altro in *Foro it.*, 2001, I, c. 3395, e Trib. Milano, 18 maggio 2000 (ord.), in *Giur. it.*, 2001, p. 98).

¹¹⁴ È superfluo sottolineare la centralità del problema soprattutto in tema di opa, dove la stessa fiducia del sistema nei confronti della capacità del *management*, dei soci, delle autorità di controllo e dei giudici di distinguere, *ex ante* e in astratto, tra offerte efficienti e offerte non efficienti ha conseguenze di

La questione, a ben vedere, investe il sindacato del giudice sulla deliberazione dell'assemblea e, più in particolare, sulla sussistenza del requisito del *danno potenziale* cagionato alla società in conseguenza dell'esecuzione della delibera. Infatti, di fronte a un caso di *empty voting* conflittuale, al giudice parrebbe rimesso il compito di discernere quali operazioni siano vantaggiose per la società, decidendo – in base a questo presupposto – in ordine all'annullamento della deliberazione nonché, se richiesto, in ordine alla sospensione dei suoi effetti in via cautelare (art. 2378, commi 3 e 4, c.c.). Quella rimessa al giudice è, in sostanza, un'attività che richiede una valutazione in concreto dell'interesse comune dei soci, nell'accezione sopra illustrata⁽¹¹⁵⁾.

In proposito, dovendosi tenere conto della natura *potenziale* del danno cui fa riferimento l'art. 2373, comma 1, c.c.⁽¹¹⁶⁾, si è affermata l'opinione secondo cui il giudice sarà tenuto ad annullare la deliberazione adottata con il voto determinante di un socio in conflitto di interessi ogniqualvolta vi sia un «ragionevole pericolo di pregiudizio» per la società⁽¹¹⁷⁾. Più specificamente, «il giudice dovrà sempre, tendenzialmente, provvedere all'annullamento della delibera, salve le [...] ipotesi in cui, al momento del giudizio, sia (agevolmente) possibile escludere in modo tassativo l'insorgere di un danno per la società»⁽¹¹⁸⁾.

Orbene, se da un lato tale “sbilanciamento” del sistema in direzione dell'annullamento della deliberazione attenua (in parte) i rischi di errori giudiziari nel sindacato degli interessi della delibera, dall'altro esso pone la questione della *stabilità* delle deliberazioni assembleari cui abbiano partecipato, esprimendo voto determinante, investitori con esposizione negativa.

A tale questione – di carattere essenzialmente giuspolitico, atteso che essa non scalfisce, *de lege lata*, le conclusioni raggiunte nel precedente paragrafo – l'assetto delineato dal diritto vigente appare fornire una soluzione soddisfacente, almeno con riferimento alle materie che più frequentemente costituiscono “bersaglio” di strategie di *empty voting* (fusioni e difese nei confronti di opa). Ed invero, in questi casi, la stabilità appare

rilievo sulle scelte giuspolitiche di fondo in questa materia: il tema è ben esaminato, da ultimo, da L. ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 657 ss.

¹¹⁵ Si noti che, nei casi in esame in questo paragrafo, l'attività del giudice si esaurisce altresì nella valutazione sulla conformità della deliberazione all'interesse sociale, dal momento che, come veduto, in caso di esposizione economica negativa del socio, il conflitto del socio è *in re ipsa*.

¹¹⁶ Secondo l'accezione di interesse sociale condivisa in questo lavoro il danno derivante alla società per effetto di una deliberazione adottata con voto determinante di un socio in conflitto di interessi è la misura del *quantum* della diminuzione del “valore globale” delle azioni.

¹¹⁷ Così, per tutti, D. PREITE (nt. 94), p. 136. Per una rivisitazione del problema cfr. E. SCIMEMI (nt. 94), p. 128 ss.

¹¹⁸ Così ancora E. SCIMEMI (nt. 94), p. 129, il quale giustifica, anche in chiave giuseconomica (il riferimento è alle tesi di Calabresi e Melamed), tale interpretazione dell'art. 2373 c.c. con la finalità di evitare che al giudice sia demandata una decisione «selettiva» (quella sulla dannosità dell'operazione) che dipende da fattori di difficile valutazione e talvolta non oggettivi, con conseguente elevato rischio di errore.

garantita, in primo luogo, dalle previsioni che condizionano al possesso di aliquote minime di partecipazione la legittimazione a impugnare le deliberazioni dell'assemblea (art. 2377, comma 2, c.c.); in secondo luogo, con specifico riferimento alla fusione, dall'intangibilità degli effetti di questa successivamente alla sua iscrizione nel registro delle imprese (art. 2504-*quater*); in terzo luogo, più in generale, l'intangibilità dei diritti acquistati dai terzi di buona fede in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione annullata (art. 2377, comma 7). Si tratta, in quest'ultimo caso, di un effetto che determina – in via di fatto – la stabilità degli esiti di un'offerta pubblica di acquisto allorché sia riconosciuta l'invalidità di una delibera dell'assemblea che aveva approvato o respinto una difesa nei confronti dell'offerta stessa.

In conclusione, alla luce del requisito del danno potenziale, è da ritenersi che la disciplina sul conflitto di interessi del socio trovi applicazione anche in presenza di voto esercitato da socio con esposizione economica negativa nel contesto di operazioni il cui impatto sull'interesse sociale non è facilmente determinabile, e che tale assetto regolatorio non contrasti con le esigenze di certezza e stabilità delle deliberazioni dell'assemblea.

4.4. (segue): *Operazioni neutre sotto il profilo dell'interesse sociale*. – Un secondo aspetto che rende problematica, in presenza di esposizione negativa di un socio, l'applicazione dell'art. 2373 c.c. riguarda fattispecie rispetto alle quali la disciplina del conflitto di interessi del socio tende a essere esclusa.

Si pensi al caso in cui l'apporto dell'*empty voter* risulti determinante per l'approvazione, nell'assemblea dell'incorporanda, di una fusione *neutra* (o finanche vantaggiosa) per tale società: di una fusione, per esempio, che comporti, in virtù dell'operare di sinergie tra le due partecipanti, un futuro incremento dei flussi di cassa generati dalla società risultante rispetto a quelli prima riferibili alla società incorporata. L'operazione prevede, tuttavia, un rapporto di cambio *sfavorevole* per i soci dell'incorporata. Tale ultima circostanza determina, non diversamente dal caso esaminato al paragrafo 4.2, una *riduzione* del valore economico (e, in ipotesi di mercati efficienti, anche del valore di mercato) della partecipazione del singolo socio: ciò, tuttavia, avviene esclusivamente a fronte di un trasferimento di ricchezza dai soci dell'incorporanda ai soci dell'incorporante⁽¹¹⁹⁾, privo di riflessi per il risultato economico e le prospettive dell'impresa condotta dall'incorporanda.

Orbene, secondo un orientamento consolidato anche in giurisprudenza, in presenza di simili disequilibri nel rapporto di cambio, sarebbe preclusa la via dell'impugnativa per conflitto di interessi⁽¹²⁰⁾. Tuttavia, i soci che non hanno espresso voto favorevole alla

¹¹⁹ E naturalmente all'incorporante stessa, nella misura in cui quest'ultima sia anche socio dell'incorporata.

¹²⁰ Si tratta, a ben vedere, di un'applicazione dell'orientamento, di cui si è sinteticamente dato conto alla nt. 92 (cui si rinvia per riferimenti bibliografici), che concepisce in termini restrittivi l'implicazione dell'interesse sociale nelle deliberazioni di fusione. La giurisprudenza ha più volte avuto modo di affermare tale orientamento proprio con riferimento alla fattispecie descritta nel testo: cfr. Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, tra l'altro in *Foro it.*, 2001, I, c. 1932, con nota di L. NAZZICONE; Trib. Milano, 9 ottobre 2002,

fusione avrebbero titolo per impugnare, sia pure nei limiti fissati dall'art. 2504-*quater* c.c., la deliberazione di fusione, facendo valere l'incongrua determinazione del rapporto di cambio, vuoi sotto il profilo della errata valutazione dei patrimoni delle società partecipanti⁽¹²¹⁾, vuoi sotto il profilo della inesatta considerazione degli elementi "extra-patrimoniali" che costituiscono il frutto dell'equilibrio negoziale raggiunto tra le società partecipanti e riflessi nel rapporto stesso⁽¹²²⁾.

In tale contesto, inoltre, e principalmente rispetto a tale ultimo ordine di elementi "negoziali" di contenuto maggiormente discrezionale, potrebbero altresì aprirsi, ai soci pregiudicati dalla fusione, spiragli per l'impugnazione della deliberazione (o l'esperimento di un'azione risarcitoria nei confronti dei soci ritenuti responsabili) invocando un *comportamento abusivo* degli azionisti che hanno concorso, con voto determinante, all'approvazione dell'operazione⁽¹²³⁾.

Lo scenario descritto abbisogna di ulteriore approfondimento in relazione al problema dello "svuotamento" del voto e dell'assunzione, da parte del socio, di esposizione economica negativa nei confronti della società.

Un'osservazione preliminare riguarda la tesi secondo cui l'abuso del voto costituirebbe l'*unico* titolo di cui i soci, che si ritengano pregiudicati da un rapporto di cambio svantaggioso, disporrebbero per reagire alla condotta dell'*empty voter*, dovendosi, invece, escludere l'applicabilità dell'art. 2373 c.c.. Sembra a chi scrive che tale conclusione non sia del tutto coerente con l'orientamento – ormai, come veduto, maggioritario⁽¹²⁴⁾ – che individua nella crescita del valore della partecipazione l'unico possibile "denominatore comune" delle molteplici istanze (o meglio, interessi di natura sociale) di cui i soci sono portatori nelle società per azioni quotate e, quindi, l'unica possibile declinazione dell'interesse sociale collettivo.

Poiché è quest'ultimo, infatti, il termine di confronto per valutare la conformità di una scelta di modifica dell'organizzazione societaria, la pretesa di "isolare" la posizione della società da quella dei soci, affermando la neutralità dell'interesse sociale rispetto alla

tra l'altro in *Corr. giur.*, 2003, p. 206, con nota di G. LOMBARDI; Trib. Milano, 13 maggio 1999, tra l'altro in *Giur. it.*, 1999, p. 2105, con nota di P. MONTALENTI; Trib. Milano, 20 gennaio 1998, in *Giur. it.*, 1998, p. 1433; Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Riv. dir. comm.*, 1995, II, p. 349.

¹²¹ Meglio sarebbe dire: del loro valore globale, alla luce dei più recenti approdi della valutazione d'azienda. In argomento, sia pure in chiave critica, L.A. BIANCHI (nt. 92), p. 56 ss.

¹²² Sulla rilevanza di tali elementi – per così dire extra-patrimoniali – nella determinazione del rapporto di cambio e sulla problema della loro giustificazione nel progetto di fusione e nella relazione degli esperti *ex art. 2501-sexies* c.c., si vv. per tutti P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina della fusione*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 35; L.A. BIANCHI (nt. 92), pp. 48 s., 166 ss.; C. SANTAGATA (nt. 92), p. 325 ss.

¹²³ L'abuso sarebbe da invocarsi, naturalmente, in conseguenza di una violazione delle norme di correttezza endoassociativa *ex artt. 1175 e 1375* c.c. Per una approfondita disamina del tema dell'abuso della maggioranza in tema di fusione si vv. con visioni non coincidenti, A. VICARI (nt. 92), pp. 1 ss., 281 ss.; C. SANTAGATA (nt. 92), p. 480 ss.; L.A. BIANCHI (nt. 92), p. 56 ss.; F. GUERRERA (nt. 99), part. p. 262 ss. In giurisprudenza, si vv. le sentenze citate alla nt. 120. E v. sinteticamente, inoltre, proprio con riferimento al problema dell'*empty voting*, G. FERRARINI (nt. 1), p. 640 s.

¹²⁴ Cfr. *supra* note 93-97 e testo corrispondente.

vicenda della determinazione del rapporto di cambio, appare oggi artificiosa e influenzata da elementi istituzionalistici.

Al contrario, la preferibile prospettiva del realizzo della partecipazione sul mercato suggerisce di considerare l'interesse sociale in modo unitario, e cioè comprensivo tanto degli aspetti che riguardano le prospettive di crescita del *valore dell'impresa* condotta dalla società che partecipa all'operazione, quanto degli aspetti che riguardano la *determinazione comparativa* del valore della stessa società rispetto all'altra partecipante alla fusione. Del resto, il valore globale della partecipazione, per i soci dell'incorporanda, non si determina soltanto, in termini assoluti, in funzione del valore futuro dell'impresa condotta dalla società risultante dalla fusione, bensì, in termini relativi, anche in funzione del rapporto di cambio ⁽¹²⁵⁾.

È quindi dubitabile, ad avviso di chi scrive, che il rimedio previsto dall'art. 2373 c.c. sia davvero inoperante in caso di pregiudizio dei soci consumatosi in circostanze che si soliti ricondurre alla c.d. neutralità dell'interesse sociale

Accedendo, in ogni caso, all'opinione dominante, contraria all'applicazione dell'art. 2373 c.c. ai casi descritti in questo paragrafo, occorre soffermarsi su alcune peculiarità che potrebbero caratterizzare l'applicazione della dottrina dell'abuso del voto nei confronti di un socio portatore di interesse economico "negativo".

In proposito, meritano considerazione essenzialmente due aspetti. In primo luogo, la teoria dell'abuso del voto è solitamente applicata come rimedio all'esercizio scorretto del diritto da parte della *maggioranza* di soci in grado di controllare l'esito della deliberazione assembleare. Al contrario, l'investitore con esposizione negativa non partecipa, di regola, alla coalizione di controllo. Si tratta, infatti, di un socio di minoranza che presta opportunisticamente il proprio voto determinante a favore dell'opzione che appare meno favorevole per *tutti* i soci dell'emittente partecipato ⁽¹²⁶⁾.

L'osservazione non pare alterare significativamente l'inquadramento della questione. Come noto, anche i soci di minoranza, al pari dei soci che partecipano alla coalizione di controllo, sono tenuti al rispetto del dovere buona fede oggettiva nei confronti degli altri soci. Il punto, approfondito anche dalla dottrina straniera proprio con riferimento al tema dell'*empty voting* ⁽¹²⁷⁾, è stato ampiamente evidenziato dalla dottrina che ha studiato il tema dell'abuso della minoranza nel nostro ordinamento ⁽¹²⁸⁾. In linea di principio, quindi, la

¹²⁵ Per una conclusione in questo senso, cfr. D. PREITE (nt. 93), p. 153.

