

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

**DOTTORATO DI RICERCA IN ISTITUZIONI E MERCATI,  
DIRITTI E TUTELE**

Ciclo XXVIII

Settore Concorsuale di afferenza: 12/B1

Settore Scientifico disciplinare: IUS/04

**EMPTY VOTING E INTERESSE SOCIALE NELLA MODERNA  
SOCIETÀ PER AZIONI**

Presentata da: Andrea SORACE

Coordinatore Dottorato: Prof. Giulio Illuminati

Relatore: Prof. Antonio Rossi

Esame finale anno 2016

# INDICE

<b>Premessa</b> .....	5
-----------------------	---

## **CAPITOLO I - GLI STRUMENTI CHE POSSONO DETERMINARE FENOMENI DI EMPTY VOTING**

### SEZIONE I – I CONTRATTI DERIVATI

1. Introduzione.....	10
2. Origine, nozione e funzione dei contratti derivati.....	12
2.1. Origine.....	12
2.2. Nozione.....	14
2.2.1. Il termine derivative.....	14
2.2.2. Il concetto di “contratto derivato”.....	17
2.2.3. Funzione.....	20
2.2.3.1. Funzione di copertura.....	20
2.2.3.2. Funzione speculativa.....	22
2.2.3.3. Asset/liability management e Arbitrage (cenni).....	25
3. Le tipologie di contratti derivati.....	26
3.1. Il future.....	29
3.1.1. Alcune articolazioni del future.....	30
3.2. Le opzioni.....	31
3.2.1. Alcune articolazioni delle opzioni.....	34
3.3. Lo swap.....	35
3.3.1. Alcune articolazioni dello swap.....	37
4. I “derivati complessi” e i derivati di credito (cenni).....	38
5. Gli equity derivatives.....	40
5.1. Origine e sviluppi.....	41
5.2. La struttura: equity forward transaction e equity option transaction.....	43
5.3. (segue) La struttura: equity swap transaction.....	44
6. Derivati uniformi e derivati over the counter.....	49

### SEZIONE II - GLI ALTRI STRUMENTI

1. Introduzione.....	53
2. Il riporto.....	53

3. Il prestito titoli. ....	58
4. Il leasing di partecipazioni azionarie. ....	61
5. Empty voting e data di registrazione. ....	64
6. Il diritto di voto nel pegno e nell'usufrutto di azioni. ....	74

## **CAPITOLO II - EMPTY VOTING E DIRITTO AZIONARIO: ANALISI DEL FENOMENO E POSSIBILI RIMEDI**

1. Introduzione. ....	78
2. L'empty voting: tra nuova vendita del voto e democrazia societaria. ..	80
2.1. Il fenomeno dell'empty voting: discussioni teoriche ed evidenze empiriche. ....	80
2.2. "Inscindibilità" della partecipazione azionaria e dissociazione fra diritto di voto e proprietà economica delle azioni. ....	85
2.3. Empty voting e separazione fra proprietà e controllo. ....	92
2.4. Empty voting e correlazione fra rischio e potere: "vendita del voto" e "new vote buying". ....	94
3. Empty voting e interesse sociale. ....	105
3.1. La nozione di interesse sociale. ....	105
3.2. L'interesse del socio in conflitto con l'interesse sociale ai sensi dell'art. 2373 c.c. ....	109
4. Empty voting e possibili rimedi: il conflitto di interessi. ....	111

## **CAPITOLO III - LA PROPRIETÀ NASCOSTA DI AZIONI**

### SEZIONE I - ANALISI DI ALCUNI CASI CONCRETI

1. Introduzione. ....	117
2. L'"occultamento" della proprietà azionaria. Le pionieristiche modifiche introdotte nella disciplina sull'offerte pubbliche di acquisto applicabile nel Regno Unito. ....	119
3. Le vicende verificatesi in tre ordinamenti di common law. ....	124
3.1. Il caso Ithaca (Custodians) Ltd v. Perry Corporation. ....	124
3.2. Il caso CSX Corporation et al. v. The Children's Investment Fund et al. ....	129
3.3. Il caso Glencore v. The Takeovers Panel. ....	139
4. Due vicende tratte dall'esperienza europea. ....	142
4.1. Il caso Schaeffler v. Continental. ....	143
4.2. Il caso Exor/IFIL c. Consob. ....	146

## SEZIONE II - LA DISCIPLINA APPLICABILE

1. Introduzione.....	151
2. Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.....	154
2.1. Il quadro normativo antecedente al 2011. ....	154
2.2. Le modifiche apportate nel settembre 2011. ....	162
2.3. Le modifiche alla disciplina in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. ....	166
2.3.1. La Direttiva 2013/50/UE. ....	166
2.3.2. L'attuazione in Italia. ....	167
2.3. Il trattamento degli strumenti finanziari derivati nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto. ....	171
2.3.1. Gli obiettivi delle modifiche introdotte nel 2011. ....	171
2.3.2. Analisi delle norme rilevanti del Regolamento Emittenti. ....	173
<b>Bibliografia.....</b>	<b>177</b>

## PREMESSA

Il fenomeno della “nuova vendita del voto” ha cominciato a suscitare un forte interesse da parte della dottrina. L'origine di questa locuzione è da attribuire alle ricerche di due studiosi americani che a più riprese hanno approfondito le varie sfaccettature di questo tema tanto complesso quanto stimolante per i delicati problemi interpretativi che esso pone<sup>1</sup>.

L'aggettivo “nuova” serve a contrapporre tale fenomeno a fattispecie più tradizionali identificabili con le vicende generalmente definite come “vendita del voto”. Negli Stati Uniti, come in Italia, a lungo si è discusso sulla liceità di operazioni in cui il diritto di voto veniva trasferito dietro corrispettivo dal socio, che agiva nelle vesti di venditore, ad un soggetto terzo, che agiva nelle vesti di compratore. La questione in ordine alle condizioni di legittimità del “commercio del voto” non è ancora totalmente superata ed interessa alcuni aspetti cruciali del diritto societario che vanno dalla tutela degli altri soci alla trasparenza di queste operazioni. La dottrina italiana più recente ha cercato, anche alla luce di una sentenza della Corte di Cassazione del 1996<sup>2</sup>, di superare le tradizionali concezioni che sancivano l'illegittimità di queste operazioni, giungendo ad affermare che le stesse possono considerarsi ammissibili purché non venga integrata un'ipotesi di conflitto di interessi fra il terzo compratore e la società.

La “nuova vendita del voto” pone problemi che sono, per certi versi, simili.

---

<sup>1</sup> In ordine cronologico si segnalano, sin da subito, H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, pp. 811 e ss.; ID., *Empty Voting ed Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, 61 *Bus. Law*, 2006, pp. 1011 e ss.; ID., *Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.*, 2007, pp. 343 e ss.; ID., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008, pp. 625 e ss.; ID., *Debt Equity and Hybrid: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 *Europ. Finan. Manage.*, 2008, pp. 663 e ss. Più di recente si segnalano i contributi di A. BRAV and R. D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 2010, disponibile sul sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108632](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632); M. C. SHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 2009, disponibile sul sito <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14880/> e ID., *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1658937>. Per quanto riguarda la dottrina italiana si segnala G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (eds), *La società per azioni oggi*, Collana della Rivista delle Società, Giuffrè, Milano, 2007, p. 629 e ss.; e più di recente dello stesso autore, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, in *Liber Amicorum for Klaus J. Hopt*, De Gruyter, Berlin, 2010, pp. 1803 e ss. Si veda anche F. DIALTI, *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006, p. 428 ss.

<sup>2</sup> Cass. Civ., I sez., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. Comm.*, 1997, II, p. 237 ss.

Le fattispecie, tuttavia, risultano profondamente diverse e per questo ancora scarsamente studiate dalla dottrina e dal legislatore. Infatti, in quest'ultimo caso non sono tecnicamente identificabili un compratore ed un venditore, che si scambiano dietro corrispettivo il diritto di voto. Ciononostante, si verifica comunque una situazione in cui un soggetto privo di un qualsiasi interesse economico<sup>3</sup> nella società finisce per poter esercitare il diritto di voto in assemblea. Questo è reso possibile da quella che è stata definita come la “rivoluzione” dei contratti derivati, intesa come l'incremento esponenziale che negli ultimi anni ha interessato l'utilizzo di questi complessi strumenti finanziari.