¹²⁶ Come dimostra la casistica esaminata nel precedente par. 2, gli investitori "negativi" sono per lo più investitori professionali (spesso, fondi speculativi) con partecipazioni determinanti, ma non di controllo nella società *target*.

¹²⁷ Si v. in particolare I. ANABTAWI - L. STOUT (nt. 1), part. p. 1294 ss., favorevoli a un'estensione dell'applicazione dei doveri fiduciari dei soci – finora assai restrittivamente interpretati in ambito nordamericano – ogniqualvolta si sia in presenza di esercizio del voto frutto di un'iniziativa opportunistica ed espressiva di conflitto di interesse.

¹²⁸ Si vedano, per tutti, A. PISANI MASSAMORMILE (nt. 113), *passim*; A. NUZZO, *L'abuso della minoranza*, Torino, 2003, *passim*. Con specifico riguardo all'abuso di minoranze *organizzate*, nell'impianto del t.u.f. e con riferimento ai diritti di *voice* ad esse attribuiti, cfr. A. MAZZONI (nt. 13), p. 499 ss.

circostanza dell'estraneità dell'*empty voter* alla coalizione di maggioranza non è di ostacolo all'applicazione dei principi di correttezza e buona fede dell'ambito dei rapporti societari.

Piuttosto, ciò che caratterizza la fattispecie dell'*empty voting* rispetto ai tradizionali casi di abuso della minoranza è la natura non “ostruzionistica” dell'iniziativa. Più precisamente, nel caso che ci occupa non si è in presenza di un socio (o coalizione di soci) intenzionato a ostacolare, con finalità ricattatorie, l'adozione di deliberazioni da parte dei soci di maggioranza; manca, in altri termini, la configurazione di un'azione di un gruppo di soci *in contrapposizione* ad altri (ciò che, del resto, accomuna l'abuso della minoranza alla più frequente ipotesi di abuso della maggioranza). La fattispecie del “voto negativo”, invece, vede tipicamente un socio sfruttare, con il proprio diritto di voto, una *preesistente* (e non da lui creata) situazione di divisione tra soci, di cui serve opportunisticamente per realizzare un'operazione speculativa personale ⁽¹²⁹⁾.

Si tratta, insomma, di un'insolita declinazione del dovere di correttezza dei soci, che conduce a interrogarsi sul *secondo*, più problematico aspetto: si può affermare di essere in presenza di esercizio *abusivo* del voto (cioè contrario al principio di correttezza e buona fede) in assenza dell'intento oppressivo od ostruzionistico tradizionalmente associato alla manifestazione dell'abuso stesso? Il punto è stato posto acutamente in luce da uno studioso, il quale si è domandato se il principio di correttezza e buona fede, la cui applicazione è generalmente sperimentata rispetto a manovre che vedono contrapposti tra loro blocchi di maggioranza e minoranza ben individuati, sia suscettibile di essere interpretato in modo così estensivo da implicare la repressione della semplice attitudine speculativa dei soci in questione, spesso inclini a una prospettiva di investimento “passeggera” ⁽¹³⁰⁾.

La risposta - per chi scrive - risiede, ancora una volta, nella individuazione del valore della partecipazione nell'emittente come parametro fondamentale (e unico) intorno al quale è possibile rinvenire la condivisione contrattuale di uno scopo comune tra i soci. Ogniqualvolta tra assunzione di interesse economico negativo ed esercizio del voto sussiste un legame di consequenzialità - e, dunque, il voto dell'investitore con esposizione negativa costituisce espressione consapevole di una decisione *sul complesso* della propria posizione di investimento -, l'interesse nei confronti del valore della partecipazione viene

¹²⁹ Anche F. GUERRERA (nt. 100), p. 296 s., sia pure ad altro proposito, evidenzia come un vizio “sostanziale” presente in una fusione possa oggettivamente avvantaggiare alcuni soci rispetto ad altri (in assenza, peraltro, di manovre abusive), ovvero essere il frutto di una manovra fraudolenta dei primi nei confronti dei secondi.

¹³⁰ F. DENOZZA (nt. 1), p. 37, anche se ipotizzando il più articolato caso di un *hedge fund* che, senza avere necessariamente esposizione economica negativa nei confronti dell'incorporanda, vota nell'assemblea di quest'ultima guidato «dagli interessi che ha al movimento dei prezzi dei titoli dell'incorporante» (si tratta della terza fattispecie individuata al principio del capitolo, di cui si tratta nei paragrafi seguenti). L'Autore afferma, problematicamente: «[c]omprimere i guadagni che l'*hedge fund* potrà ricavare da questa opportunità, o costringerlo a dividere questi guadagni con i soci dell'una o dell'altra società, significa, tra l'altro, disincentivare comportamenti che potrebbero aumentare l'efficienza del mercato».

apertamente negato, perché il voto non è esercitato nella prospettiva della valorizzazione delle azioni possedute.

Ora, si potrebbe sostenere che tale genere di scelta da parte di uno dei soci debba essere considerata insindacabile, sul presupposto dell'irrilevanza delle finalità per le quali viene esercitato il voto⁽¹³¹⁾, ovvero in base alla constatazione di uno sfibrarsi sempre più acuto, nei mercati azionari, dell'omogeneità tra gli interessi tra i soci⁽¹³²⁾, la quale renderebbe oltremodo difficile la distinzione (e il coordinamento) tra interessi "conformi a correttezza" e interessi "opportunistici". Così facendo, tuttavia, si finirebbe, probabilmente, per certificare l'indiretta eliminazione dell'unica (ma pregnante) dimensione che, in chiave contrattuale, permea di significato l'istituto del voto nelle società aperte e, indirettamente, sorregge l'intera organizzazione di governo societario che dal voto degli azionisti trae legittimazione.

In questo senso, la violazione del principio di correttezza va ravvisata nell'esercizio *insincero* del voto⁽¹³³⁾, che dissimula – cioè – le intenzioni di chi approfitti della compagine azionaria divisa e di una delibera dall'esito incerto per approvare una deliberazione che nelle sue aspettative (poi confermate nella realtà) avrà l'effetto di deprimere il valore delle azioni di cui è possessore, procurandogli un vantaggio di natura extrasociale (perché derivante da altri suoi investimenti). La conseguenza di tale comportamento dell'investitore altera quindi, all'evidenza, lo stesso significato contrattuale-organizzativo del voto, e piega l'esito della volontà assembleare al perseguimento di finalità individuali: e da ciò emerge la natura (parimenti) *contrattuale* della violazione posta in essere dal socio con esposizione economica negativa, la quale si avvicina, così, alle fattispecie "classiche" di abuso del diritto di voto⁽¹³⁴⁾.

¹³¹ V. in argomento F. GUERRERA (nt. 100), p. 104 ss.

¹³² V. ampiamente sul punto, con particolare riferimento agli istituti introdotti con la riforma del diritto societario, M. COSSU (nt. 63), p. 244 ss.; e v. già, rispetto alla differenziazione degli interessi dei gruppi di comando rispetto agli investitori di minoranza A. MAZZONI (nt. 13), p. 487 s.

¹³³ E v. infatti, nella stessa ottica, M.C. SCHOUTEN (nt. 1), p. 46 ss. datt.

¹³⁴ Porre in dubbio questa conclusione – come sembra fare Denozza nello scritto poc'anzi citato – significa aprire la strada a comportamenti che, lungi dal limitarsi a determinare un comprensibile affievolimento del «coordinamento» tra i soci di una società aperta (il cui rispetto è, nell'analisi dell'Autore, un aspetto fondamentale della *ratio* stessa del dovere di correttezza in ambito societario), finiscono per privare di giustificazione economico-razionale le regole di funzionamento dell'organizzazione societaria.

Naturalmente, la necessità, per il giudice, di accertare l'inadempimento del socio complica la questione sul piano della *prova*. Quest'ultima incombe evidentemente al socio, trattandosi di responsabilità contrattuale. In proposito, non è forse improprio ipotizzare – prescindendo dalle specificità delle singole fattispecie – che nel caso in cui il socio non sia in grado di apportare alcun elemento di fatto utile a dimostrare la propria buona fede nell'esercizio del voto (ad esempio, evidenziando che la presenza di posizioni "corte" sulle azioni deriva dall'adempimento di obbligazioni preesistenti, ovvero dimostrando la sussistenza di elementi a conferma della sua convinzione circa l'idoneità degli effetti della deliberazione impugnata a incidere positivamente sul valore globale delle partecipazioni) il giudice potrà ben porre a fondamento dell'accertamento dell'inadempimento del socio, *ex art. 2697 c.c.*, la semplice evidenza della sua esposizione negativa nei confronti dell'emittente.

4.5. (segue): *Ancora una valutazione in chiave di policy. Confronto con rimedi proposti in altri ordinamenti.* – Traendo le conclusioni in tema di voto con esposizione economica negativa, si può constatare che la soluzione accoglibile nel nostro ordinamento (almeno secondo la ricostruzione operata nei paragrafi che precedono) appare confortante e più equilibrata rispetto alle soluzioni proposte in altri ordinamenti.

Oltreoceano, in particolare, più di un autore ha incoraggiato l'adozione di un obbligo di astensione dal voto in capo ai soci negativamente esposti verso l'emittente ⁽¹³⁵⁾.

Orbene, rispetto a una norma di tipo *standard* come quella prevista all'art. 2373 c.c., il rimedio proposto negli Stati Uniti ha le sembianze di una *rule* ⁽¹³⁶⁾ che agisce in modo preventivo e che, in particolare, opera in assenza di qualsiasi "filtro" che corrisponda, nel nostro ordinamento, alla prova di resistenza e alla prova del danno potenziale.

In verità, quanto alla prova di resistenza, la differenza tra un divieto di voto e il rimedio dell'art. 2373 c.c. è più apparente che reale, dal momento che il dovere di astensione opererebbe in concreto come causa di invalidità della deliberazione soltanto qualora il voto espresso dal soggetto in violazione di tale dovere fosse in effetti determinante per il raggiungimento del *quorum* deliberativo ⁽¹³⁷⁾.

Più importante è il ruolo del filtro costituito dall'accertamento di un *danno potenziale* per la società. Alla luce dell'analisi sopra condotta, simile elemento di discrezionalità giudiziale (sia pure limitata alla luce dell'interpretazione corrente del concetto di potenzialità del danno) rende il rimedio vigente in Italia preferibile rispetto all'introduzione di un divieto secco di voto. Quest'ultimo, infatti, impedirebbe al giudice una valutazione in ordine agli effetti della deliberazione impugnata sulle prospettive della società (per quanto tale valutazione – come veduto – assuma, nel nostro ordinamento, piuttosto i caratteri di una "delibazione" condizionata da un ragionamento di tipo probabilistico). L'eliminazione di simile filtro avrebbe l'effetto di aumentare il rischio di contenziosi strumentali, nonché di creare un indesiderabile effetto di *overdeterrence* nei confronti di alcune categorie di investitori professionali ⁽¹³⁸⁾.

Analoga considerazione può svolgersi raffrontando un ipotetico divieto di voto, che agisce in modo indiscriminato, con il principio che sottopone il voto determinante espresso dal socio a un vaglio di legittimità in base ai criteri della correttezza e della buona

¹³⁵ Cfr. tra gli altri S. MARTIN - F. PARTNOY (nt. 1), part. p. 787 ss.; R. THOMPSON - P. EDELMAN (nt. 1), p. 152 ss.; con opinione più articolata, H.T.C. HU - B.S. BLACK, *Empty Voting II* (nt. 1), p. 697 ss.: «corporate law should intervene directly and bar voting in the extreme case of negative economic ownership» (*ivi*, p. 701), ipotizzando peraltro un'alternativa tra una presunzione relativa e una assoluta di conflitto di interessi. V. anche, sia pure con riserva, D. SKEEL, *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005, p. 28.

¹³⁶ Sulle caratteristiche di *rule* e *standard* nell'analisi economica delle regole proposta da L. Kaplow si rinvia a quanto richiamato *supra*, cap. 4, par. 11.

¹³⁷ In questo senso è anche l'esperienza del divieto di voto previsto dall'art. 2373, comma 1, c.c. prima della riforma del 2003.

¹³⁸ Si tratta di controindicazioni esaminate, per esempio, da I. ANABTAWI - L. STOUT (nt. 1), p. 1303 ss.

fede (v. *supra*, par. 4.4). In questo caso, anzi, la divergenza tra i due strumenti è più marcata, dal momento che l'applicazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. ai fini dell'annullamento della delibera e/o del risarcimento del danno comporta l'accertamento, da parte del giudice, di un *inadempimento* del socio rispetto a tali doveri: requisito che non si esaurisce nell'accertamento della mera esposizione economica negativa nei confronti delle azioni in proprio possesso, ma richiede – come detto – l'accertamento di un'effettiva violazione, da parte del socio, del principio di correttezza sottostante al vincolo societario.

In una prospettiva di potenziamento delle norme esistenti in Italia, appare invece importante ribadire, anche con riferimento al problema del “voto negativo”, l'opportunità di introdurre norme sulla trasparenza delle posizioni “corte” assunte dai soci più rilevanti⁽¹³⁹⁾. Tali norme svolgerebbero, principalmente, un indispensabile ruolo di supporto all'individuazione delle posizioni “a rischio”, sia a livello preventivo (preassembleare), sia al fine di consentire impugnative e verifiche giudiziali *ex post*. Secondariamente, la conoscenza circa la presenza di *empty voters* potrebbe influire sul processo di formazione della volontà degli altri soci, incentivati a calibrare il grado e le modalità di partecipazione alla deliberazione.

5. *Terza fattispecie: combinazione tra partecipazione in una pluralità di emittenti ed empty voting. Diversificazione degli investimenti e conflitto di interessi.* – Come ricordato, le operazioni che hanno portato il problema dell'*empty voting* all'attenzione della comunità finanziaria e della dottrina giuridica (segnatamente il caso Perry/Mylan Laboratories)⁽¹⁴⁰⁾ sono quelle in cui l'esercizio del diritto di voto in assenza di esposizione economica si è accompagnato al possesso di partecipazioni in una *pluralità* di emittenti quotati, portatori di istanze tra loro in conflitto. Sono esemplari, in proposito, tanto il caso di un investitore che possiede azioni in entrambe le società che partecipano a una fusione, quanto quello del fondo che, alla vigilia del lancio di un'opa, possiede sia azioni dell'offerente sia azioni della *target*.

Come evidenziato correttamente in dottrina, i due fattori di tale “combinazione” debbono essere tenuti distinti: da un lato vi è la questione della partecipazione, da parte del medesimo investitore, in una pluralità di emittenti quotati, dall'altro vi è il ricorso a strumenti derivati al fine di “svuotare” di interesse economico una di tali partecipazioni⁽¹⁴¹⁾.

Solo l'ultimo aspetto – esaminato nei paragrafi che precedono – è, in certa misura, nuovo al dibattito societario contemporaneo: e ciò, non tanto in relazione al *contenuto* del problema (la dissociazione tra proprietà e voto – si è detto – è problema ben presente, e da molto tempo, nella realtà societaria), bensì per le *forme* particolarmente vistose che esso assume.

¹³⁹ Cfr. *supra*, par. 3.4.

¹⁴⁰ Cfr. *supra*, par. 2.

¹⁴¹ Cfr. A. ZANONI (nt. 1), p. 9 s. datt.

Invece, la partecipazione in una pluralità di emittenti (aventi interessi tra loro in parte incompatibili) costituisce – almeno in prima analisi ⁽¹⁴²⁾ – una caratteristica naturale, se non addirittura essenziale, del profilo dell’investitore in società “aperte”: di altro non si tratta, infatti, che di un aspetto della *diversificazione* dell’investimento azionario ⁽¹⁴³⁾.

La diversificazione, come noto, costituisce un cardine della teoria finanziaria. Anzi, l’investimento in più di un emittente a scopo di diversificazione rappresenta un assunto fondamentale del più diffuso modello utilizzato per la determinazione stessa dei prezzi delle azioni quotate. Il c.d. *capital asset pricing model* postula, infatti, che il prezzo di un singolo emittente si determina *prescindendo* dal rischio specifico d’impresa ad esso collegato (*unsystematic* o *firm-specific*), dal momento che tale rischio *si assume* interamente eliminato attraverso la diversificazione ⁽¹⁴⁴⁾.

In linea di principio, la costruzione di un portafoglio diversificato di partecipazioni azionarie comporta pressoché inevitabilmente che l’investitore sia in possesso di azioni emesse da società i cui interessi sono, in via assoluta o relativa, *tra loro confliggenti*. Ad esempio, la scoperta di un’invenzione brevettabile da parte di un emittente può determinare al tempo stesso l’incremento del valore di tale impresa e la riduzione del valore di quelle concorrenti, pure esse presenti nel portafoglio del medesimo investitore ⁽¹⁴⁵⁾.

Fermandosi a questo dato, parrebbe insostenibile inferire da esso l’esistenza automatica di un conflitto di interessi non appena l’investitore diversificato si accinga a votare nell’assemblea di una delle società coinvolte da tale incompatibilità di interessi. Desta infatti molte perplessità l’idea di invocare l’applicazione della disciplina del voto in conflitto di interessi (o addirittura la violazione del principio di buona fede) laddove tale conflitto è il frutto dell’applicazione di una tecnica di riduzione del rischio (la diversificazione) intorno alla quale la stessa regolamentazione societaria e del mercato finanziario è orientata ⁽¹⁴⁶⁾.

¹⁴² Ma v. *infra*, par. 5.2.

¹⁴³ Nella letteratura nordamericana, la centralità della diversificazione nella teoria della finanza e le sue implicazioni giuridico-societarie sono evidenziate, ad es., da J.P. HAWLEY - A.T. WILLIAMS, *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Filadelfia, 2000, p. 3 ss. ove altri riferimenti. Da diversa prospettiva cfr. anche L. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI (nt. 1), p. 40 s.; G.W. DENT, *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, in 35 *Del. J. Corp. L.*, 2010, p. 97 ss.

¹⁴⁴ Cfr. per tutti ROSS E AA. (nt. 31), p. 413 ss.

¹⁴⁵ In finanza, il concetto è stato espresso soprattutto da R.G. HANSON - J.R. LOTT JR., *Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers*, in 31 *J. Fin. Quant. Anal.*, 1996, p. 43 ss.; e da R.H. GORDON, *Do Publicly Traded Corporations Act in the Public Interest?*, in 3 *Adv. Econ. Anal. Pol.*, 2003, p. 1 ss.

¹⁴⁶ V. anche, sul punto, *infra*, par. 5.2.

5.1. (segue): *Il ruolo degli strumenti derivati in combinazione con investimenti azionari diversificati.* – Eppure, l’affermazione di un conflitto di interessi nelle fattispecie in esame emerge, in modo più o meno esplicito, nella maggior parte degli studi sull’*empty voting* ⁽¹⁴⁷⁾.

Occorre, allora, chiedersi se la *combinazione* dei due elementi (investimento in una pluralità di emittenti e azzeramento del rischio derivante da uno di essi) sia idonea ad alterare la conclusione ora raggiunta. Se così fosse, si aprirebbe la strada per verificare se il voto espresso dagli investitori che si trovano in tale posizione possa essere sindacato sotto il profilo del conflitto di interessi o della violazione del dovere di correttezza e buona fede nei confronti degli altri soci.

Orbene, sembra a chi scrive che la combinazione tra *empty voting* ed esposizione nei confronti di una pluralità di emittenti effettivamente segnali una possibile *alterazione* del paradigma della “normale” diversificazione degli investimenti azionari.

Sul piano teorico – si è poc’anzi ricordato – la diversificazione ha la funzione di neutralizzare il rischio specifico legato all’investimento in singole imprese. Ebbene, il ricorso a tecniche di mitigazione del rischio alternative rispetto diversificazione – quali la copertura attraverso strumenti derivati (*hedging*) – parrebbe segnalare che, nonostante l’investimento in una pluralità di emittenti, il rischio collegato all’esposizione economica acquistata nei confronti di alcuni di essi (quelli cui si riferiscono i contratti derivati) non è stato effettivamente mitigato.

E infatti, l’esperienza ha dimostrato che i casi più vistosi e problematici di *empty voting* riguardano *blockholdings* di dimensioni particolarmente rilevanti (e per tale dimensione determinanti per l’esito delle deliberazioni dell’assemblea). In questi casi, il ricorso a strumenti derivati consente di ottenere un’attenuazione del rischio che non sarebbe altrimenti praticabile, per via della dimensione eccessiva delle partecipazioni oggetto di copertura, attraverso l’acquisto di azioni in altri emittenti.

Tale considerazione suggerisce all’interprete di abbandonare il paradigma della diversificazione: l’investimento in una pluralità di emittenti cessa di costituire strumento di mitigazione del rischio (diversificazione, appunto), per assumere le vesti di una scelta di investimento dell’azionista che si presta a essere analizzata con le lenti più familiari della disciplina sul conflitto di interessi. E ciò, quindi, con particolare riferimento all’ipotesi (occorsa nei più noti episodi di *empty voting*, come il caso Perry/Mylan) in cui ricorrono i seguenti elementi: (i) l’investitore possiede una partecipazione non diversificata nella società in cui viene espresso il voto; (ii) lo stesso possiede altresì una partecipazione (anch’essa) non diversificata in altra società, il cui interesse risulti in concreto assolutamente o relativamente incompatibile con quello del primo emittente partecipato; (iii) l’investitore ha coperto, mediante il ricorso a contratti derivati, il rischio economico legato al primo emittente, di guisa che l’esposizione economica netta dell’investitore è ora

¹⁴⁷ Con poche eccezioni, rappresentate dagli studiosi che tendono a ridimensionare la peculiarità del fenomeno dell’*empty voting* alla luce dei generali principi di diversificazione degli investimenti: cfr., nella letteratura giuridica, L. RIBSTEIN - B. KOBAYASHI (nt. 1), p. 40 ss.; e J.R. MACEY (nt. 1), p. 217; in finanza, A. KALAY - S. PANT (nt. 1), *passim*.

sbilanciata a favore del *secondo* emittente; il socio ha dunque, rispetto al primo emittente, nella cui assemblea è in procinto di votare, incentivi simili a quelli veduti nel par. 4 a proposito del caso di esposizione economica negativa⁽¹⁴⁸⁾.

Poiché tale complessa fattispecie, così ricostruita, presenta tratti analoghi a quella analizzata nei parr. 4 ss., è possibile argomentare, in termini simili, l'applicazione del rimedio previsto dall'art. 2373 c.c., nonché dei rimedi derivanti dall'applicazione del principio di buona fede oggettiva nei rapporti tra soci. In proposito, debbono peraltro essere svolte due considerazioni.

Una prima considerazione riguarda le modalità di applicazione dello *standard* previsto dall'art. 2373 c.c., quanto meno nelle fattispecie in cui si ritenga applicabile tale norma. Nel più complesso caso qui in esame, viene meno la *automaticità* nell'accertamento del conflitto che si era, invece, affermata con riferimento all'azionista che abbia direttamente assunto esposizione economica *negativa* nei confronti dell'emittente. In presenza di esposizione economica negativa, il socio si trova avvinto in un conflitto di interessi di natura assoluta (poiché, a fronte della riduzione marginale di valore di ciascuna azione, si verifica un pari arricchimento del socio "negativamente" esposto) e accertabile in astratto (poiché l'evidenza di un conflitto si trae dal mero riscontro della prevalenza di una posizione "corta" rispetto alla posizione "lunga", con riferimento alle azioni del *medesimo* emittente)⁽¹⁴⁹⁾.

Invece, nel caso di esposizione negativa attraverso il combinato ricorso al derivato e all'investimento in una pluralità di emittenti, l'esistenza di un conflitto richiede un accertamento caso per caso, alla luce del raffronto tra gli interessi *in concreto* perseguiti dalle due società partecipate dall'investitore in potenziale conflitto. L'esito di tale valutazione comparativa di interessi non è prevedibile *ex ante*, dal momento che essa presuppone una

¹⁴⁸ Si ipotizzi l'investimento, da parte del fondo X, in due società quotate A e B, il valore delle cui azioni è identico e pari a 1. Si assuma che la partecipazione di X sia in A che in B sia pari al 20 per cento. A, che non ha partecipazioni in B, ha promosso un'opa ostile su quest'ultima società. Una maggioranza degli azionisti di B (escluso X) ritiene l'offerta *value-increasing*, perché destinata ad accrescere il valore globale delle azioni di B, ed è quindi contraria a votare in favore di una misura difensiva (si assuma di essere in regime di *passivity rule* con applicazione dell'art. 104 t.u.f., e che il consiglio di amministrazione abbia a tale scopo convocato l'assemblea). Tuttavia, grazie al voto determinante di X, la proposta di misura difensiva viene accolta e A non riesce nell'intento di acquisire il controllo di B. Alla luce di quanto indicato nel testo, il voto di X potrebbe essere ritenuto in conflitto di interessi (e causa, quindi, di annullamento della deliberazione) qualora la sua posizione in B fosse anche solo parzialmente coperta attraverso un *equity swap* (o altro derivato con "delta" pari a uno). Assumendo infatti che, attesa la dimensione delle partecipazioni in A e in B, non sia possibile eliminare agevolmente tramite diversificazione del portafoglio il rischio *firm-specific* collegato a ciascuna di esse, la conclusione dell'*equity swap* relativo anche soltanto ad una parte della partecipazione in B determina una maggiore esposizione di X verso A rispetto a B.

Diversamente, qualora la partecipazione in A fosse pari al 20 per cento e quella in B al 40 per cento (sempre assumendo identità di valore delle azioni di A e di B), le condizioni indicate nel testo sarebbero soddisfatte soltanto ove l'*equity swap* coprisse almeno il 20 per cento delle azioni di B.

¹⁴⁹ Cfr. *supra*, par. 4.2.

complessa analisi delle ricadute dell'operazione sottoposta al voto sui due emittenti in cui l'*empty voter* ha investito.

Una volta accertato il conflitto, inoltre, sarà necessario verificare l'esistenza di un danno potenziale in capo alla società nella quale l'investitore in questione esprime il proprio voto: l'accertamento attiene – come già veduto – al concreto rischio che l'approvazione dell'operazione con il voto determinante del socio in conflitto possa deprimere il valore globale delle azioni dell'emittente. L'accertamento di un danno *effettivo* (e non meramente potenziale) sarà invece richiesto nell'eventuale giudizio di responsabilità promosso dai soci che impugnano la deliberazione nei confronti della società (ex art. 2377, comma 6) e/o dello stesso *empty voter* ⁽¹⁵⁰⁾⁽¹⁵¹⁾.

Il ragionamento conduce a una seconda considerazione, che evidenzia il ruolo, tutto sommato, non così preponderante dei derivati nell'ambito che ci occupa. Invero, l'analisi che precede porta a considerare ipotesi di conflitti di interessi derivanti dall'investimento (non diversificato) da parte dello stesso soggetto in più emittenti ⁽¹⁵²⁾. La conclusione di strumenti derivati, in fondo, accresce il divario “dissociativo” tra esposizione economica e voto, ma non muta uno schema già noto al diritto societario ben prima delle innovazioni rese possibili dall’“ingegneria finanziaria” dei derivati. Quest'ultima, senz'altro, aumenta l'entità dei ritorni finanziari dell'investitore in forza della sua posizione conflittuale e rende altresì possibili strategie di voto “opportunistiche” prima non percorribili con altrettanta

¹⁵⁰ Il complesso problema della titolarità dell'azione risarcitoria e dell'imputazione della responsabilità in presenza di una responsabilità deliberativa di un socio, nonché la questione del coordinamento tra le diverse possibili azioni, sono analizzati diffusamente da F. GUERRERA (nt. 100), p. 276 ss.

¹⁵¹ Più complessi ancora saranno i termini dell'analisi con riferimento alle situazioni in cui non sarebbe propriamente configurabile, seguendo la tesi accolta dalla dottrina maggioritaria, un conflitto di interessi dell'*empty voter* rispetto all'emittente: nelle situazioni, cioè, in cui la deliberazione è adottata *nella “neutralità”* dell'interesse sociale. È il caso – come veduto – in cui i soci dell'incorporanda siano chiamati a deliberare su un progetto di fusione complessivamente vantaggioso per le società partecipanti, il quale tuttavia stabilisca un rapporto di cambio sfavorevole ai soci dell'incorporanda. In tali circostanze, infatti, laddove si voglia riconoscere unicamente la possibilità di una violazione del dovere di buona fede da parte dell'*empty voter*, occorrerà dimostrare – al fine di ottenere l'annullamento della deliberazione, ovvero per far valere una responsabilità deliberativa del socio – che l'assetto di copertura dei rischi economici legato alla partecipazione rispetto alla quale il socio ha esercitato il voto, insieme con la composizione del portafoglio dell'investitore, costituiscano indizi di gravità e concordanza tali da costituire prova presuntiva dell'*insincerità* del voto esercitato dal socio (v. *supra*, par. 4.4). Con specifico riferimento alla responsabilità risarcitoria, poi, dovrà essere valutato il danno in concreto sofferto dai soci che convengano in giudizio la società e/o l'*empty voter* responsabile: sul coordinamento tra tali azioni cfr. ancora F. GUERRERA (nt. 100), p. 276 ss. (con particolare riferimento alle operazioni di fusione, cfr. p. 294 ss.).