In particolare, i derivati azionari, ossia i derivati che hanno come sottostante azioni di una singola società (oppure un paniere di azioni, o anche un indice azionario), rendono possibile “dissociare” la partecipazione separando il diritto di voto dalla proprietà economica delle azioni, intesa come l'insieme dei ritorni economici derivanti dall'investimento azionario (in sostanza, *capital gain* e dividendi), da un lato, e il rischio di capitale, dall'altro. Allo stesso modo, anche le operazioni di prestito titoli rendono particolarmente semplice la creazione di tali situazioni.

La “nuova vendita del voto” è stata poi bipartita in due fenomeni: *empty voting*, da un lato e *hidden ownership*, dall'altro. Le operazioni di prestito titoli o la stipulazione di contratti derivati azionari determinano l'insorgere contestuale di questi due fenomeni, come se fossero le due opposte facce di una stessa medaglia. Con la locuzione *empty voting* si intende lo “svuotamento” del voto da ogni correlativo interesse economico, grazie all'attribuzione ad un altro soggetto della proprietà economica delle azioni. In sostanza colui che è legittimato all'esercizio del diritto di voto finisce per avere un “potere di voto” che eccede la sua proprietà economica<sup>4</sup>. In alcuni casi l'interesse economico complessivo assume una

---

<sup>3</sup> Si riferisce al concetto di “interesse economico” anche A. LUPOI, *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Società*, 2011, p. 1312 il quale si chiede se, a fronte della innovazione finanziaria e della terminologia dalla stessa elaborata, il giurista deve seguire gli sviluppi dei mercati regolando fenomeni che sono apparentemente molto distanti dagli istituti tradizionali dato anche il carattere “apolide” del fenomeno finanziario egli afferma che “*l'elemento aberrante, per il giurista, è l'autoreferenzialità del sistema finanziario internazionale e, dunque, la difficoltà di agganciarlo ai vertici di un dato ordinamento giuridico*”.

<sup>4</sup> In Inghilterra il fenomeno dell'*empty voting* è preso in considerazione anche dai manuali di *company law*, si veda, fra gli altri, P. L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 2008, pp. 466-467, dove si afferma che “[t]he issue with 'empty' voting is that the right to vote is in fact exercised by a person with no or only limited economic interest in it, to the exclusion of the person with the greater economic interest”.

connotazione “negativa”, ossia inversamente correlata al valore delle azioni<sup>5</sup>.

Con la locuzione *hidden ownership*, invece, si indica l'altra parte del rapporto coincidente con il soggetto che “acquista” la proprietà economica e quindi sopporta il rischio d'investimento, proprio come se fosse un azionista, senza avere, però, la legittimazione all'esercizio del diritto di voto<sup>6</sup>. Questa proprietà è nascosta perché, nel caso in cui il derivato stipulato per “dissociare” la partecipazione abbia regolamento in contanti, essa sfugge alla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari tradizionalmente incentrata sul potere formale di voto più che sulla proprietà economica.

Peraltro, in alcuni casi, il “proprietario economico” delle azioni potrebbe avere la possibilità di esercitare una certa influenza sulla parte che detiene il potere di voto (ad esempio potendo chiedere in ogni momento il trasferimento delle azioni acquistate in copertura, oppure più semplicemente chiedendo che il voto sia esercitato in modo tale da rispecchiare i suoi interessi). Si parla allora di *hidden (morphable) ownership*, locuzione con cui si indica la proprietà economica nascosta a cui si aggiunge la possibilità di esercitare informalmente il diritto di voto e che perciò può essere “convertita” in una proprietà nascosta del potere di voto<sup>7</sup>.

Appare, quindi, evidente come queste due situazioni, che insieme costituiscono il fenomeno della “nuova vendita del voto”, sussistano contestualmente in quanto “*se qualcuno acquista più potere di voto che proprietà economica, qualcun altro deve detenere più proprietà economica che potere di voto*”<sup>8</sup>.

I due studiosi cui si devono i primi e pionieristici contributi in materia individuano più di 80 esempi di “nuova vendita del voto” verificatisi fino al 2008<sup>9</sup> che nella maggior parte dei casi hanno visto il coinvolgimento di fondi speculativi, i

---

<sup>5</sup> Cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 815. Gli autori affermano, infatti, che “[h]edge funds and company insiders are taking advantage of this new opportunity. Sometimes, they hold more votes than shres, a pattern we call 'empty voting' because the votes have been emptied of an accompanying economic stake”.

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> Questa è la terminologia usata dal professor HU e dal professor BLACK, per cui vedi H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 816. Essi affermano che utilizzeranno il termine “*hidden ownership*” per riferirsi alla proprietà economica nascosta ed il termine “*hidden (morphable) ownership*” per fare riferimento alla proprietà economica nascosta cui si aggiunge la possibilità di esercitare informalmente il “potere di voto”.

<sup>8</sup> *Ivi*, p. 826.

<sup>9</sup> Cfr. HU and B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008, p. 659 ss.

quali hanno assunto nel corso del tempo un ruolo sempre più attivo servendosi intensivamente di contratti derivati (in particolare quelli *over the counter*, ovvero negoziati al di fuori di un mercato regolamentato) che rendono particolarmente facile ed economico “dissociare” la partecipazione azionaria.

Chiaramente i rischi che la “nuova vendita del voto” può determinare incidono tanto sui meccanismi di *corporate governance* quanto sulla trasparenza degli assetti proprietari e sul raggiungimento delle soglie previste per le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, quindi anche sul “mercato del controllo”.

È opportuno sottolineare che da parte dell'ordinamento italiano, e più in generale europeo, non vi è un atteggiamento aprioristicamente negativo rispetto al fenomeno della “dissociazione”, come conferma la recente introduzione del meccanismo della *record date*, in base al quale l'eventuale trasferimento della titolarità di azioni fra la data di registrazione e l'assemblea non incide sulla legittimazione all'intervento e al voto, che permane in capo a chi è stato registrato come socio (sebbene ormai *ex-socio* il giorno dell'assemblea). In sostanza, si viene a creare una situazione in cui un soggetto ha la possibilità di esercitare il diritto di voto senza detenere la proprietà economica delle azioni.

D'altra parte, alcuni studiosi hanno sostenuto che in alcuni casi la “nuova vendita del voto” può aumentare l'efficienza dei meccanismi di voto, permettendo a chi dispone di maggiori informazioni di accumulare in maniera estremamente economica un grande potere di voto<sup>10</sup>. Tuttavia, è stato anche sottolineato che spesso colui il quale può esercitare il diritto di voto finisce per avere un interesse economico negativo, che si pone su un piano non convergente, e talora finanche conflittuale rispetto a quello della società<sup>11</sup>.

Dal punto di vista dell'ordinamento italiano le ipotesi patologiche sono

---

<sup>10</sup> Si vedano ad esempio M. C. SCHOUTEN, *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1658937>; R. B. THOMPSON and P. H. EDELMAN, *Corporate Voting*, in 62 *Vand. Law Rev.*, 2009, p. 149 ss.; S. E. K. CHRISTOFFERSEN, C. C. GECZY, D. K. MUSTO and A. V. REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, p. 2897 ss.; O. H. DOMBALAGIAN, *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?*, 42 *U.C. Davis L. Rev.*, 2009, p. 1231 ss.; e A. BRAV and R. D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 2010, disponibile sul sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108632](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632).

<sup>11</sup> Si veda la definizione di “negative overall economic interest” fornita da HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 825. Si vedano anche M. KAHAN and E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *University of Pennsylvania Law Review* 2007, p. 1075-76, dove gli autori affermano che la “nuova vendita del voto” è, in realtà, “an example of an old problem: conflicts of interest created by exploiting the separation of legal and beneficial ownership aggravated by modern financial instruments.”

destinate ad assumere rilevanza, come meglio vedremo, nei limiti dell'art. 2373 del codice civile, ovvero nei limiti in cui sia identificabile un conflitto di interessi del legittimato al voto.