¹⁵² Si tratta del semplice caso in cui il medesimo investitore è possessore di due partecipazioni in due emittenti quotati in concorrenza tra loro. La dimensione dei due investimenti non ne consente la diversificazione, sicché l'investitore è “esposto” al rischio *firm-specific* di entrambi. Assumendo che l'investimento nel primo emittente abbia dimensione superiore all'investimento nel secondo, lo spettro del conflitto di interessi è alle porte ogniqualvolta l'investitore si trovi a esercitare il proprio voto nell'assemblea del secondo, in quanto la decisione in tale circostanza è influenzata dalle ripercussioni che il voto avrà sul (più ingente) investimento nel primo emittente.

rapidità¹⁵³); ma non altera radicalmente i termini di una questione già in precedenza prospettabile e risolvibile sulla base dei rimedi esistenti.

In quest'ottica, ancora una volta, l'introduzione di un regime di *disclosure* delle posizioni "corte" possedute dagli investitori più rilevanti nell'imminenza di un voto assembleare avrebbe la funzione di rendere il pubblico consapevole circa rapidi mutamenti nell'esposizione economica dei soci rispetto a ciascun emittente.

Tuttavia, alla luce delle ragioni di cui si è detto, decisivi elementi depongono, anche in questo caso, a sfavore dell'introduzione di *rules* più drastiche, limitative dei diritti di voto di chi si trovi nella posizione di poter esercitare i voti "opportunistici" di cui si è discusso nel presente paragrafo. A dissuadere, in particolare, dall'adozione di simili divieti operanti *ex ante* è il fatto che tali strategie sono già sostanzialmente riconducibili a fattispecie tipiche contemplate e ben "collaudate" dal diritto societario vigente, nonché la necessità di operare, caso per caso, una valutazione comparativa degli interessi in gioco: ciò che sconsiglia l'adozione di divieti preventivi e conferma, invece, la validità degli *standard* attualmente vigenti, in quanto più adatti a fronteggiare tali situazioni¹⁵⁴.

5.2. *Aspetti meritevoli di ulteriore riflessione. Interesse sociale e massimizzazione del valore del portafoglio attraverso diversificazione e ricorso ai derivati.* – Se la riflessione appena condotta non induce ad invocare radicali mutamenti nella disciplina del diritto di voto nelle società quotate, essa

¹⁵³ Si faccia il seguente esempio. A e B, entrambe con azioni di valore pari a 1, partecipano a una fusione per incorporazione (*value decreasing* e con rapporto di cambio sfavorevole agli azionisti di B) che comporta, per l'incorporante A, un incremento pari a 0,1 del valore per azione, mentre, per gli azionisti dell'incorporata B, una riduzione del valore pari a 0,2 per ogni azione precedentemente posseduta. Se l'investitore X possiede partecipazioni (non diversificate) sia in A sia in B, sorgerebbero per X – in assenza di ricorso ai derivati – opportunità di guadagno da un voto "opportunistico" soltanto qualora la sua partecipazione in A sia più che doppia rispetto alla partecipazione in B (X è quindi neutrale alla fusione in caso di partecipazioni in A e B in rapporto di 2:1, mentre la fusione è per lui vantaggiosa qualora l'investimento in A sia superiore). Grazie alla sottoscrizione dal lato "corto" di un *equity swap* sulle azioni di B, invece, X può ricavare profitto dalla fusione anche qualora il rapporto tra le partecipazioni in A e in B sia pari a 2:1 o inferiore. Nel caso limite della copertura dell'intera partecipazione in B, X è in grado di profittare dalla fusione anche soltanto qualora acquisti un numero di azioni A il cui apprezzamento complessivo post-fusione (0,1 per azione) sia appena superiore al costo di sottoscrizione del derivato.

¹⁵⁴ La conclusione raggiunta nel testo appare giustificata anche alla luce di un'analisi basata sulle tesi di Kaplow: da un lato, l'esigenza di definire *ex ante*, normativamente, le caratteristiche dell'*empty voting* vietato (: con strumenti derivati?, con altri strumenti di copertura?, anche in assenza di strumenti di copertura?, in presenza di quale grado di diversificazione tra le partecipazioni interessate?) richiederebbe l'elaborazione di una *rule* presumibilmente molto complessa, che comporterebbe, in capo a investitori ed emittenti, costi di *compliance* così significativi da annullare i benefici di semplicità che, in quest'ambito, si è soliti riconoscere alle norme di tipo *rule* (sulla questione dei costi di *legal advice*, in relazione alla complessità delle norme cfr. L. KAPLOW, *Rules versus Standard: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L.J.*, 1992-1992, p. 586 ss.); dall'altro, la molteplicità di circostanze e strumenti diversi con cui può manifestarsi il fenomeno dell'*empty voting* e, corrispondentemente, la bassa frequenza con cui esso si manifesta in ciascuna tipologia di tali circostanze rende norme di tipo *standard* naturalmente più adatte, rispetto a norme *rule-like*, a disciplinare il fenomeno (cfr. *ivi*, p. 562 ss.).

rende tuttavia più attuale e incalzante la riflessione su due aspetti tra loro legati: in primo luogo, il rapporto tra il concetto di interesse sociale e l'esigenza dei soci di mitigare il rischio del proprio investimento; in secondo luogo, la considerazione di possibili benefici di cui la collettività degli investitori può godere in conseguenza di politiche di voto "opportunistiche" del tipo riscontrato nel caso Perry/Mylan, analizzate nei paragrafi 5 e 5.1.

Prendendo le mosse dal primo aspetto, occorre volgere nuovamente l'attenzione a quanto sopra anticipato ⁽¹⁵⁵⁾ a proposito della difficile riconciliazione tra il concetto di interesse sociale, come rappresentato dalla più recente riflessione giuridica (e cioè, essenzialmente, in funzione del c.d. *shareholder value*), e un principio fondamentale della teoria finanziaria, quale la diversificazione degli investimenti azionari (con i suoi corollari).

In linea di principio, anche se si accetta la teoria che identifica l'interesse comune dei soci con la massimizzazione del valore delle azioni (v. *supra*, par. 4.1), occorre prendere atto che la normale presenza, nell'azionariato delle società quotate, di investitori diversificati non permette (a differenza di quanto avviene nelle società "chiuse") di considerare il voto in conflitto di interessi quale ipotesi eccezionale e patologica nella dinamica assembleare; al contrario, l'esigenza di conciliare concezione dell'interesse sociale in funzione dello *shareholder value* e principio di diversificazione ci impone di considerare il conflitto di interessi quale ipotesi coesistente all'investimento diversificato.

In effetti, come intuibile e anche analiticamente dimostrato in finanza ⁽¹⁵⁶⁾, un investitore con un portafoglio di titoli azionari diversificati aspira alla massimizzazione *del valore del portafoglio stesso*: obiettivo, quest'ultimo, che tende a divergere da quello della massimizzazione del valore di *ciascuna* delle azioni presenti nel portafoglio stesso. Invero, l'obiettivo della massimizzazione del valore del portafoglio suggerisce all'investitore di appoggiare, in ciascun emittente, le sole deliberazioni degli emittenti che riducano l'impatto negativo sul valore di azioni emesse da altri emittenti presenti nel portafoglio. L'obiettivo di massimizzazione del valore del portafoglio favorirebbe, in sostanza, politiche di "internalizzazione" delle esternalità reciprocamente prodotte tra le imprese quotate.

Orbene, alla luce di quanto veduto, la ragione che impedisce di censurare il voto espresso da un azionista diversificato sotto il profilo del conflitto di interessi non è soltanto pratica (*i.e.* la difficoltà che il voto eventualmente esercitato da un investitore diversificato possa risultare davvero determinante per l'esito della decisione, nonché la difficoltà di accertare effettivamente un conflitto in capo all'investitore in possesso di un portafoglio diversificato di titoli)⁽¹⁵⁷⁾.

¹⁵⁵ Cfr. parr. 4 e 5.

¹⁵⁶ Cfr. R.G. HANSON - J.R. LOTT JR. (nt. 145), p. 43 ss.; con tesi ripresa da R.H. GORDON (nt. 145), p. 1 ss.

¹⁵⁷ Né sarebbe agevole sostenere che il conflitto presente *a livello di portafoglio* dell'investitore non si traduca in conflitto (tra socio e società) rilevante ai sensi dell'art. 2373 c.c. per il mero fatto della diversificazione, la quale renderebbe l'investitore indifferente all'esito del voto esercitato in ciascuno degli emittenti presenti nel suo portafoglio. Il perseguimento di politiche di massimizzazione del valore del

Vi è, altresì, una ragione teorica. Essa si radica nella constatazione che la presenza di investitori diversificati costituisce un portato ineliminabile della quotazione di un emittente sul mercato: l'ingresso di tale genere di azionisti discende, infatti, dalla scelta di apertura dell'impresa al finanziamento sul mercato del capitale di rischio e non può considerarsi elemento espungibile da esso.

Detto in termini più familiari al dibattito sul conflitto di interessi nel nostro ordinamento, l'interesse alla massimizzazione del valore del portafoglio (di cui l'azionista diversificato è *naturaliter* portatore) non può essere considerato "extrasociale", poiché dipende, in definitiva, dalla scelta dell'emittente di fare ricorso al mercato (158).

5.3. (segue): *La questione dei possibili benefici collettivi del ricorso all'empty voting.* – A questo punto, però, ritornando all'oggetto di questo studio, vi è da chiedersi se il ruolo via via crescente che i contratti derivati azionari ricoprono tra le tecniche di mitigazione del rischio di investimento (*hedging*) non ci induca ad estendere la considerazione appena svolta anche *oltre* l'ambito della tradizionale diversificazione realizzata attraverso l'investimento in una pluralità di emittenti. Dobbiamo cioè ritenere che l'innovazione finanziaria finisca per alterare il concetto stesso di interesse sociale?

Si entra qui nel *secondo* ambito di riflessione indicato in precedenza.

Una risposta affermativa al quesito potrebbe discendere dall'osservazione che, dopotutto, sia la diversificazione, sia il ricorso ai derivati costituiscono strumenti orientati al medesimo obiettivo della mitigazione del rischio *firm-specific*. In proposito, anzi, si è da più parti posto in evidenza che l'innovazione finanziaria consente oggi agli investitori il perseguimento di politiche di massimizzazione del portafoglio anche prescindendo dal paradigma tradizionale della diversificazione (159). Il benessere collettivo, secondo questa visione, profitterebbe dalla possibilità che, per questa via, siano approvate operazioni che, seppur svantaggiose per la singola società, sono vantaggiose sul piano del *surplus*

portafoglio evidenzia precisamente il contrario, e cioè il fatto che l'investitore non è indifferente all'esito del voto (che ha scelto di esercitare): egli ha, semplicemente, un obiettivo di massimizzazione non necessariamente coincidente con quello del valore di *ciascuna* delle azioni presenti nel suo portafoglio.

¹⁵⁸ A maggior ragione, non si può probabilmente affermare che il voto espresso da un azionista diversificato nel perseguimento di un interesse non convergente con quello della massimizzazione del valore del singolo emittente possa costituire una violazione del dovere di buona fede. Tra i soci di una società che si rivolge al mercato del capitale di rischio, tale principio non può assumere caratteri così stringenti da porsi in contrapposizione con l'obiettivo di investimento di un azionista-tipo, intorno al quale la stessa struttura e disciplina del mercato finanziario è stata concepita. In questo senso appare condivisibile l'osservazione di chi (F. DENOZZA (nt. 1), p. 32 ss.) evidenzia la necessità di "modulare" il principio di correttezza e buona fede anche in funzione del grado di apertura della società nei confronti del mercato. Tuttavia, come già si è tentato di porre in rilievo, la conclusione è diversa allorché l'investitore si collochi al di fuori del paradigma della diversificazione, e il voto divenga occasione per trarre opportunisticamente vantaggio (non a favore della massimizzazione del valore del portafoglio diversificato nel suo complesso) bensì a favore del valore di singoli investimenti – non diversificati – in altre società quotate.

¹⁵⁹ È la tesi di L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, (nt. 1), p. 67 ss.

complessivo, secondo una concezione dell'efficienza che richiama il modello di Kaldor-Hicks ⁽¹⁶⁰⁾.

Si pensi a una fusione che comporta sinergie significative per le società partecipanti, ma prevede un rapporto di cambio svantaggioso per i soci di una delle società. Il *focus* sull'interesse "atomistico" delle singole società (*i.e.* interesse sociale inteso come massimizzazione del valore delle azioni di ciascuna delle partecipanti isolatamente considerata) e la conseguente concentrazione dei rimedi giuridici a tutela dei soci in tale prospettiva (rimedi "reali" e "obbligatori" a tutela di una corretta determinazione del rapporto di cambio) porterebbero a impedire la realizzazione di tale operazione. Sarebbero così favoriti i soci *non diversificati* che hanno investito soltanto in una delle società partecipanti; al contempo, però, sarebbero pregiudicati i guadagni che la fusione apporterebbe dal punto di vista del benessere complessivo.

In quest'ottica – argomentano alcuni fautori di una liberalizzazione del "voto opportunistico" – concedere la massima libertà di voto ad *empty voters* attenti alla massimizzazione del proprio portafoglio favorirebbe l'efficienza del sistema e non dovrebbe essere, pertanto, un obiettivo ostacolato dal diritto societario ⁽¹⁶¹⁾.

Orbene, si è già dato conto dell'evoluzione del diritto societario delle società quotate – e dello stesso concetto di interesse sociale – nel senso di una accentuata considerazione degli aspetti legati al mercato finanziario. Secondo chi scrive, tale evoluzione impone, come si è detto, che la disciplina del conflitto di interessi del socio e dei doveri "fiduciari" di questi nei confronti degli altri soci non possa declinarsi in modo incompatibile con il paradigma dell'investitore diversificato, che costituisce elemento ineliminabile (e, anzi, cardine) del mercato azionario.

Tuttavia, non pare che la "finanziarizzazione" del concetto di interesse sociale possa spingersi fino ad accogliere un principio efficientistico di questo tipo, che scardinerebbe, di fatto, la ben consolidata concezione "atomistica" dell'interesse sociale. E ciò per le ragioni seguenti.

Per un verso, se l'evidenziazione di aspetti efficientistici dell'*empty voting* può rappresentare una provocatoria risposta a reazioni eccessivamente severe nei confronti del fenomeno, non può certo affermarsi che tali pratiche assicurino in ogni circostanza o nella maggioranza dei casi il perseguimento di obiettivi di efficienza. In effetti, l'ipotesi di un investitore esposto nei confronti di più emittenti, il quale utilizzi i derivati per massimizzare il valore del proprio portafoglio, può *occasionalmente* rendere possibili

¹⁶⁰ Per la distinzione tra i diversi modelli di efficienza, cfr. AA. VV., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999, p. 23 ss.

¹⁶¹ Cfr. ancora L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, (nt. 1), p. 38 ss. Lo spunto è ripreso – parrebbe adesivamente – anche da F. DENOZZA (nt. 1), p. 37, e da M.C. SCHOUTEN (nt. 1), p. 49 ss. datt. V. anche, in senso analogo, J.R. MACEY (nt. 1), p. 214 ss. *Contra*, R.B. THOMPSON - B.H. EDELMAN (nt. 1), p. 155 s., sulla base di argomenti che respingono l'efficienza *à la* Kaldor-Hicks come parametro alla base dell'istituto del voto nella società per azioni: «voting occurs by companies, not by transactions, and the franchise is limited to shareholders because the law has decided that each corporation is best served by focusing on its own stock price, not overall social welfare».

operazioni efficienti dal punto di vista del *surplus* collettivo, come nell'esempio poc'anzi proposto. Ma si tratterà, appunto, di occasioni che dipendono dalla specifica composizione del portafoglio dell'investitore stesso. E invece, come si è più volte messo in luce, può ben darsi il caso di fondi speculativi in grado, attraverso lo *hedge completo* di una partecipazione, di trarre profitto da operazioni tanto svantaggiose per l'emittente partecipato, quanto inefficienti per il sistema. Uno scrutinio giudiziale del voto espresso diviene, dunque, indispensabile elemento di discernimento anche in una prospettiva meramente efficientistica.

Per altro verso, è discutibile che il modello proposto dai critici della regolamentazione dell'*empty voting* sia compatibile con l'azionariato caratteristico della maggior parte delle società quotate dell'Europa continentale, dove è spesso preponderante – tra coloro che possiedono partecipazioni rilevanti – la presenza di soci *non diversificati*, siano essi appartenenti al gruppo di comando o soci di minoranza. Tali soggetti, evidentemente, sarebbero pregiudicati dall'eliminazione della possibilità di un controllo giudiziale sul voto espresso da investitori che esercitano un voto strategico in conflitto di interessi.

Più in particolare, la prevalenza di soci orientati ad una considerazione “atomistica” dell'interesse sociale sembra giustificare la conservazione dell'assetto attuale della disciplina del conflitto di interessi, almeno in considerazione di due aspetti.

In primo luogo, il venir meno di una tutela del valore della partecipazione incentrato sulla considerazione del singolo emittente, in favore di una disciplina che guarda unicamente al “sistema” nel suo complesso, scoraggerebbe il ricorso al mercato del capitale rischio da parte delle società per azioni che intendano così finanziare la propria attività di impresa. Ciò si porrebbe in contrasto con uno degli obiettivi di fondo della regolamentazione societaria e finanziaria dal dopoguerra ad oggi nel nostro paese e in Europa.

In secondo luogo, una accentuazione esasperata dei profili finanziari della partecipazione azionaria – nella direzione indicata dalle tesi qui criticate – condurrebbe a una frammentazione totale del concetto di interesse sociale, che sarebbe svuotato di ogni contenuto e portato a “dissolversi” nella sola considerazione dell'efficienza complessiva del sistema.

6. *Considerazioni di sintesi.* – Il presente capitolo si è soffermato sulla questione dell'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti di società quotate che, ricorrendo alla sottoscrizione di contratti derivati, hanno annullato, in tutto o in parte, l'esposizione economica collegata alla partecipazione in loro possesso o, in casi estremi, hanno assunto rispetto ad essa un'esposizione economica negativa (c.d. *empty voting*).

A tale riguardo, si è proposto di superare l'analisi unitaria finora solitamente condotta sul problema dello “svuotamento” del voto. Si è tentato, in particolare, di dimostrare come il fenomeno evidenzi tre fattispecie meritevoli di separata considerazione, sia pure in vista di una valutazione complessiva della questione.

Analizzando la fattispecie più semplice, che riguarda chi riduce o annulla l'esposizione economica nei confronti di un pacchetto azionario assumendo posizioni “corte” su

derivati, si posto in luce come essa realizzi un fenomeno di sdoppiamento tra “proprietà economica” dell’azione e diritto di voto che risulta accomunabile, sul piano funzionale, a numerosi altri casi di divaricazione tra rischio e potere sui quali si è concentrato il dibattito societario più recente.

In proposito, si è veduto come appaia difficilmente percorribile, sia *de iure condito* sia in una prospettiva di *policy*, l’ipotesi di applicazione di rimedi drastici (si pensi a un divieto di voto) intesi a evitare che l’*empty voter* concorra a formare la volontà assembleare. Del resto, i più recenti sviluppi della riflessione intorno al principio “un’azione, un voto” hanno dimostrato la difficoltà e, sotto molti aspetti, la indesiderabilità di interventi in quest’ambito.

Rimane aperta, allora, in primo luogo, la prospettiva dell’introduzione di obblighi di trasparenza che rendano i soci e il pubblico degli investitori edotti circa l’esistenza del rischio di *empty votes*: di tale intervento normativo si è evidenziata l’opportunità, anche per ragioni di coerenza con gli obblighi di pubblicità già previsti in ambiti contigui dalla disciplina comunitaria e statale vigente.

In secondo luogo, sul piano dei rimedi societari, la condotta di un *empty voter* appare adeguatamente sindacabile sotto il profilo di istituti e rimedi contemplati dal diritto societario vigente: segnatamente il conflitto di interessi del socio e la conformità del comportamento di questi ai doveri di correttezza e buona fede nei confronti degli altri soci.

L’applicazione di tali rimedi è stata quindi più attentamente vagliata con riferimento alla seconda e alla terza fattispecie di “svuotamento” del voto.

Con riguardo alla seconda fattispecie, che riguarda il caso di un socio che assuma esposizione economica negativa nei confronti dell’emittente, si è proposta una ricostruzione che contempla l’applicazione dell’art. 2373 c.c. ogniqualvolta l’*empty voter* sia stato determinante per l’esito della deliberazione assembleare. In particolare, si è tentato di dimostrare, da un lato, che gli incentivi economici derivanti in capo all’azionista in conseguenza dell’acquisto di esposizione economica negativa rispetto alla partecipazione si pongono *per definizione* in rapporto di incompatibilità assoluta (e, dunque, *di conflitto*) con l’interesse sociale: si è aderito, infatti, all’orientamento secondo cui quest’ultimo, almeno nelle società quotate, deve essere ricostruito alla stregua di interesse alla valorizzazione della partecipazione in vista del suo realizzo sul mercato finanziario, e cioè facendo riferimento al valore globale attuale delle azioni quotate. Da altro lato, l’assunzione di esposizione negativa nei confronti della società costituisce il frutto di una scelta di investimento *personale* dell’azionista, come tale estranea al novero degli interessi sociali del socio e, pertanto, suscettibile di essere sindacata agli effetti dell’art. 2373.

A partire da tali presupposti, analizzando in particolare le deliberazioni di fusione e in materia di difese nei confronti di opa ostili (cioè quelle in occasione delle quali si sono più frequentemente riscontrati i fenomeni in esame), si è ritenuto che esse siano annullabili in conseguenza dell’intervento di un *empty voter* qualora vi sia il ragionevole pericolo che la deliberazione approvata sia idonea a ridurre il valore (attuale) globale delle azioni.

Seguendo il medesimo paradigma, si è tentato di declinarlo nei casi, più problematici, in cui non è agevole determinare, *ex ante*, l'attitudine di una deliberazione a ridurre il valore globale delle azioni, ovvero qualora la deliberazione sia approvata “nella neutralità” dell'interesse sociale. A tale ultimo riguardo, sia pure proponendo una critica della tesi che ritiene non applicabile il rimedio dell'art. 2373 c.c., si è argomentato in ordine alla possibilità di reprimere condotte di *empty voting* anche sotto il profilo della buona fede oggettiva.

Infine, si è analizzata la terza fattispecie di *empty voting*, nella quale l'azionista non si limita a eliminare il rischio collegato alla partecipazione con cui esercita il voto, bensì acquista altresì una seconda partecipazione in altra società, il cui interesse risulti in concreto incompatibile con quello del primo emittente (segnatamente, l'acquisto di partecipazioni sia nell'incorporante sia nell'incorporate, ovvero nella società che ha promosso l'opa e nella sua *target*). Anche in questi casi si è argomentata la possibilità di applicare il rimedio previsto dall'art. 2373 c.c. e di invocare la violazione dei doveri di correttezza e buona fede, sia pure in seguito a valutazioni comparative di interessi più complesse rispetto all'ipotesi di esposizione economica negativa, dal momento incompatibilità degli interessi facenti capo ai due emittenti deve essere accertata in concreto e non risulta *in re ipsa* come nel caso di conflitto derivante da esposizione economica negativa.

Peraltro, l'esame di quest'ultima fattispecie induce a interrogarsi su questioni più generali, che riguardano l'“adattamento” della concezione di interesse sociale con cui si è confrontato il dibattito dottrinale anche più recente, nonché del dovere di buona fede dei soci, alle società aperte.

In proposito, sotto il primo aspetto, si è evidenziata la crescente difficoltà di riconciliare, da un lato, una concezione di interesse sociale prevalentemente orientata al valore globale della *singola* partecipazione azionaria e, dall'altro, l'esigenza dell'azionista di società quotata di massimizzare il valore di un *portafoglio* azionario diversificato, senza che l'espressione del voto sia inficiata dallo spettro del conflitto di interessi.

In particolare, si è messa in luce la difficoltà di applicare le norme sul conflitto di interessi del socio e del principio di buona fede oggettiva nel contesto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio: in tale contesto, il già ricordato interesse alla valorizzazione del portafoglio individuale di investimenti rende difficile rinvenire un terreno comune di condivisione delle scelte societarie tra i soci, rispetto al quale vagliare la conflittualità degli interessi e il rispetto dei doveri di correttezza dei soci. E il problema – di cui l'*empty voting* costituisce in realtà soltanto una “spia” – è tanto avvertito quanto più si considerino i benefici, in termini di efficienza complessiva del sistema che, almeno secondo talune correnti di pensiero, possono derivare dalla prevalenza delle esigenze speculative individuali (massimizzazione del portafoglio) rispetto al perseguimento (atomistico) degli interessi dei singoli emittenti quotati.

La conclusione cui si è pervenuti tende a negare che l'insorgenza di tali esigenze speculative dei soci e la loro meritevolezza sul piano del benessere collettivo possa giungere a scardinare la norme che tutelano il perseguimento dell'interesse sociale dei singoli emittenti. Invero, come dimostrato dai più clamorosi episodi di *empty voting*,

l'apporto efficientistico di simili pratiche è solo occasionale. Inoltre, tali episodi, nel nostro sistema capitalistico, finiscono per ledere la posizione degli azionisti non diversificati e pregiudicano, più in generale, la convenienza del ricorso al mercato del capitale di rischio da parte delle imprese.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Bologna, 1999
- AA. VV., *Diritto societario comparato*, trad. it. a cura di L. Enriques, Bologna, 2006.
- AA. VV., *La legge per la tutela del risparmio e il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: i dati empirici più rilevanti*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, p. 113 ss.
- AA. VV., *Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations*, *Rock Center for Corporate Governance Paper Series No. 90*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- ABRIANI N., *Il divieto di patto leonino*, Milano, 1994.
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA.VV., *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, p. 231.
- ABRIANI N., *L'assemblea*, in AA. VV., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, p. 433.
- ACCINNI G.P., *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di agiotaggio c.d. "manipolativo"*, on *Riv. soc.*, 2006, p. 56 ss.
- ADMATI A.R. - PFLEIDERER P. - ZECHNER J., *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in *102 J. Pol. Econ.*, 1994, p. 1097 ss.
- AGOSTINELLI R., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, I, p. 112 ss.
- ALLEN & OVERY, *An Introduction to the Documentation of OTC Derivatives*, 2002, disponibile sul sito 'www.isdadocs.org'.
- AMIHUD Y. - KAHAN M. - SUNDARAM R., *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, in *59 J. Fin.*, 2004, p. 1325 ss.
- AMOROSINO S. - RABITTI BEDOGNI C., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.
- ANABTAWI I. - STOUT L., *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *60 Stan. L. Rev.*, 2007-2008, p. 1255 ss.
- ANELLO P. - RIZZINI BISINELLI S., *Ancora sul leasing di titoli azionari*, in *Società*, 2000, p. 1312 ss.
- ANGELICI C., *Sull'inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dott. comm.*, 1985, I, p. 123 ss.
- ANGELICI C., *Commento all'art. 2352*, in *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in *Commentario al codice civile* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.
- ANGELICI C., *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 249 ss.

- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.
- ANGELICI C., *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, vol. 1, p. 3 ss.
- ANGELICI C., *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 45 ss.
- ANGELILLIS A. - MOSCA C., *Considerazioni sul recepimento della tredicesima direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto e sulla posizione espressa nel documento della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1106 ss.
- ANGELILLIS A. - VITALI M.L., *Commento all'art. 2351*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 370 ss.
- ANNUNZIATA F., *Commento all'art. 91*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 1 ss.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- ANNUNZIATA F., *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 584 ss.
- ARMOUR J. - SKEEL D. JR., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Distinction of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in *95 Geo. L.J.*, 2006-2007, p. 1727 ss.
- ASCARELLI T., *Il negozio indiretto e le società commerciali*, Milano, 1952.
- ASHURST, *Use of CFDs in Public M&A*, 2004, disponibile sul sito 'www.ashurst.com'.
- AYRES I. - BANKMAN J., *Substitutes for Insider Trading*, in *54 Stan. L. Rev.*, 2001-2002, p. 235 ss.
- AYRES I. - CHOI S.J., *Internalizing Outsider Trading*, in *101 Mich. L. Rev.*, 2002-2003, p. 313 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, *38 U. Fla. L. Rev.*, 1986, p. 35 ss.;
- BAINBRIDGE S.M., *Insider Trading: An Overview*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di B. Bouckaert e G. De Geest, Cheltenham, 2000, voce 5650.
- BARCELLONA E., *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di correttezza*, Milano, 2004.
- BARTALENA A., *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10*, Torino, 1993, p. 219 ss.
- BASTUCK B. - KOENIG C., *The Concept of 'One Share – One Vote' in EC Company Law*, in *Butterworths J. Int'l Bank. Fin. L.* 1991, p. 179 ss.
- BEBCHUK L.A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in *35 Stan. L. Rev.*, 1982, p. 23 ss.