Oggetto del presente lavoro è dunque l'analisi del fenomeno della “dissociazione” della partecipazione azionaria che è dato registrare nelle situazioni sin qui sinteticamente richiamate, unitamente a un tentativo di inquadramento nel nostro sistema giuridico e a una verifica delle soluzioni e dei correttivi che esso consente di delineare o induce a prefigurare.

## CAPITOLO I

### GLI STRUMENTI CHE POSSONO DETERMINARE FENOMENI DI EMPTY VOTING

#### SEZIONE I I CONTRATTI DERIVATI

SOMMARIO: 1. *Introduzione* - 2. *Origine, nozione e funzione dei contratti derivati* - 2.1. *Origine* - 2.2. *Nozione* - 2.2.1. *Il termine derivativo* - 2.2.2. *Il concetto di “contratto derivato”* - 2.2.3. *Funzione* - 2.2.3.1. *Funzione di copertura* - 2.2.3.2. *Funzione speculativa* - 2.2.3.3. *Asset/liability management e Arbitrage (cenni)* - 3. *Le tipologie di contratti derivati* - 3.1. *Il future* - 3.1.1 *Alcune articolazioni del future* - 3.2. *Le opzioni* - 3.2.1. *Alcune articolazioni delle opzioni* - 3.3. *Lo swap* - 3.3.1. *Alcune articolazioni dello swap* - 4. *I “derivati complessi” e i derivati di credito (cenni)* - 5. *Gli equity derivatives* - 5.1. *Origine e sviluppi* - 5.2. *La struttura: equity forward transaction e equity option transaction* - 5.3. (segue) *La struttura: equity swap transaction* - 6. *Derivati uniformi e derivati over the counter.*

#### 1. *Introduzione.*

Il tema di questo lavoro riguarda, in generale, l’analisi del fenomeno conosciuto come *empty voting* e la sua incidenza su alcuni concetti cardine del diritto azionario tra i quali ad esempio l’interesse sociale. Oggetto di indagine è dunque il fenomeno del *decoupling* ovvero la possibilità di scindere la partecipazione azionaria separando il diritto di voto dalla cosiddetta *economic ownership*<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> In questi termini si esprimono H. T. C. HU-B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, pp. 811 e ss.; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, 61 *Bus. Law*, 2006, pp. 1011 e ss.; ID., *Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.*, 2007, pp. 343 e ss.; ID., *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008, pp. 625 e ss.; ID., *Debt Equity and Hybrid: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 *Europ. Finan. Manage.*, 2008, pp. 663 e ss. Si vedano anche altri due recenti contributi: A. BRAV-R. D. MATHEWS, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 2010, disponibile sul sito [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108632](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632) e M. C. SHOUTEN, *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1658937>. Per quanto riguarda la dottrina italiana si segnala G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (eds), *La società per azioni oggi, Collana della Rivista delle Società*, 2007, pp. 629 e ss.; e più di recente dello stesso autore, *Equity*

Il presente Capitolo persegue l'obiettivo di fornire un'analisi degli strumenti che possono determinare ipotesi di *decoupling*. In particolare, l'analisi è suddivisa in due sezioni. La prima Sezione si occupa in maniera organica dei contratti derivati mentre la seconda Sezione fornisce un quadro degli altri strumenti idonei a dare luogo al medesimo fenomeno.

A tal proposito l'analisi empirica dei principali casi di *empty voting* verificatisi nel corso del tempo ha rivelato che l'utilizzo di alcune tipologie di derivati, in particolare degli *equity derivatives*, è uno strumento particolarmente diffuso ed atto a determinare ipotesi di *decoupling*.

È dunque necessario fornire un quadro, seppur sintetico, delle origini, delle funzioni, delle tipologie e dei mercati di negoziazione degli strumenti finanziari derivati e, in particolare, dei derivati azionari.

Non vi è dubbio ormai sulla possibilità di qualificare i contratti derivati come “*strumenti finanziari*” dal momento che l'art. 1, comma 3 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58<sup>13</sup> li considera come tali affermando che “[p]er «*strumenti finanziari derivati*» si intendono gli *strumenti finanziari previsti dal comma 2, lett. d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lett. d)*”.

L'importanza dei contratti derivati nel panorama internazionale si comprende analizzando i dati statistici pubblicati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali. Al 30 giugno 2015 l'ammontare nozionale dei contratti derivati conclusi su mercati non regolamentati era di 552.909 miliardi di dollari<sup>14</sup>. Inoltre, si può notare che la maggior parte dei contratti conclusi è rappresentata da derivati su tassi di interesse che hanno raggiunto la cifra di 434.740 miliardi di dollari. Per quanto riguarda poi gli *equity derivatives* questi hanno raggiunto la cifra di 7.545 miliardi di dollari, di cui 2.801 miliardi di dollari sono rappresentati da contratti di tipo *forward* e *swap*.

I dati relativi all'Italia sono stati forniti dalla Banca d'Italia con un comunicato stampa del 18 novembre 2015<sup>15</sup> ed indicano a fine giugno 2015 un

---

*Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, in *Liber Amicorum for Klaus J. Hopt*, De Gruyter, Berlin, 2010, pp. 1803 e ss.

<sup>13</sup> In seguito, per brevità, TUF.

<sup>14</sup> I dati fanno riferimento a quanto riportato dalla BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Semiannual OTC derivatives statistics (updated 6 December 2015)*, disponibile sul sito <https://www.bis.org>.

<sup>15</sup> BANCA D'ITALIA, *Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2015*,

totale di contratti derivati conclusi su mercati non regolamentati pari a 6.309,3 miliardi di dollari<sup>16</sup>.

Queste cifre forniscono dunque un dato che ci permette di affermare che i contratti derivati, pur avendo subito una flessione a partire dalla fine del 2008 in conseguenza della crisi finanziaria globale, sono strumenti ancora diffusamente utilizzati.

Durante gli ultimi anni è cresciuto l'interesse della dottrina italiana per tali contratti una delle cui funzioni, accanto a quella speculativa oggetto di aspre critiche, è di ridurre, eliminare o trasferire specifici rischi finanziari<sup>17</sup>.

Lo scopo della presente Sezione è quello di fornire un resoconto sintetico dei principali problemi interpretativi posti da tali strumenti alla luce delle chiavi di lettura fornite di volta in volta dalla dottrina. L'introduzione generale alle problematiche poste dagli strumenti finanziari derivati serve a porre le basi per la riflessione svolta circa i derivati azionari ed i connessi problemi in materia di *empty voting*.

## **2. Origine, nozione e funzione dei contratti derivati.**

### **2.1. Origine.**

Quando si fa riferimento ai contratti derivati si è soliti pensare a strumenti di creazione piuttosto recente, che affondano le loro radici nella crescente importanza degli scambi finanziari a livello internazionale durante il XX secolo. Al contrario, è bene notare che forme, magari rudimentali, di derivati si sono sviluppate in epoche passate. Gli antichi Greci, per esempio, erano soliti concludere contratti, che oggi definiremmo *futures*, con i quali fissavano ad una data attuale il prezzo dell'olio che sarebbe stato prodotto e scambiato in futuro<sup>18</sup>. Inoltre, è bene notare che anche tali

---

disponibile sul sito <https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2015-02/cs-181115-otc.pdf>.

<sup>16</sup> I dati si basano su un'analisi di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto.

<sup>17</sup> Per una descrizione puntuale dei diversi rischi presenti nell'attività finanziaria si può fare riferimento a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 4-20.

<sup>18</sup> A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, Sweet&Maxwell, London, 2006, p. 12. L'autore afferma inoltre che anche i babilonesi utilizzavano strumenti simili ai derivati, in particolare alle *call options*, per acquistare schiavi e mercenari. Si legge infatti “[t]here are tales of even more ancient Babylonian kings selling instruments which permitted the holder of the instrument to call

strumenti potevano essere venduti o trasferiti ed erano quindi capaci di circolare in base ad un valore che derivava dall'entità presa come parametro di riferimento<sup>19</sup>. Un altro esempio risalente di contratti derivati è quello della compravendita di bulbi di tulipani in Olanda nel XVII secolo. Gli scambi avvenivano tramite strumenti simili alle opzioni con negoziazioni che non si svolgevano nella borsa di Amsterdam, bensì direttamente fra privati<sup>20</sup>. Il fatto che i derivati erano diffusi in epoche antiche è un elemento di non poco conto in quanto corrobora l'idea che di tali strumenti vi è da sempre stato bisogno. Infatti, occorre rilevare fin da ora che la funzione di tutela rispetto al rischio finanziario rappresenta l'elemento che più di ogni altro ha contribuito a rendere questi contratti “*indispensabili ed insostituibili*”<sup>21</sup>.