- BEBCHUK L.A., *Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. L.*, 1987, p. 911 ss.
- BEBCHUK L.A., *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits of State Competition in Corporate Law*, in 105 *Harv. L. Rev.*, 1991-1992, p. 1435 ss.
- BEBCHUK L.A. - KRAAKMAN R. - TRIANTIS G.G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, a cura di R.M. Morck, Chicago, 2000, p. 296 ss.
- BEBCHUK L.A. - HAMDANI A., *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, in 96 *Nw. U. L. Rev.*, 2001-2002, p. 489 ss.
- BECHT M. (a cura di), *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, rapporto dello European Corporate Governance Network, Bruxelles, 1997.
- BECHT M. - RÖELL A., *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, in 43 *Eur. Econ. Rev.*, 1999, p. 1049 ss.
- BECHT M. - MAYER C., *Introduction*, in F. BARCA - M. BECHT (a cura di), *The Control of Corporate Europe*, Oxford, 2001, p. 1 ss.
- BECHT M. E AA., *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in 22 *Rev. Finan. Stud.*, 2009, p. 3093 ss.
- BECHT M. E AA., *Hedge Fund Activism in Europe*, *ECGI Working Paper Series No. 283/2010*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- BELLI F. - ROVINI C., *Riporto (contratto di)*, in *Dig. it., sez. comm.*, vol. XII, Torino, 1996, p. 541 ss.
- BERGER D.J. - MURRAY K.M., *As the Market Turns: Corporate Governance Litigation in the Age of Stockholder Activism*, in 5 *NYU J. L. & Bus.*, 2009, p. 207 ss.
- BERTACCINI D., *To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes*, in 31 *Cardozo L. Rev.*, 2009, p. 267 ss.
- BETHEL J. E AA., *Block Share Purchases and Corporate Performance*, in 53 *J. Fin.*, 1998, p. 605 ss.
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1956.
- BETTON S. E AA., *Corporate Takeovers*, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, a cura di E.B. Espen, Amsterdam, 2008, p. 191 ss.
- BIANCA C.M., *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 1984.
- BIANCHI D'ESPINOSA L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu e F. Messineo, da L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, vol. XXXV, tomo 2, Milano, 1969.
- BIANCHI L.A., *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 506 ss.

- BIANCHI L.A., *Note introduttive sulla nozione di controllo ex art. 23 T.U.*, in *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di U. Morera e A. Nuzzo, Milano, 1996, vol. 1, p. 161 ss.
- BIANCHI L.A., *Commento all'art. 105*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 312 ss.
- BIANCHI L.A., *Commento all'art. 109*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 429 ss.
- BIANCHI L.A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.
- BISHOP S.R., *Pre-bid Acquisitions and Substantial Shareholder Notices*, in 16 *Australian Journal of Management*, 1991, p. 1 ss.
- BLACK B.S., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.*, 1991-1992, p. 811 ss.
- BLACK B.S., *Corporate Law and Residual Claimants*, 2001, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Sezione V: Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2005.
- BOZUCK A. - AMEZIANE LASFER M., *The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange*, in 40 *J. Finan. Quant. Anal.*, 2005, p. 621 ss.
- BRAGANTINI S., *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, 2005, disponibile sul sito 'www.lavoce.info'.
- BRATTON W.T., *Hedge Fund and Governance Targets*, in 95 *Geo. L.J.*, 2006-2007, p. 1375 ss.
- BRAV A. E AA., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 64 *J. Fin.*, 2008, p. 1729 ss.
- BRAV A. E AA., *The Returns to Hedge Fund Activism*, 2008, disponibile sul sito 'www.ecgi.org'.
- BRAV A. - MATHEWS R.D., *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- BRIGGS T.W., *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, in 32 *J. Corp. L.*, 2006-2007, 681 ss.
- BRIOLINI F., *Pegno, usufrutto e sequestro di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Torino, 2006, p. 659 ss.
- BRIS A., *Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Being Acquired*, in 8 *J. Corp. Fin.*, 2002, p. 227 ss.
- BRUDNEY V., *Insiders, Outsiders, and Information Advantages Under the Federal Securities Law*, in 93 *Harr. L. Rev.*, 1979, p. 322 ss.
- BRUSCO S. - PANUNZI F., *Non fermate quelle opa*, 2008, disponibile sul sito 'www.lavoce.info'.
- BULOW J. E AA., *Toeholds and Takeovers*, 107 *J. Pol. Econ.*, 1999, p. 427 ss.

- BURKHART M. E AA., *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, in 112 *Quart. J. Econ.*, 1997, p. 693 ss.
- BURKHART M. - LEE S., *The One Share - One Vote Debate: The Theory*, in 12 *Rev. Fin.*, 2008, p. 1 ss.;
- BURKHART M. - PANUNZI F., *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini e aa., Oxford, 2008, p. 737 ss.
- CACCHI PESSANI S., *Violazione dell'obbligo di Opa e risarcimento del danno*, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 496 ss.
- CAGNASSO O., *Il riporto*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 8, Torino, 1984.
- CAGNASSO O., *Azioni di società*, in *Dig. it., sez. comm.*, II, Torino, 1987, *ad vocem*.
- CALANDRA BUONAURO V., *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 101 ss.
- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999.
- CAMPAGNA F., *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962.
- CAMPOBASSO G.F., *Commento all'art. 120*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 2, p. 976 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, Diritto delle società* (a cura di M. Campobasso), Torino, 2006.
- CAPALDO G., *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, p. 587 ss.
- CAPALDO G., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999.
- CAPRIGLIONE F., *Gli swap come valori mobiliari*, in *BBTC*, 1991, p. 792 ss.
- CAPUTO NASSETTI F., *I contratti finanziari derivati*, Milano, 2007.
- CARDINALE E., *Commento all'art. 104 t.u.f.*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, vol. 2, p. 3155 ss.;
- CARIOTA FERRARA L., *I negozi fiduciari*, Padova, 1933.
- CARLTON D.W. - FISCHER D.R., *The Regulation of Insider Trading*, in 35 *Stan. L. Rev.*, 1983, p. 857 ss.
- CARNEY W.J. - SILVERSTEIN L.A., *The Illusory Protection of the Poison Pill*, in 79 *Notre Dame L. Rev.*, 2003, p. 101 ss.
- CARRARO L., *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1948.
- CARRIÈRE P., *Le operazioni di portage azionario. Tra proprietà temporanea e proprietà economica*, Milano, 2008.
- CEREDI R., *Se il mercato non ha notizie*, 2005, disponibile sul sito 'www.lavoce.info'.

- CERRAI A. - MAZZONI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 1 ss.
- CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 668 ss.
- CHOI S.J. - FISCH J.E., *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, in 61 *Vand. L. Rev.*, 2008, p. 315 ss.
- CHOI S.J. - PRITCHARD A.C., *Securities Regulation: Cases and Analysis*, New York, 2008.
- CLIFFORD C., *Value Creation or Destruction: Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *J. Corp. Fin.*, 2008, p. 323 ss.
- CIRCENTI G., *I contratti in frode alla legge*, Milano, 1996.
- CIRENEI M.T., *Commento all'art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, tomo I, Roma, 2010, p. 757 ss.
- CLARK R.C., *Vote Buying and Corporate Law*, in 29 *Case West. L. Rev.*, 1979, p. 776 ss.
- CLARK R.C., *Corporate Law*, New York, 1986.
- COASE R.H., *The Nature of the Firm*, in 4 *Economica*, 1937, p. 386 ss.
- COFFEE J.C. JR., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 717 ss.
- COFFEE J.C. JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 1277 ss.
- COFFEE J.C. JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2007-2008, p. 229 ss.
- COFFEE J.C. JR., *Regulators need to shine a light on derivatives*, in *Financial Times*, 30 giugno 2008, p. 9.
- COHEN J., *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, in 45 *Harv. J. on Legis.*, 2008, p. 237 ss.
- COLEMAN J.L., *Rules and Social Facts*, in 14 *Harv. J. L. & Pub. Pol'y*, 1991, p. 703 ss.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, 2007, SEC(2007) 1705, reperibile 'www.europa.eu'.
- CORSO S., *La pubblicità dell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008.
- CONSOB, *Position Paper in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*, 2009, disponibile sul sito 'www.consob.it'
- CONSOB, *Position Paper in tema di short selling*, 2009, disponibile sul sito 'www.consob.it'.
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

- COSTI R., *Prime note esegetiche in tema di società di intermediazione mobiliare*, in *Dir. banc.*, 1992, I, p. 149 ss.;
- COSTI R., *I patti parasociali*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno di studi, Santa Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998, p. 113 ss.
- COSTI R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313 ss.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- COSTI R. - ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004.
- COTTINO G., *Del riporto. Della permuta. Artt. 1548-1555*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1966.
- COTTINO G., *Diritto commerciale. Le società*, vol. I, tomo 2, Padova, 1999.
- COTTINO G. - DESANA E., *Opera obbligatoria e responsabilità: con qualche considerazione a latere*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1315 ss.
- CRISCUOLI G., *Brevi riflessioni sull'intestazione fiduciaria*, in *Riv. not.*, 2005, p. 1445 ss.
- CURRAN L. - TURITTO F., *Fiat/Ifil: The Securities Law Implications for Equity Derivatives*, in *JIBFL*, 2006, p. 298 ss.
- D'ALESSANDRO F., *I titoli di partecipazione*, Milano, ed. provv., 1968.
- D'ALESSANDRO F., *Partecipazioni reciproche, società controllate e società collegate*, in *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, p. 52 ss.
- D'ALESSANDRO F., *La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, 1986, I, p. 327 ss.
- D'AMICO G., *Libertà di scelta del tipo contrattuale e frode alla legge*, Milano, 1993.
- DAVIDOFF S.M., *Defining the Spirit of 13(d)*, in *DealBook*, 2008, disponibile sul sito 'dealbook.blogs.nytimes.com'.
- DAVIES P., *The Take-Over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in K. Hopt - E. Wymeersch (a cura di), *European Insider Dealing*, Londra, 1991, p. 243 ss.
- DAVIES P., *Principles of Modern Company Law*, Londra, 1997.
- DAYAN M.D. - RAW G.A., *OTC Equity Derivatives: Hedging Transactions and Equity Swaps*, in *Advanced Swaps & Other Derivatives, PLI Corp. L. Prac. Course Handbook Series No. 14074*, 2008, p. 19 ss.
- DE ANGELIS L. - GAGGERO P., *Società fiduciarie*, in *Contr. e impr.*, 2003, p. 940 ss.
- DE GENNARO G., *Il negozio giuridico indiretto*, in *Temi emiliana*, 1939, II, p. 41 ss.

- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, 2010, in *RDS*, 2010, p. 311 ss.
- DEMSETZ H., *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, p. 375 ss.
- DEMSETZ H. - LEHN K., *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, in 93 *J. Pol. Econ.*, 1985, p. 1155 ss.
- DEMSETZ H. - VILLALONGA B., *Ownership Structure and Corporate Performance*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2001, p. 209 ss.
- DENOZZA F., *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, p. 317 ss.
- DENOZZA F., *"Rules vs. Standards" nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni "virtuali"*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 327 ss.
- DENOZZA F., *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 9 ss.
- DENT G.W., *The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism*, in 35 *Del. J. Corp. L.*, 2010, p. 97 ss.
- DESANA E., *Opa e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano 2003.
- DESANA E., *Il caso Sai Fondiaria: ancora tre decisioni attendendo la Cassazione*, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 123 ss.
- DI CHIO G., *Gestione fiduciaria di patrimoni mobiliari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 159 ss.
- DIALTI F., *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006, p. 428 ss.
- DIMUNDO F., *Commento all'art. 2504-bis, comma 1*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, p. 813 ss.
- DIVER C.S., *The Optimal Precision of Administrative Rules*, in 93 *Yale L.J.*, 1983-1984, p. 65 ss.
- DONAHUE S.M., *Lessons Learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and Proposal for Reform*, in 4 *Brook. L. Corp. Fin. & Com. L.*, 2010, p. 221 ss.
- DONATIVI V., *Commento all'art. 2341-bis*, in *Società di capitali*, Commentario diretto da G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, vol. I, p. 155 ss.
- EASTERBROOK F.H., *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges and the Production of Information*, in *Sup. Ct. Rev.*, 1981, p. 309 ss.
- EASTERBROOK F.H., *Derivative Securities and Corporate Governance*, in 69 *U. Chi. L. Rev.*, 2002, p. 733 ss.

- EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harv. L. Rev.*, 1980-1981, p. 1167 ss.
- EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. Econ.*, 1983, p. 395 ss.
- EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 669 ss.
- EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1991.
- EDELMAN P.H., *On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem*, in 31 *J. Legal Stud.*, 2002, p. 327 ss.
- EHRlich I. - POSNER R.A., *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal Stud.*, 1974 p. 257 ss.
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo e tutela dell'investitore. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Bologna, 2002.
- ENRIQUES L., *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization or Rent Seeking?*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini e aa., Oxford, 2004, p. 767 ss.
- ENRIQUES L., *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- ENRIQUES L., *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 657 ss.
- ENRIQUES L., *Transparency Obligations for Listed Companies: Scope for the Modernization of the Transparency Directive?*, intervento tenuto l'11 giugno 2010 alla Conferenza della Commissione Europea (lucidi disponibili sul sito 'www.consob.it').
- ENRIQUES L. - GATTI M., *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, 2007, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- EREDE M., *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?*, *CLEA 2009 Annual Meeting Paper*, 2009, sul sito 'www.ssrn.com'.
- FAMA E., *Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. Fin.*, 1970, p. 383 ss.
- FERRAN E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004.
- FERRARA F., *Della simulazione dei negozi giuridici*, Roma, 1922.
- FERRARINI G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, p. 27 ss.
- FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10**, Torino, 1993, p. 3 ss.
- FERRARINI G., *Share, Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, in *Company Law Reform in OECD Countries: A Comparative Outlook of Current Trends*, Stoccolma, 2000;

- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462 ss.
- FERRARINI G., *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 43 ss.
- FERRARINI G., *"Un'azione - un voto": un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 24 ss.
- FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, Milano, 2007, vol. II, p. 629 ss.
- FERRARINI G. - GIUDICI P. - SAGUATO P., *La trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled: un contributo al dibattito*, in *SFEF*, 2010, p. 123 ss.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1987.
- FERRI G., *Partecipazione rilevante*, in *Enc. dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, *ad vocem*.
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, p. 67 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Art. 9, comma 1° e 2°, l. 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *BBTC*, 1986, I, p. 425 ss.
- FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1993.
- FIDRMUC J. E AA., *Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*, in *61 J. Fin.*, 2006, p. 2931 ss.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure of Contracts for Difference (Consultation and Draft Handbook Text)*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.gov.uk'.
- FISCH J., *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, in *31 J. Corp. L.*, 2005, p. 637 ss.
- FISCHEL D.R., *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, in *57 Tex. L. Rev.*, 1978-1979, p. 1 ss.
- FISCHER-APPELT D., *Implementation of the Transparency Directive – Room for Variation Across the EEA*, in *2 CMLJ*, 2007, p. 133 ss.
- FISHMAN M.J. - HAGERTY K.H., *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, *23 Rand. J. Econ.*, 1992, p. 106 ss.;
- FOIS C., *L'interesse sociale tra teorie dello sviluppo dell'impresa e teoria del rischio. L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 153 ss.
- FORD C. - LIAO C., *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in *33 Seattle U.L. Rev.*, 2009-2010, p. 889 ss.;
- FOX M. E AA., *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence*, in *102 Mich. L. Rev.*, 2003, p. 331 ss.

- FOX M., *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in 109 *Colum. L. Rev.*, 2009, p. 237 ss.
- GALGANO F., *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 357 ss.;
- GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, da L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2002.
- GAMBARO A., *I trusts e l'evoluzione del diritto di proprietà*, in *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1997, p. 57 ss.
- GAMBARO A., *Il diritto di proprietà*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu e F. Messineo, da L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 1995.
- GAMBARO A., *Appunti sulla proprietà nell'interesse altrui*, in *Trusts*, 2007, p. 169 ss.
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987.
- GAMBINO A., *L'interesse sociale e il voto in assemblea, L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 67 ss.;
- GAMBINO A. - SANTOSUOSSO D.U., *Società di capitali*, Torino, 2007.
- GATTI S., *L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969.
- GATTI S., *Commento all'art. 2352*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, tomo I, Roma, 2010, p. 279 ss.
- GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2003.
- GEENS C. - CLOTTENS C., *One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*, in *The European Company Law Action Plan Revisited: Reassessment of the 2003 Priorities of the European Commission*, a cura di K. Geens e K. Hopt, Louvain, 2010, p. 145 ss.
- GENOVESE A., *Commento all'art. 2373*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, tomo I, Roma, 2010, p. 757 ss.
- GHEZZI F., *Commento all'art. 2353*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 511 ss.
- GIACOBBE G., *La frode alla legge*, Milano, 1968.
- GIANNELLI A., *Commento all'art. 120*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 772 ss.
- GIANNELLI A. - NOTARI M., *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 52 ss.

- GILLAN S.L. - STARKS L.T., *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective*, University of Delaware Working Paper Series 2003-01, 2003, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- GILSON R.J. - BLACK B.S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, 1995.
- GILSON R.J. - BLACK B.S., *The Law and Finance of Corporate Acquisitions - 1999 Supplement*, New York, 1999.
- GILSON R.J. - KRAAKMAN R.R., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, p. 549 ss.
- GILSON R.J. - WHITEHEAD C.K., *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, in 108 *Colum. L. Rev.*, 2008, p. 231 ss.
- GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010.
- GIUDICI P., *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 490 ss.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GIULIANI F.M., *Intestazione fiduciaria e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 177 ss.
- GORDON R.H., *Do Publicly Traded Corporations Act in the Public Interest?*, in 3 *Adv. Econ. Anal. Pol.*, 2003, p. 1 ss.
- GOSHEN Z., *Voting (Sincerely) in Corporate Law*, in 5 *Theoretical Inquiries L.*, 2005, p. 1 ss.
- GRASSETTI C., *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, p. 345 ss.
- GRASSETTI C., *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 794 ss.
- GRAZIANI A., *Nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 621 ss.
- GRECO P. - COTTINO G., *Della vendita. Artt. 1470-1547*, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1981.
- GREENE E. E AA., *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, New York, 2004.
- GREENWOOD R. - SCHOR M., *Investor Activism and Takeovers*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- GROSSMAN S.J. - HART O.D., *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in 11 *Bell J. Econ.*, 1980, p. 42 ss.
- GROSSMAN S.J. - HART O.D., *One Share - One Vote and the Market for Corporate Control*, in 20 *J. Fin. Econ.*, 1988, p. 175 ss.
- GROSSMAN S.J. - STIGLITZ J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in 70 *Am. Econ. Rev.*, 1980, p. 393 ss.

- GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse per della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007.
- GUCCIONE A.V., *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2007.
- GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 181 ss.
- GUERRERA F., *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- GUGLIELMUCCI L., *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884 ss.
- HANSON R.G. - LOTT J.R., *Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers*, in *31 J. Fin. Quant. Anal.*, 1996, p. 43 ss.
- HAWLEY J.P. - WILLIAMS A.T., *The Rise of Fiduciary Capitalism*, Filadelfia, 2000.
- HÉRTIG G. - MCCAHERY J.A., *Optional Rather Than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, in *ECFR*, 2006, 341 ss.
- HIRSHLEIFER D. - TITMAN S., *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, in *98 J. Pol. Econ.*, 1990, p. 295 ss.;
- HOLDERNESS C.G. - SHEEHAN D.P., *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*, in *14 J. Finan. Econ.*, 1985, p. 555 ss.
- HU H.T.C., *Risk, Time and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, in *38 U.C.L.A. L. Rev.*, 1990-1991, p. 277 ss.
- HU H.T.C., *New Financial Products, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare*, in *69 Tex. L. Rev.*, 1991, p. 1273 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, *61 Bus. Law.*, 2006, p. 1011 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *79 S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership*, in *13 J. Corp. Fin.*, 2007, p. 343 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, in *14 Europ. Fin. Man.* 2008, p. 663 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, in *The M&A Lawyer*, 2008, 4 ss.
- HU H.T.C. - BLACK B.S., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *156 U. Pa. L. Rev.*, 2008, p. 625 ss.
- HUDSON A., *The Law on Financial Derivatives*, Londra, 2006.

- HULL J., *Options, Futures and Other Derivative Securities*, Upper Saddle River (NJ), 1993.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO), *Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers*, 2009, sul sito 'www.iosco.org'.
- INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, INC. (ISDA), *User's Guide to the 2002 ISDA Equity Derivatives Definitions – 2003 Edition*, New York, 2003.
- INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contr. Impr.*, 1988, p. 597 ss.
- ISS EUROPE, ECGI, SHERMAN & STERLING LLP, *Report on the Proportionality Principle in European Union*, COM(2003) 284, 2007, reperibile sul sito 'www.europa.eu'.
- JAEGER P.G., *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968.
- JAEGER P.G., *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 201 ss.
- JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss.
- JAFFE F.C., *Special Information and Insider Trading*, in 47 *J. Bus.*, 1974, p. 410 ss.
- JENSEN M.C. - MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in 3 *J. Finan. Econ.*, 1876, p. 305 ss.
- KAHAN M., *Securities Law and the Social Cost of Inaccurate Stock Pricing*, in 41 *Duke L. J.*, 1991-1992, p. 977 ss.
- KAHAN M. - ROCK E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss.
- KAHAN M. - ROCK E.B., *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in 96 *Geo. L. J.*, 2009, p. 1227 ss.
- KALAY A. - PANT S., *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- KAPLOW L., *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L.J.*, 1992-1993, p. 557 ss.
- KARMEL R.S., *Voting Power Without Responsibility or Risk – How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?*, Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 149, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- KHACHATURYAN A., *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, in 8 *EBOR*, 2007, p. 335 ss.
- KHASINA E., *Disclosure of "Beneficial Ownership" of Synthetic Positions in Takeover Campaigns*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2009, p. 904 ss.
- KLEIN A. - ZUR E., *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *J. Fin.*, 2009, p. 208 ss.
- KLEIN W.A. - COFFEE J.C. JR., *Business Organization and Finance*, New York, 2007.

- KOROBIN R.B. - ULEN T.S., *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in 88 *Cal. L. Rev.*, 2000, p. 1051 ss.
- KRAWIEC K.D., *Derivatives, Corporate Hedging, and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller Forty Years Later*, in *U. Ill. L. Rev.*, 1998, p. 1039 ss.
- LA PORTA R. E AA., *Law and Finance*, in 106 *J. Pol. Econ.*, 1998, p. 1113 ss.
- LA PORTA R. E AA., *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, p. 471 ss.
- LA PORTA R. E AA., *What Works in Securities Laws*, in 61 *J. Fin.*, 2006, p. 1 ss.
- LAMANDINI M., *Capitale di rischio, capitale di debito e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 2000, p. 355 ss.
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LAURINI F., *Commento agli artt. 2368-2369*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Assemblea*, a cura di A. Picciau, 2008, p. 79 ss.
- LAW R.T., *The Derailment of Section 13(d) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(d) Disclosure*, in 59 *Cath. U. L. Rev.*, p. 259 ss.
- LEE M., *Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2007, p. 883 ss.
- LELE P.P. - SIEMS M.M., *Shareholder Protection: A Leximetric Approach*, in 17 *JCLS*, 2007, p. 17 ss.
- LEMMA V., *Fiat equity swap: comunicazioni al pubblico e responsabilità dell'autorità di vigilanza*. Nota a Cfr. App. Torino, 23 gennaio, 2008, in *Mondo bancario*, 2008, 4, p. 43 ss.
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHDR. Appunti introduttivi*, Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, disponibile sul sito 'www.associazione preite.it'.
- LEVIN E.G., *Stealth Swaps, Stale Pills and Mystery Non-Voting Shareholders. Examining a Loophole on Ownership and Disclosure*, in *New York L. J.*, 2008, disponibile sul sito 'www.law.com/jsp/nylj'.
- LIBERTINI M. - MIRONE A. - SANFILIPPO P.M., *Commento all'art. 2347*, in *Commentario romano alla riforma delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, tomo I, Roma, 2010, p. 241 ss.
- LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 86 ss.
- LIEW C.H., *Disclosure Requirements for Purely Cash-Settled Derivatives*, in *H.K. Law*, 2000, p. 59 ss.
- LIPARI N., *Il negozio fiduciario*, in *Studi di diritto civile*, Milano, 1964, vol. II, p. 402 ss.
- A. LOLLI, *Commento all'art. 1 (Società controllate e collegate)*, in *Normativa su bilancio e bilancio consolidato*, Commentario a cura di A. Maffei Alberti, E. Bocchini e L.A. Bianchi, in *NLCC*, 1996, p. 201 ss.
- LUPOI A., *L'interposizione finanziaria*, Milano, 2008.

- M. SIEMS, *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge, 2008.
- MACEY J.R., *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, in 15 *Cardozo L. Rev.*, 1994, p. 909 ss.
- MACEY J.R., *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008.
- MACEY J., *Regulation and Scholarship: Constant Companions or Occasional Bedfellows?*, in 26 *Yale J. on Reg.*, 2009, p. 89 ss.
- MACEY J.R. - NETTER J.M., *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 65 *Wash. U.L.Q.*, 1987, p. 131 ss.
- MACRÌ E., *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, 2007.
- MAHONEY P.G., *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, in 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, p. 1047 ss.
- MALBERTI C., *Study on Italian Tender Offers 1998-2007*, 2008, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- MANNE H.G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in 64 *Colum. L. Rev.*, 1964, p. 1427 ss.
- MANNE H.G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966.
- MANNE H.G., *In Defense of Insider Trading*, in 44 *Harv. L. Rev.*, 1966, p. 113 ss.
- MANNE H.G., *Insider Trading and the Administrative Process*, in 35 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1967, p. 473 ss.
- MANNE H.G., *Insider Trading and Property Rights in New Information*, in 4 *Cato J.*, 1985, p. 933 ss.
- MANNE H.G., *The Corporate Democracy Oxymoron*, in *The Wall Street Journal*, 2 gennaio 2007.
- MARCHETTI C., *La "Nexus of Contracts" Theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000.
- MARCHETTI P., *Commento all'art. 3*, in *Testo coordinato l. 5 agosto 1981, n. 416 e l. 30 aprile 1983, n. 137 (disciplina delle imprese editrici e provvidenze per l'editoria)*, Commentario a cura di N. Lipari e P. Marchetti, in *NLCC*, 1983, p. 464 ss.
- MARCHETTI P., *Appunti sulla nuova disciplina della fusione*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 17 ss.
- MARCHETTI P., *D. Lgs. 58/98. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in *Società*, 1998, p. 557 ss.
- MARCHETTI P., *Osservazioni sui profili societari della bozza di T.U. sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 140 ss.
- MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 562.
- MARCHETTI P., *La risposta normativa agli scandali finanziari*, in *Giorgio Ambrosoli e Paolo Baffi. Due storie esemplari*, a cura di A. Porta, Milano, 2010, p. 21 ss.
- MARTIN S. - PARTNOY F., *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 ss.

- MAVIGLIA R., *Commento all'art. 120*, in *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 638 ss.
- MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 485 ss.
- MCCONNELL J. E. AA., *Changes in Equity Ownership and Changes in the Market Value of the Firm*, CEPR Discussion Paper, No. 4411, 2004, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 434 ss.
- MENGONI L., *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, p. 5 ss.
- MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, vol. XVII, Torino, 2002.
- MESSINEO F., *Impugnativa della delibera di fusione e interesse dei singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 220 ss.
- MIKKELSON W.H. - RUBACK R.S., *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, in 14 *J. Fin. Econ.*, 1985, p. 523 ss.
- MINERVINI G., *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 771 ss.
- MIOLA M., *Commento all'art. 21*, in *Il testo unico della finanza*, vol. 1, p. 158 ss.
- MIOLA M., *Commento all'art. 24*, in *Il testo unico della finanza*, cit., vol. 1, p. 213 ss.
- MOERITZ D., *Equity Derivatives, Economic Ownership, and Hidden Voting Power: Should We Allow People to Game Ownership Disclosure?*, dattiloscritto inedito consultato per cortesia dell'Autore.
- MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002.
- MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008.
- MONTALENTI P., *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1995.
- MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. 4, tomo 2, Padova, 2004.
- MONTALENTI P., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 975 ss.
- MONTALENTI P., *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano 2010, p. 81 ss.
- MONTALENTI P. - BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010, vol. II, p. 1805 ss.
- MORELLO A., *Scalate ostili e misure difensive: dalla direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Società*, 2010, p. 159 ss.