Il crescente utilizzo dei derivati è testimoniato dallo sviluppo, a partire dal XIX secolo, di mercati specializzati per le negoziazioni di questi strumenti. Tali mercati regolamentati furono creati inizialmente negli USA e si diffusero poi in Europa, principalmente in Inghilterra, solo qualche decennio dopo. La diffusione di mercati in cui negoziare e concludere i contratti derivati rappresenta un elemento estremamente importante e permette di affermare che da parte dei legislatori vi era già la consapevolezza che i contratti derivati necessitassero per la loro circolazione di regole e luoghi autonomi. Non va comunque dimenticato che i derivati *over the counter*, ovvero conclusi al di fuori di mercati regolamentati, rappresentano una realtà importante che dovrà essere approfonditamente analizzata.

Se le origini dei *future* e delle opzioni, seppur non precisamente collocabili nel tempo, sono piuttosto risalenti, la creazione dello *swap* è invece recente. Intorno agli anni '70 del XX secolo si erano sviluppati sistemi di scambi valutari in sterline e dollari fra società inglesi ed americane. In particolare, una società americana che avesse bisogno di sterline per le operazioni di una sua controllata nel Regno Unito si faceva prestare un certo ammontare in dollari americani per riprestarlo poi ad una società inglese che volesse disporre di quel capitale in quella valuta. Allo stesso

---

*on the king to deliver up one mercenary soldier and two slaves for each instrument held on payment of the price specified in the instrument”.*

<sup>19</sup> *Ibid.*

<sup>20</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano, 2010, pp. 32-33. Si legge infatti che il commercio di bulbi di tulipani “*diede vita ad intensi traffici, con impegni alla compravendita basati sullo scambio di «pagherò» nei quali veniva convenuto il prezzo di acquisto a termine e che venivano ceduti per un valore intorno al 10% del nominale.(...) Le prime «opzioni» nacquero dunque come trading di un sottostante a sua volta compravendibile per un decimo del valore”.*

<sup>21</sup> *Ivi*, p. 34.

tempo, la società inglese poneva in essere la stessa operazione in sterline. Con un tale sistema di prestiti paralleli ed indipendenti era possibile aggirare le restrizioni imposte ai residenti del Regno Unito per operazioni di acquisto di valuta straniera. Tuttavia, la critica a questo tipo di operazioni si concentrava sul fatto che la società, desiderosa di disporre di valuta straniera, dovesse rintracciare un'altra società che avesse uno stesso bisogno di capitali nella valuta del suo Stato di residenza<sup>22</sup>. Lo *swap* ha reso più immediate queste operazioni poiché tale strumento non necessita della creazione di due rapporti contrattuali indipendenti. Lo sviluppo di intermediari specializzati nella sua negoziazione ha risolto il problema del reperimento di una controparte che presentasse bisogni sostanzialmente reciproci. Il primo *swap* di valute fu concluso nel 1976 fra una società belga ed una società inglese con l'intermediazione della banca Goldman Sachs<sup>23</sup>. Particolarmente rilevante per gli sviluppi del mercato degli *swap* è stato il contratto concluso nel 1981 fra la IBM e la Banca Mondiale<sup>24</sup>.

Allo stesso modo sempre recente è stata la creazione dei cosiddetti “*equity derivatives*”, i quali, come verrà più compiutamente analizzato, sono contratti derivati che hanno come entità sottostante singole azioni o indici azionari

## 2.2. *Nozione.*

È opportuno soffermare brevemente l'attenzione sulla nozione di “contratto derivato” per poterne comprendere più compiutamente le modalità di funzionamento.

Poiché il termine “derivato” è stato mutuato dal termine inglese *derivative*, occorre analizzare brevemente il significato attribuito a tale concetto dalla dottrina anglosassone per poi concentrarsi sulle interpretazioni fornite dalla dottrina italiana.

### 2.2.1. *Il termine derivative.*

Nella dottrina anglosassone il termine *derivative* esprime il fatto che tali

---

<sup>22</sup> R. GENGATHAREN, *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, London, 2001, p. 10.

<sup>23</sup> Ivi, p. 11.

<sup>24</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 27; M. PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999, I, p. 63. Per una breve analisi della vicenda si rimanda al par. 1.3.3.

strumenti si fondano su un particolare elemento sottostante<sup>25</sup>. Ad esempio un contratto derivato di opzione che conferisce il diritto di comprare un certo numero di azioni in una determinata società ad una certa scadenza in futuro ha come elemento sottostante le azioni e, come è stato notato, deriva da esse il suo valore<sup>26</sup>. Una definizione di questo genere rappresenta in maniera efficace la principale caratteristica economica di tali strumenti, ma poco rivela circa le loro caratteristiche giuridiche.

Tuttavia, la ricostruzione di una definizione giuridica condivisa è operazione complessa. Infatti, come sempre avviene allorché si tenta di definire un'entità giuridica, l'eccessiva ampiezza o l'eccessiva limitatezza della definizione rischiano di incidere negativamente sulla comprensione e sulla applicazione dell'istituto. Pertanto, come è stato notato dalla dottrina inglese, una definizione troppo stringente di contratto derivato sarebbe inopportuna in quanto non potrebbe adattarsi ai nuovi strumenti finanziari che frequentemente vengono introdotti nel mercato<sup>27</sup>. D'altra parte una definizione troppo ampia rischierebbe di “catturare” tutta una serie di strumenti appartenenti ad altre categorie che già dispongono di una specifica forma di regolazione. Il Companies and Securities Advisory Committee ha fornito una definizione piuttosto ampia di *derivatives*, tale da abbracciare ogni strumento il cui valore discenda da un elemento sottostante<sup>28</sup>, ma ha pure aggiunto che caratteristica comune a tutti i derivati è che gli stessi sono

---

<sup>25</sup> Per una definizione generale si rimanda a J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, p. 64; R. GENGATHAREN, *Derivatives Law and Regulation*, cit., p. 5 e ss.; A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 13; I. G. MACNEIL, *An Introduction to the law On Financial Investment*, Hart Publishing, Oxford, 2005, p. 108; A. MC KNIGHT, *The Law of International finance*, Oxford University Press, Oxford, 2008, p. 561; P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, Sweet&Maxwell, London, 2008, p. 425. Per una prospettiva maggiormente orientata alla funzione economica dei contratti dei si veda J. BOARD, *The Economic Consequences of Derivatives*, pp. 155-166, in A. HUDSON (ed), *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law*, Kluwer Law International, London, 2000.

<sup>26</sup> A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 13 afferma infatti che il termine derivato incorpora la nozione di “*derived value*”.

<sup>27</sup> R. GENGATHAREN, *op. cit.*, p. 7.

<sup>28</sup> Cfr. Companies and Securities Advisory Committee, *Regulation of On-exchange and OTC Derivatives Markets*, (CASAC Report on Derivative Markets), 1997, p. 19, disponibile sul sito [http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byHeadline/PDFFinal+Reports+1997/\\$file/Regulation Of On-Exchange OTC Derivatives Markets June 1997.pdf](http://www.camac.gov.au/camac/camac.nsf/byHeadline/PDFFinal+Reports+1997/$file/Regulation%20Of%20On-Exchange%20OTC%20Derivatives%20Markets%20June%201997.pdf). Il CASAC ha indicato anche quali sono i più comuni sottostanti sulla base dei quali si formano i derivati in una lista che, sebbene non esaustiva, deve considerarsi quantomeno esauriente in quanto comprende le principali tipologie di entità su cui si basano i derivati. Si legge infatti: “[d]erivatives could be constructed over any underlying. In practice, the most common ones to date are over: a) a physical commodity (for instance, wool, cattle, oil or metals) b) a financial asset (for instance, shares, bonds or loan transactions) c) energy products (for instance, electricity) d) an index (for instance, a share price index) e) an interest rate f) a currency g) another derivative”.

basati su almeno uno fra due elementi: *a*) un elemento a termine, rispetto al quale si viene a creare una obbligazione di consegnare (o di pagare un differenziale in base a) un determinato sottostante ad una certa data futura secondo un valore prestabilito; *b*) un diritto di opzione che non crea alcuna obbligazione, ma conferisce un diritto all'esercizio di un'opzione di vendita o di acquisto di un certo sottostante ad una data futura e secondo un valore prestabilito<sup>29</sup>.

Questa affermazione permette di aggiungere una ulteriore considerazione. Il contratto derivato basato su un elemento a termine è un contratto che crea obbligazioni simmetriche in quanto entrambe le parti assumono l'obbligo di adempiere la propria prestazione in futuro. Una parte si impegna a pagare il prezzo stabilito al momento della conclusione del contratto mentre l'altra parte si impegna a consegnare il sottostante oppure a liquidare il differenziale se, come verrà meglio spiegato, si tratta di contratto con regolazione in contanti. Il contratto derivato basato sul diritto di opzione crea, invece, obbligazioni asimmetriche in quanto una parte ha il diritto, ma non l'obbligo, di esercitare l'opzione in futuro e l'altra parte è soggetta a questa decisione<sup>30</sup>.

In conclusione è possibile notare che non esiste negli ordinamenti anglosassoni una definizione giuridicamente vincolante di *derivative instruments*. L'affermazione generale per cui un derivato è uno strumento che si fonda su una diversa entità (definita *underlying instrument* o sottostante) da cui, almeno in un primo tempo, deriva il suo valore è utile per condurre ad unità tutta una serie di fattispecie che hanno caratteristiche peculiari e che notevolmente differiscono l'una dall'altra. Inevitabilmente quindi la comprensione giuridica del concetto di contratto derivato non può prescindere da un'analisi attenta delle diverse fattispecie in cui questo si articola.

---

<sup>29</sup> *Ibid.* E in Italia tale bipartizione è stata notata da A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 15.

<sup>30</sup> R. GENGATHAREN, *op. cit.*, p. 7. La contrapposizione che l'autore sottolinea fra “*symmetrical obligations*” e “*asymmetrical obligations*” esprime con efficacia la differenza che intercorre fra un *future* ed una *option* e che verrà approfondita più avanti. Nello stesso senso, H. T. C. HU, *Hedging Expectations: “Derivative Reality” and the Law and Finance of the Corporate Objective*, 21 *J. Corp. L.* 5, 1995-1996, p. 13, il quale volendo fornire una definizione in termini giuridici di *derivative* afferma che con tale espressione si deve intendere “*a contract that either allows or obligates one of the parties to buy or sell an asset*”. Perciò l'autore riconosce due varianti di *derivative* una “*option-based*” ed una “*forward-based*” ed afferma che ogni contratto che abbia almeno una di tali caratteristiche, da un punto di vista economico, deriva il proprio valore da un elemento sottostante.

### 2.2.2. Il concetto di “contratto derivato”.

Stabilito che il termine “derivato” è stato fatto proprio dall'ordinamento italiano, occorre comprendere come la dottrina definisca e delimiti tale concetto e come affronti il problema della natura giuridico-contrattuale di tale strumento. Spesso, infatti, le riflessioni sui derivati si concentrano sul profilo strettamente economico che, sebbene essenziale, non può prescindere da una precedente e necessaria analisi giuridica.

In primo luogo occorre riflettere sulla correttezza dell'espressione “contratto derivato”, traduzione della locuzione inglese *derivative contract*, che non coincide con la nozione tradizionalmente denominata dalla dottrina italiana “contratto derivato” per indicare il contratto che trae origine da un contratto principale e che da questo è influenzato<sup>31</sup>. La dottrina ha rilevato che una definizione limitata alle caratteristiche economiche dello strumento pecca di genericità<sup>32</sup>. Affermare che un *derivative instrument* è uno strumento che deriva il suo valore da una preesistente entità non consente di stabilire quali siano le caratteristiche giuridiche di tale strumento<sup>33</sup>. Per comprendere queste ultime e per assegnare ai derivati una precisa qualificazione civilistica occorre analizzare le singole tipologie che si sono venute formando tenendo comunque ben presente la distinzione, già ricordata, fra derivati che si fondano su un elemento a termine e derivati che si fondano sulla presenza di un diritto di opzione.

Inoltre in dottrina è stato rilevato che il termine “derivato” si può utilizzare in un duplice significato. Infatti si può dire che con esso si indica tanto lo strumento in sé, quanto la fase genetica che dalla stipulazione del contratto porta alla creazione di uno strumento finanziario<sup>34</sup>. Pertanto l'espressione “contratto derivato” potrebbe essere considerata fuorviante poiché da un punto di vista giuridico e non economico, non è il contratto a derivare da una diversa entità, ma è proprio dal

---

<sup>31</sup> Fra questi si può ricordare il sub-appalto, il sub-affitto e la sub-locazione. Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 3.

<sup>32</sup> Fra gli altri E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 8-11; A. PERRONE, *op. cit.*, pp. 13-15.

<sup>33</sup> Come è stato sottolineato da S. K. HENDERSON, *Harmonization of derivatives regulation can wait*, in *15 Int'l Fin. L. Rev.* 51, 1996, p. 51, definire il termine “derivative” come ogni strumento finanziario che derivi il suo valore da una diversa entità è inutile, infatti “[t]his definition is useful as a ready response to anyone who asks what a derivative is and as a means of avoiding further conversation on the subject”.

<sup>34</sup> Così E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 10-11, il quale afferma che “[l]'accordo, dunque, per effetto della stipulazione, diviene di per sé uno strumento finanziario”. L'autore infatti fa riferimento all'art. 1, comma 3, del TUF il quale definisce “strumenti finanziari derivati” gli strumenti indicati dal comma 1-bis e 2 lettere d), e), f), g), h), i) e j).

contratto che trae origine e quindi deriva uno strumento finanziario nuovo e distinto<sup>35</sup>. Tuttavia si continuerà ad utilizzare l'espressione "contratto derivato" poiché essa è ormai accolta ed utilizzata in dottrina vista la sua sinteticità espositiva.

Con riferimento alla valutazione di quale sia l'oggetto dei contratti derivati in dottrina non si riscontra una opinione comune. Da un lato, alcuni sostengono che l'oggetto di tali contratti è rappresentato dal differenziale che si viene a creare fra il prezzo stabilito dalle parti al momento della stipulazione ed il prezzo alla scadenza dell'entità presa come parametro di riferimento. In questo modo è possibile distinguere fra derivati e contratti a termine in quanto oggetto di questi ultimi è la compravendita di un bene e non la differenza di valore<sup>36</sup>. Dall'altro, è stato sostenuto che una identificazione dell'oggetto dei derivati con il differenziale determina l'esclusione dal novero di tali contratti di alcuni strumenti particolarmente diffusi (come il *total return swap*<sup>37</sup>) che non hanno come oggetto lo scambio di un differenziale, ma che presentano per il resto caratteristiche del tutto simili ai derivati<sup>38</sup>. La giurisprudenza sembra accogliere la prima interpretazione affermando che l'oggetto "*immediato ed unico*" dei derivati, sia quando le parti stipulano il contratto sia quando lo eseguono, è costituito dal pagamento del differenziale<sup>39</sup>. Inoltre tale orientamento è stato accolto dalla Corte Costituzionale<sup>40</sup> la quale ha affermato che le negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati "*[f]erme ovviamente restando le diversità legate al tipo di operazione prescelto, (...) sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata*

---

<sup>35</sup> *Ibid.* L'autore, tuttavia, sostiene che l'utilizzo della locuzione "contratto derivato" non sia rinunciabile in quanto risulta essere difficile distinguere la fase genetica (contratto) dal risultato di essa (strumento finanziario).

<sup>36</sup> Si rimanda in particolare ad E. GIRINO, *op. cit.*, p. 17; M. FERRARIO, "*Domestic currency swap*" a fini speculativi e scommessa, in *Contr.*, 2000, 3, p. 261; M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo Diritto*, 2007, p. 512. Pertanto si potrebbe affermare che il contratto derivato rientra nella tipologia contrattuale dei contratti a termine, ma mantiene la peculiarità di avere come oggetto un differenziale.