- MORELLO U., *Fiducia e negozio fiduciario: dalla "riservatezza" alla "trasparenza"*, in *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1997, p. 79 ss.
- MORELLO U., *Frode alla legge*, Milano 1969.
- MORELLO U., *Il problema della frode alla legge rivisitato*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 17 ss.
- MOSCA C., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. Note a margine del caso Sai-Fondiaria, ivi*, 2007, p. 1290 ss.
- MOSCA C., *Internal dealing e corporate governance*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 669 ss.
- MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *BBTC*, 1999, I, p. 745 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *L'attuazione della direttiva Opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 448 ss.
- MUCCIARELLI F.M., *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*, in *BBTC*, 2009, I, p. 382 ss.
- MUCCIARELLI G., *Commento all'art. 93*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 1999, p. 33 ss.
- NANNI L., *L'interposizione di persona*, Padova, 1990.
- NARDI S., *Frode alla legge e collegamento negoziale*, Milano, 2006.
- NATHAN M., *CSX: Opportunities and Implications for Companies and Activist Investors*, in *PLI Corp. L. Prac. Course Handbook Series* (PLI Order No. 18744), 2009, p. 653 ss.
- NOBILI R. - VITALE M., *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Milano, 1975.
- NOTARI M., *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, 1996.
- NOTARI M., *Commento all'art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 1100 ss.
- NOTARI M., *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano 2004, p. 117 ss.
- NOTARI M., *Commento all'art. 2346, commi 1-5*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 3 ss.
- NUZZO A., *L'abuso della minoranza*, Torino, 2003.
- OKAMOTO K.S., *Rereading Section 16(b) of the Securities Exchange Act*, in *27 Ga. L. Rev.*, 1992-1993, p. 183 ss.

- ONADO M., *Un anno di governo: mercato finanziario*, 2009, disponibile sul sito 'www.lavoce.info'.
- OPPO G., *Recensione a Carraro. Il negozio in frode alla legge*, in *Riv. dir. comm.*, 1944, I, p. 179 ss.
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali fra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, p. 517 ss.
- OPPO G., *Sulla "tipicità" delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 483 ss.
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 7 ss.
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, p. 57 ss.
- OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, p. 715 ss.
- ORESTANO A., *Schemi alternativi*, in *Formazione*, in *Trattato del contratto* diretto da V. Roppo, Milano, 2006, p. 175 ss.
- PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 155 ss.
- PAGANO M. - PANUNZI M. - ZINGALES L., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'OPA, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 152 ss.
- PAGNONI E., *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, tomo II, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2004, p. 1077 ss.
- PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS, *Dealings in Derivatives and Options. Part I: Disclosure Issues*, 2005, disponibile sul sito 'www.thetakeoverpanel.org.uk'.
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 2*, Torino, 1992, p. 301 ss.
- PARTNOY F., *ISDA, NASD, NASD, CFMA and NYSD: The Four Horsemen of Derivative Regulation?*, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- PELTIER F. - MAISON-BLANCHE C., *Déclarations de franchissement de seuils. La solution française en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés*, in *Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2009, p. 1509 ss.
- PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *BBTC*, 1995, II, p. 82 ss.
- PERRONE A., *Osservazioni a Trib. Milano 21 febbraio 1995 (ord.) e Trib. Milano 11 maggio 1995 (ord.)*, in *tema di applicabilità agli swaps della legge 2 gennaio 1991, n. 1*, in *BBTC*, 1996, II, p. 447 ss.
- PERRONE A., *Gli accordi di close-out netting*, in *BBTC*, 1998, I, p. 51 ss.
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

- PICCIAU A., *Commento all'art. 122*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, p. 822 ss.
- PICCIAU A., *Commento agli artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Costituzione-Conferimenti*, a cura di M. Notari, Milano, 2007, p. 323 ss.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Minoranze. "Abusi" e rimedi*, Torino, 2004.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.
- POLI S., *Commento all'art. 2352*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005.
- PORTALE G.B., *Fiducia «romanistica» e «prevalenza della sostanza sulla forma» nel bilancio bancario d'esercizio*, in *BBTC*, 2001, I, p. 356 ss.
- PORTALE G.B., *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *RDS*, 2007, p. 2 ss.
- PREITE D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, p. 171 ss.
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3**, Milano, 1993, p. 3 ss.
- PREITE D., *L'«abuso» della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, p. 476 ss.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP, *Survey on Contracts for Difference*, in FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Disclosure of Contracts for Difference - Consultation and draft Handbook text*, 2007, disponibile sul sito 'www.fsa.gov.uk'.
- PRITCHARD A.C., *United States v. O'Hagan: Agency Law and Justice Powell's Legacy for the Law of Insider Trading*, in *78 B.U. L. Rev.*, 1998, p. 13 ss.
- PRITCHARD A.C., *Tender Offers by Controlling Shareholders: The Specter of Coercion and Fair Price*, in *1 Berkeley Bus. L. J.*, 2004, p. 83 ss.
- PUGLIATTI S., *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 451 ss.
- RABITTI BEDOGNI C., *L'interposizione di persona nel mercato finanziario*, in *I trusts in Italia oggi*, a cura di I. Beneventi, Milano, 1996, p. 257 ss.
- RAGUSA MAGGIORE G., *Riporto (contratto di)*, in *Enc. dir.*, vol. XL, Milano, 1989, *ad vocem*.
- RECINE F., *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, in *La riforma dei mercati finanziari dal Decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Milano, 1998, p. 391 ss.
- REGOLI D., *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996.

- REGOLI D., *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 792 ss.
- RESCIGNO P., *Appunti sulle "clausole generali"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 1 ss.
- RESCIGNO P., *Consenso, accordo, convenzione, patto*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, p. 3 ss.
- RESCIO G., *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., vol. 3*, Torino 1994, p. 485 ss.
- RIBSTEIN L.E., *CSX and the Law Professors*, 2008, disponibile sul sito 'busmovie.typepad.com/ideoblog'.
- RIBSTEIN L.E. – KOBAYASHI B.H., *Outsider Trading as an Incentive Device*, in 40 *U.C. Davies L. Rev.*, 2006, p. 21 ss.
- ROE M.J., *Corporate Law's Limits*, in 31 *J. Legal Stud.*, 2002, p. 233 ss.
- ROE M.J., *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*, in 120 *Harr. L. Rev.*, 2006-2007, p. 460 ss.
- ROMANO R., *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, in *European Takeovers: Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt - E. Wymmersch, Londra, 1992, p. 3 ss.
- ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in 107 *Yale L. J.*, 1998, p. 2366 ss.
- ROMANO R., *The Need for Regulatory Competition in International Securities Regulation*, in 2 *Theor. Enq. in Law*, 2001, p. 387 ss.
- ROPPO V., *Il contratto*, Milano, 2001.
- ROSS S.A. - WESTERFIELD R.W. - JORDAN B.D., *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, 2008.
- ROSSI G., *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Milano, 1986.
- ROSSI G., *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008.
- SACCHI R., *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 3*, Torino, 1994, p. 203 ss.
- SACCHI R., *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie, L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009), Milano, 2010, p. 135 ss.
- SALAFIA V., *D. lgs. 58/1998. Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in *Società*, 1998, p. 562 ss.
- SALAFIA V., *Squeeze-out statutario*, in *Società*, 2007, p. 1450 ss.
- SANTAGATA C., *La fusione tra società*, Napoli, 1964.
- SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., vol. 7**1, Torino, 2004.

- SANTONI G., *Commento all'art. 122*, in *Il Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. II, p. 1001 ss.
- SANTORO-PASSARELLI F., *Istituzioni di diritto civile. Dottrine generali*, Napoli, 1946.
- SBISÀ G., *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, p. 803 ss.
- SBISÀ G., *Società e imprese controllate nel d.l. 9 aprile 1991, n. 127*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 906 ss.
- SBISÀ G., *Società controllate e collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, p. 319 ss.
- SBISÀ G., *Art. 2341-bis*, in *Commentario al codice civile* diretto da G. Scialoja e A. Branca, *Della società per azioni*, Tomo I (Artt. 2325-2341-ter), Bologna-Roma, 2006, p. 198 ss.
- SCHIRÒ S., *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali e partecipazioni reciproche*, in *Riv. dir. civ.*, 1976, II, p. 268 ss.
- SCHNEIDER U.H., *Azionisti non iscritti nel libro dei soci: la loro "sicura identificazione" tra norma ed effettività*, trad. it. in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone, Milano, 2007, p. 693 ss.
- SCHOUTEN M.C., *The Case for Mandatory Ownership Disclosure in Europe. Empty Voting, Hidden Ownership and the Transparency Directive*, in 15 *Stan. J. L. Bus. Fin.*, 2009, 127 ss.
- SCHOUTEN M.C., *The Mechanisms of Voting Efficiency*, 2010, *Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 411*, in corso di pubblicazione su *Colum. Bus. L. Rev.* e disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- SCHOUTEN M.C. - SIEMS M.M., *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- SCIMEMI E., *La vendita del voto nella società per azioni*, Milano, 2003.
- SCOGNAMIGLIO G., *Obblighi di comunicazione e concetto di partecipazione sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 233 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 22, 1989, p. 507 ss.
- SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.
- SENA G., *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961.
- SERRA A., *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 17, tomo III, Torino, 1985, p. 299 ss.
- SERRA A., *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, vol. 2, p. 35 ss.
- SFAMENI P., *Commento all'art. 114*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Milano, 1999, p. 509 ss.

- SFAMENI P., *Commento all'art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, p. 201 ss.
- SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 *J. Pol. Econ.*, 1986, p. 461 ss.
- SIEGEL M., *Going Private: Three Doctrines Gone Astray*, in 4 *NYU J. L. Bus.*, 2007-2008, p. 399 ss.
- SKEEL D., *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005, p. 28 ss.
- SPADA P., *C'era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, p. 1 ss.
- SPADA P. - SCIUTO M., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1*, Torino, 2004, p. 3 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legislazione speciale*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 457 ss.
- SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, nota a Cfr. App. Torino, 23 gennaio, 2008, in *Società*, 2008, p. 1103 ss.
- STOUT L.A., *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Market Pricing and Securities Regulation*, in 87 *Mich. L. Rev.*, 1988-1989, p. 613 ss.
- STOUT L.A., *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, in 81 *Va. L. Rev.*, 1995, p. 611 ss.
- STOUT L.A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, in 75 *S. Cal. L. Rev.*, 2002, p. 1189 ss.
- SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, in 115 *Yale L. J.*, 2005, p. 2 ss.
- THOMPSON R.B. - EDELMAN P.H., *Corporate Voting*, in 62 *Vand. L. Rev.*, 2009, p. 129 ss.
- THOMSEN S. - PEDERSEN T. - KVIST H.K., *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2006, p. 246 ss.
- TOFANELLI M., *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/74*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 382 ss.
- TONELLI E., *L'offerta al pubblico di swap e l'attività di intermediazione mobiliare*, in *BBTC*, 1993, I, p. 342 ss.
- TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2009.
- TUCCI A., *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005.
- TUCCI A., *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Trattato diretto da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2005, vol. 2, p. 897 ss.
- TUCCI A., *Obbligo di offerta e responsabilità civile*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 999 ss.
- TUCCI A., *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2008.

- VAN DER ELST C. - VAN DER STEEN L., *Opportunities in the M&A Aftermarket: Squeezing Out and Selling Out*, University of Gent Working Paper 2006-12, 2006, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- VAN DER ELST C. - VAN DER STEEN L., *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, in 6 ECFR, 2009, p. 497 ss.
- VANZETTI A. - DI CATALDO V., *Manuale di diritto industriale*, Milano, 2005.
- VENTORUZZO M., *La disciplina delle misure difensive negli Stati Uniti: spunti di riflessione per la situazione europea*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, p. 495 ss.
- VENTORUZZO M., *Commento all'art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, 2005, p. 423 ss.
- VENTORUZZO M., *The Thirteen Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, in 41 *Texas Int'l L.J.*, 2006, p. 171 ss.
- VENTORUZZO M., *Takeover Regulation as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking U.S. Rules to Continental Europe*, in 11 *U. Pa. J. Bus. L.*, 2008-2009, p. 135 ss.
- VENTORUZZO M., *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50 *Va. J. Int'l L.*, 2009-2010, p. 841 ss.
- VENTORUZZO M., *Empowering Shareholders in Directors' Elections: A Revolution in the Making*, in *ECGI Law Working Paper No. 147/2010*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- VENTURINI F., *Difese, concerto e derivati nelle ultime modifiche alla disciplina OPA*, in *Società*, 2010, p. 443 ss.
- VENTURINI F., *I patti parasociali e la Consob: il caso Unipol-BNL*, in *Società*, 2010, p. 587 ss.
- VIANDIER A., *La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009*, in *Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, 2009, p. 1248 ss.
- VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.
- VICARI A., *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, vol. 4, p. 267 ss.
- VISENTINI B., *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, vol. IV, Milano 1959, *ad vocem*.
- VISENTINI B., *I sindacati di voto, realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 1 ss.
- VIVANTE C., *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, p. 173 ss.
- WEIGMANN R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 10**, Torino, 1993, p. 317 ss.
- WEIGMANN R., *Commento all'art. 105*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 2, p. 904 ss.

- WEIGMANN R., *Commento all'art. 109*, in *Il testo unico della finanza*, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, vol. 2, p. 932 ss.
- WEIGMANN R., *Dalla società per azioni alla società per carati*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, 2002, p. 171 ss.;
- WYMEERSCH E., *Shareholders After the Crisis*, Financial Law Institute Working Paper Series No. WP 2009-12, 2009, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- YERMACK D., *Shareholders Voting and Corporate Governance*, 2010, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- ZAABAR R., *Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France*, 2008, disponibile sul sito 'www.ssrn.com'.
- ZANONI A., *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in 9 *Global Jurist*, 2009, *Advances*, p. 4 ss.
- ZENO ZENCOVICH V., *La responsabilità dell'avvocato nell'attività di consulenza avanti le autorità di regolazione del mercato*, in *NGCC.*, 2008, II, p. 361 ss.
- ZETZSCHE D., *Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, in 10 *EBOR*, 2009, p. 115 ss.
- ZETZSCHE D., *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal*, in 11 *EBOR*, 2010, p. 273 ss.
- ZOPPINI A., *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 275 ss.