<sup>37</sup> Si tratta di un contratto derivato di *swap* (di natura creditizia) che consente a una parte di scambiare i flussi di cassa provenienti da una posizione creditoria rischiosa o dal possesso di un'obbligazione (*reference obligation*) con una serie di flussi di cassa, versati dalla controparte dell'operazione, di ammontare predeterminato e senza rischio o allineati a un certo tasso di mercato (*reference rate*).

<sup>38</sup> Tale tesi è stata sostenuta da F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 4, nt. 7.

<sup>39</sup> Così Trib. Milano 27 marzo 2000, in *Contr.*, 2000, 777.

<sup>40</sup> Sentenza 10 febbraio 2010 n. 52, in G.U. 24 febbraio 2010. La Corte è stata chiamata a giudicare la legittimità costituzionale dell'art. 62 del d.l. 25 giugno 2008 n. 112 che attribuiva al Ministero dell'economia e delle finanze la possibilità di individuare la tipologia di derivati che le Regioni, le province autonome di Trento e Bolzano e gli enti locali potevano concludere.

*al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata”.*

La Consob ha avuto modo di esprimersi sulla questione in una comunicazione del 26 febbraio 2010<sup>41</sup>. In particolare, in tale contesto, veniva chiesto all’Autorità se alle negoziazioni di certificati *en primeur*, tramite i quali vengono acquistati ad una data attuale vini pregiati da consegnare in futuro, si applicasse la disciplina prevista dagli artt. 93-bis e ss. del TUF concernente l’offerta al pubblico di prodotti finanziari. Posto che di offerta al pubblico si tratta, occorre capire se tali certificati, assimilabili ad una vendita a termine (*forward*) avente ad oggetto merci e la cui regolazione avviene con la consegna di queste ultime, possano considerarsi strumenti e quindi prodotti finanziari. L’art. 1, comma 2, lett. f) e g) del TUF<sup>42</sup> considera “strumenti finanziari” i derivati su merci “*il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti*”; oppure caratterizzati dall’essere “*negoziati su mercati regolamentati e/o in un sistema multilaterale di negoziazione*”; oppure “*che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, fra l’altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini*”. Pertanto la Consob ha escluso i certificati *en primeur* dal novero degli strumenti finanziari in quanto privi delle caratteristiche richieste. L’Autorità ha altresì aggiunto che l’articolata definizione contenuta nel TUF “*testimonia la preoccupazione del legislatore europeo di ricomprendere nella regolamentazione solo quei derivati su merci connotati da particolari indici di finanziarietà, proprio al fine di escludere i contratti a prevalente scopo commerciale*”.

In conclusione si potrebbe affermare che la consegna fisica del sottostante non deve essere lo scopo principale che le parti perseguono poiché, sebbene ciò sia possibile anche quando viene concluso un derivato su azioni, oggetto primario dei contratti derivati rimane pur sempre lo scambio di differenziali.

---

<sup>41</sup> Comunicazione Consob DEM/10016056 del 26 febbraio 2010.

<sup>42</sup> Come modificato dal d.lgs. del 17 settembre 2007 n. 164 di recepimento della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, d’ora in avanti Direttiva MiFID.

### 2.2.3. Funzione.

Come è stato notato, il “fattore tempo” accomuna le varie tipologie di strumenti finanziari derivati<sup>43</sup>. La componente previsionale è l'anima principale di tali strumenti, i quali puntano a prevenire le fluttuazioni che il valore delle entità sottostanti possono subire in futuro. Ciò che porta due contraenti a stipulare un contratto derivato è una differente previsione sul valore che il bene di riferimento assumerà nel tempo. La componente previsionale si adatta indifferentemente alle due funzioni che la dottrina attribuisce ai derivati e che saranno analizzate separatamente: da un lato la funzione di copertura, dall'altro la funzione speculativa.

Peraltro occorre notare che negli ordinamenti di common law si riconoscono quattro principali funzioni dei derivati: *hedging*, *speculation* (o *trading*), *asset/liability management* ed *arbitrage*.

#### 2.2.3.1. Funzione di copertura.

La dottrina inglese utilizza il termine *hedging*, traducibile come “copertura”, per indicare la funzione protettiva dei contratti derivati. In modo molto efficace la descrizione di questa funzione può essere fornita, in prima battuta, utilizzando l'espressione “*risk management*”<sup>44</sup>. Infatti l'utilizzo di derivati può avere come obiettivo la riduzione o la prevenzione del rischio finanziario. La copertura si ottiene concludendo un contratto derivato che aumenterà di valore nel caso in cui si verifichi una perdita nel mercato dell'entità sottostante rispetto alla quale il contraente ha un'esposizione.

Tuttavia non bisogna dimenticare che, sebbene la funzione protettiva dei derivati abbia come scopo la riduzione o l'annullamento del rischio, la conclusione di un contratto derivato è di per sé idonea a generare rischi ulteriori<sup>45</sup>. Poiché

---

<sup>43</sup> E. GIRINO, *op. cit.*, p. 23, sostiene che il tempo sia il “comun denominatore” dei derivati accomunati dal loro “fine anticipatorio” rispetto alle fluttuazioni dei sottostanti.

<sup>44</sup> Vedi per esempio A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 20 e G. MACNEIL, *op. cit.*, p. 110.

<sup>45</sup> A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 20, afferma che la stipulazione di un derivato comporta di per sé la creazione di rischi ulteriori e questo contribuisce a rendere anche il derivato con funzione di copertura “a risk bearing instrument, albeit one with a conservative commercial purpose.” Si può fare anche riferimento a R. GENGATHAREN, *op. cit.*, pp. 24-33, il quale descrive le tipologie di rischio che i derivati creano distinguendole in: *market risk*, *credit risk*, *operational risk*, *legal risk* e *systemic risk*.

l'elemento caratterizzante di tali strumenti è la componente previsionale, potrebbe accadere che la previsione che ha spinto la parte a stipulare un contratto derivato con l'obiettivo di ottenere una protezione si riveli errata. Perciò un contraente che voglia sottoscrivere un derivato in funzione di copertura raramente concluderà un solo contratto, ma tenderà a concludere almeno due contratti di segno opposto. Ciò che si viene a creare è, in questo caso, una pericolosa catena poiché, se ognuno dei contraenti utilizzerà la strategia e concluderà simultaneamente più contratti di segno opposto, alla fine il rischio sarà così diffuso nel mercato che un ipotetico fallimento, anche di una sola posizione, potrà avere conseguenze di notevole entità<sup>46</sup>. Non è scontato, pertanto, che la conclusione di un derivato con l'obiettivo di proteggersi da possibili andamenti negativi del sottostante determini una sicura e completa riduzione del rischio. La copertura di una determinata posizione spesso comporta la creazione di rischi ulteriori e forse, propri perché sistemici, peggiori.

La funzione di copertura dei derivati è di importanza cruciale per le strategie di gestione del rischio delle società di capitali. Fino al 1970 negli Stati Uniti gli strumenti a disposizione delle società per proteggersi dal rischio di mercato<sup>47</sup> erano limitati. La situazione è cambiata grazie all'innovazione finanziaria che ha introdotto strumenti nuovi ed idonei a fornire una risposta alle esigenze di copertura degli operatori, in particolare ha inciso positivamente lo sviluppo dei derivati *over the counter* la cui flessibilità ha reso possibile rispondere alle più svariate necessità. Tuttavia, sottolineata l'importanza della *hedging function*, alcuni autori riconoscono l'assenza di un accordo fra analisi giuridica e finanziaria sulla creazione di una teoria unitaria che stabilisca il momento in cui è opportuno che gli amministratori di una società concludano un derivato con funzione di copertura e che stabilisca anche gli obiettivi che con tale operazione si vorrebbero perseguire<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 77 si riferisce ad un rischio di fallimento sistemico che si potrebbe diffondere nel mercato accomunandolo metaforicamente ad un *virus* informatico che si diffonde rapidamente da un computer all'altro.

<sup>47</sup> Ovvero dal rischio di fluttuazioni nei prezzi dei sottostanti. Si rimanda a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 15, il quale differenzia il rischio di mercato a seconda del tipo di sottostante in: rischio di interesse, rischio di cambio, rischio azionario, rischio su metalli preziosi, rischio su merci e rischio di base.

<sup>48</sup> Cfr. H. T. C. HU, *Hedging Expectations: "Derivative Reality" and the Law and Finance of the Corporate Objective*, cit., pp. 39-45. Per rispondere a tale interrogativo occorre tenere presente che negli Stati Uniti si riconosce in astratto l'esistenza di tre concezioni circa l'interesse che gli amministratori devono perseguire nella gestione della società. Da un lato vi è la concezione tradizionale che si concentra sul *welfare* della società e vede la realizzazione dell'interesse dei soci come un sottoprodotto e dall'altro vi sono due concezioni che si concentrano direttamente sulla massimizzazione della ricchezza degli azionisti (*shareholder wealth maximization*), la prima

Peraltro, pur essendo la funzione di copertura dei derivati particolarmente importante, l'utilizzo di tali strumenti richiede da parte delle società, ed in particolare da parte dei *managers*, una assoluta comprensione del fenomeno ed una elevata competenza tecnica. Talvolta manca una conoscenza dei meccanismi di funzionamento dei contratti derivati e questo comporta senza dubbio la creazione di rischi ulteriori specialmente in un periodo in cui le transazioni aventi ad oggetto tali strumenti sono esponenzialmente cresciute<sup>49</sup>. La situazione è con molta probabilità destinata a cambiare in quanto la crisi economica globale degli ultimi anni ha messo in luce le debolezze dei derivati e gli incredibili rischi di destabilizzazione del sistema che questi possono creare.

### 2.2.3.2. *Funzione speculativa.*

L'altra funzione che si attribuisce ai derivati è quella speculativa. In questo caso il contraente non mira a proteggere tramite la stipulazione di un contratto derivato una posizione aperta nel mercato del sottostante, ma ha come unico obiettivo il differenziale che potrebbe ottenere in futuro in caso di andamento positivo dell'operazione. La struttura del contratto e l'accordo alla base della sua conclusione non cambiano mentre ciò che cambia è il motivo che spinge le parti ad entrare in un tale tipo di operazione. Inoltre, occorre sottolineare che allorquando il contraente decida di concludere un derivato con fine speculativo utilizzando come sottostante le azioni di una società quotata, è come se stesse ponendo in essere un'operazione di *trading* sul mercato senza in realtà dover comprare alcuna azione. Questa affermazione verrà approfondita in seguito poiché rappresenta un elemento centrale del discorso sulla dissociazione fra diritto di voto e proprietà economica delle azioni.

D'altra parte, è proprio la possibilità che i derivati offrono di costruire una

---

puntando ad una ricchezza immediata con l'obiettivo di incrementare il reale valore delle azioni (*"actual" shareholder wealth maximization*), la seconda ad un ricchezza ideale ovvero a quella che si verrebbe a creare se il mercato fosse perfettamente efficiente (*"blissful" shareholders wealth maximization*). Chiaramente a seconda della teoria presa come parametro di riferimento cambia l'individuazione del momento in cui diventa opportuna la conclusione di un derivato di copertura e degli obiettivi che con tale operazione si vogliono perseguire.

<sup>49</sup> A tal proposito potrebbe essere ancora perfettamente attuale questa affermazione: "[d]erivatives are relatively complicated and, until recently, new and glamorous. Anecdotal evidence suggests that being engaged in derivatives activities provided psychic income and, at least until recently, conferred status. This is not surprising; some evidence suggests that people derive satisfaction from investing in glamour stocks", cfr. H. T. C. HU, *Hedging Expectations: "Derivative Reality" and the Law and Finance of the Corporate Objective*, cit., p. 39.

posizione interessata rispetto alle entità sottostanti, senza che la controparte sia costretta ad intraprendere una negoziazione reale, a destare sospetti e preoccupazioni da parte della dottrina<sup>50</sup>. Spesso, infatti, i motivi che convincono un investitore, spinto da un interesse puramente speculativo, a concludere un derivato sono la pressoché totale assenza di costi di transazione e la riservatezza dell'operazione.

Il dibattito sulla natura speculativa dei contratti derivati è stato lungo e delicato ed ha visto una progressiva evoluzione della dottrina e della giurisprudenza a partire dagli ultimi anni del secolo scorso.

In sintesi, il problema riguardava la asserita riconduzione dei contratti derivati con finalità speculativa entro il disposto dell'art. 1933 del codice civile il quale afferma che non è data azione giudiziaria “*per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti*”. La tesi dell'applicabilità della cosiddetta “*eccezione di gioco*” sostenuta da una parte della dottrina<sup>51</sup> è stata accolta dalla giurisprudenza<sup>52</sup>. Il problema riguardava il rischio dedotto che, artificiosamente creato dalla parti, non costituiva un qualcosa di preesistente al contratto derivato, come invece avviene per il contratto di assicurazione: da tale premessa si faceva derivare il fatto che il contratto derivato, privo di un sottostante tangibile e con una regolazione in contanti, avesse una causa ludica e non fosse quindi azionabile in giudizio. Si può osservare che sebbene la conclusione del ragionamento fosse corretta, tuttavia era proprio la premessa ad essere errata. Infatti la speculazione finanziaria si basa su entità economiche, quali

---

<sup>50</sup> Come è stato notato da A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 19, “[b]y entering into a transaction with a market counterparty it is possible for that party to obtain the same return on a share's performance as if it had entered the market, but, significantly, without ever owning that share at all”.

<sup>51</sup> Fra tutti si vedano R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. e impresa*, 1988, pp. 400 e ss e B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impresa*, 1988, pp. 619 e ss. In particolare i due autori sostenevano che si dovesse operare una distinzione sulla base dei motivi che hanno spinto le parti ad entrare nel contratto, cosicché la non applicabilità della eccezione di gioco finiva per essere applicabile solo ai derivati con finalità di copertura. Tali considerazioni sono state riprese da G. FERRARINI, *I derivati finanziari fra vendita a termine e contratto differenziale*, pp. 35-40 in F. RIOLO (a cura di), *I derivati finanziari. Profili economici, giuridici e finanziari*, Edibank, Milano, 1993.

<sup>52</sup> Si vedano in particolare due sentenze: Trib. Milano 24.11.93, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 80 e Trib. Milano 26.5.94, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 80. Entrambe hanno riconosciuto un contratto di *swap* (la prima un *domestic currency swap*, la seconda un *interest rate swap*) qualificabile come scommessa non azionabile ai sensi dell'art. 1933 ed hanno dato rilevanza alla finalità soggettiva che ha portato le parti a concludere il derivato. A tal proposito, cfr. il commento alle due sentenze di A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 82.

l'andamento di un indice azionario, che si fondano su variabili indipendenti dalla volontà delle parti, ma che non sono state da esse create *ad hoc* e sull'andamento delle quali è possibile compiere previsioni basate comunque su elementi di razionalità<sup>53</sup>. La speculazione viene quindi riconosciuta come causa del contratto derivato dalla dottrina e l'inapplicabilità dell'eccezione di gioco è oggi espressamente riconosciuta dall'art. 23, comma 5, del TUF il quale afferma che “[n]ell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati (...), non si applica l'art. 1933 del codice civile”. Tuttavia problemi interpretativi non mancano in quanto tale disposizione fa riferimento ai derivati conclusi “nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento” e sembrerebbe dunque escludere i derivati conclusi fuori dai mercati regolamentati. Tale conclusione non pare comunque condivisibile in quanto porterebbe alla conseguenza di ritenere che la possibilità di agire in giudizio in caso di inadempimento nell'ambito di un contratto derivato dipenderebbe da un elemento soggettivo<sup>54</sup>. Bisogna invece considerare che la disposizione si colloca all'interno del Titolo II del TUF che si occupa di “servizi e attività di investimento” e senza dubbio non ha l'obiettivo di affermare che ai derivati conclusi privatamente fra operatori economici si applica l'art. 1933.

Ulteriore problema interpretativo è posto dal divieto, che può essere contenuto nello statuto di una società, nella stessa pattuizione fra i contraenti o in leggi speciali, di concludere derivati con finalità diverse dalla copertura di un rischio esistente. Come è stato notato, però, in tal caso è il divieto a rendere invalido il contratto eventualmente stipulato in violazione dello stesso e non il semplice fatto che questo abbia un fine speculativo<sup>55</sup>.

Nel diritto inglese esiste una previsione che sancisce l'invalidità dei contratti conclusi per finalità di gioco o di scommessa. La sezione 18 del Gaming Act del 1845 afferma, infatti, che tali contratti sono da considerarsi “*nulli e non azionabili di fronte ad una Corte*”. Tale affermazione è stata ripresa e rafforzata dalla sezione

---

<sup>53</sup> Già alla fine degli anni '20 veniva notato che “*l'elemento aleatorio non basta per ritenere illeciti ed immorali, al pari del giuoco d'azzardo, gli affari di Borsa: esso si presenta nei contratti di Borsa, tranne che in proporzioni maggiori, come in qualunque ramo del commercio*”. Vedi G. VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929, cit. da E. GIRINO, *op. cit.*, p. 255.

<sup>54</sup> Quale la qualificazione dell'emittente dello strumento. Si veda E. GIRINO, *op. cit.*, p. 271. Disposizione analoga era peraltro contenuta nell'art. 23, comma 4, della l. 2 gennaio 1991, n. 1.

<sup>55</sup> Ivi, pp. 276-278.

1 del Gaming Act del 1892. La definizione di scommessa, offerta dalla *case law*<sup>56</sup>, sembra adattarsi ai contratti derivati che ricadrebbero quindi nelle previsioni dei due Gaming Acts. Tuttavia, già a partire dal 1986 il Financial Services and Market Act conteneva una disposizione che escludeva l'applicabilità delle due previsioni. Tale disposizione è stata poi sostituita dalla sezione 412 del Financial Services and Market Act del 2001 ed infine dalla sezione 344 del Gambling Act 2005<sup>57</sup>. Pertanto la situazione è analoga a quella dell'ordinamento italiano poiché esiste una norma che rende inapplicabile ai derivati l'eccezione di gioco o scommessa.

### 2.2.3.3. *Asset/liability management e Arbitrage (cenni).*

A differenza della dottrina italiana, la dottrina inglese individua due ulteriori funzioni dei contratti derivati: da un lato la funzione di gestione dell'attivo e del passivo, dall'altro la funzione di arbitraggio<sup>58</sup>.

L'*asset liability management* viene definita dagli economisti<sup>59</sup> come l'attività di gestione che ha il compito di assicurare che le fluttuazioni del reddito netto da interessi, ovvero del saldo fra interessi percepiti ed interessi corrisposti, siano minimali. Non è questa la sede per approfondire un tema tanto complesso, basti notare che attraverso i derivati (ed in particolare attraverso gli *swaps* su tassi di interesse) è possibile riallineare le posizioni passive alle posizioni attive<sup>60</sup>.

Per quanto riguarda l'arbitraggio si può affermare che i derivati rendono possibile ai contraenti di avvantaggiarsi rispetto a disallineamenti fra andamento dei

---

<sup>56</sup> In particolare dal giudice Hawkins nel caso *Carlill v The Carbolic Smoke Ball Company*, [1892] 2 QB 484, ai paragrafi 490-493. Vengono individuate cinque caratteristiche della scommessa: 1) le parti devono avere una diversa previsione circa un evento futuro 2) vi deve essere un accordo tale per cui nel caso la previsione si avveri la parte vincerà una somma di denaro (o altra utilità) 3) l'unico interesse delle parti deve essere la possibile vittoria del premio 4) le parti devono entrambe essere in una posizione di incertezza circa la possibilità di successo 5) il risultato finale deve essere sconosciuto al momento della stipulazione e dipendente da un evento incerto.

<sup>57</sup> Una interessante analisi comparatistica è offerta da F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. credito*, II, 1993, pp. 617-62, e più di recente, per quanto riguarda l'ordinamento tedesco, B. INZITARI, *Le obbligazioni nel diritto civile degli affari*, Cedam, Padova, 2006, pp. 976 e ss. Per l'ordinamento inglese si può, inoltre, fare riferimento a A. MC KNIGHT, *op. cit.*, pp. 581-589.

<sup>58</sup> Considerata anche dalla dottrina italiana per cui si vedano M. PERRINI, *op. cit.*, p. 70; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 635 e A. SIROTTI GAUDENZI (a cura di), *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Maggioli, Rimini, 2009, pp. 22-23.

<sup>59</sup> Si veda J. C. HULL, *Risk Management and Financial Institutions*, Pearson Prentice Hall, London, 2007; trad. it. E. BARONE, *Risk Management e istituzioni finanziarie*, Pearson Paravia, Piacenza, 2008, pp. 17-19.

<sup>60</sup> Ad esempio quelle di una banca che abbia raccolto depositi a breve termine ed abbia concesso mutui a lungo termine. Si rimanda a A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 21.

prezzi nel mercato del bene sottostante e valore del derivato<sup>61</sup>.

### 3. *Le tipologie di contratti derivati.*

Alcune considerazioni di carattere generale sono necessarie prima di affrontare singolarmente quelli che costituiscono i tre archetipi fondamentali di contratti derivati: *future*, *option* e *swap*.

Un inquadramento dogmatico dei vari strumenti derivati è reso complesso dall'evoluzione finanziaria che costantemente aggiorna e modifica le tipologie esistenti e ne crea di nuove. Il TUF (come modificato dalla direttiva MiFID) cerca, come già notato, di dare una sistematizzazione ai derivati distinguendoli a seconda del sottostante preso come parametro di riferimento. Tale scelta non pare condivisibile poiché se, come detto, oggetto del contratto è un differenziale il sottostante diviene irrilevante da un punto di vista giuridico<sup>62</sup>. Tuttavia una categorizzazione sulla base del sottostante permette di isolare i principali problemi interpretativi che notevolmente differiscono a seconda della natura dell'entità di riferimento. Gli *equity derivatives* pongono, ad esempio, una serie di questioni che ineriscono principalmente al diritto societario e che dovranno essere approfonditamente analizzate.

Tralasciando per il momento l'analisi delle varie tipologie di sottostante, una prima e fondamentale suddivisione è rappresentata dai due insiemi dei derivati *physical settled* e dei derivati *cash settled*. Con queste espressioni si intende indicare da un lato i derivati che sono regolati, e quindi eseguiti, attraverso la consegna del sottostante, dall'altro i derivati che sono regolati attraverso lo scambio di un differenziale.

Si è detto che l'oggetto dei contratti derivati può essere individuato nel differenziale dato dal raffronto fra il prezzo del sottostante fissato dalle parti al momento della conclusione del contratto con quello che lo stesso avrà alla scadenza contrattualmente prevista. Questa caratteristica non viene meno neppure se il

---

<sup>61</sup> Ivi, p. 22.

<sup>62</sup> E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 21-22, afferma che "l'astrattezza pura" è una caratteristica essenziale del derivato. Infatti, una volta concluso il contratto, le vicende che interessano il sottostante sono irrilevanti. L'astrattezza pura del derivato è diversa dall'astrattezza del titolo di credito: in tal caso infatti l'astrattezza è "temporanea" poiché il debitore di una cambiale non può opporsi al pagamento, ma può dedurre successivamente in giudizio l'invalidità del rapporto originario per ripetere il pagamento. Nel caso dei derivati, invece, l'astrattezza è completa e durevole.

contratto contiene una clausola che permette l'adempimento tramite consegna fisica del bene utilizzato come parametro di riferimento. Tale clausola incide soltanto sulla modalità esecutiva del contratto, senza metterne in discussione la natura. Pertanto la suddivisione in derivati *physical settled* e derivati *cash settled* attiene alla fase esecutiva del rapporto e non a quella genetica, posto che un contratto da eseguire in futuro avente ad oggetto il trasferimento della proprietà di un bene non è un contratto derivato, ma un semplice contratto a termine. Come notato dalla dottrina inglese, la clausola di consegna fisica ricorre in un numero limitato di circostanze<sup>63</sup> ed in alcuni casi essa risulta essere impossibile poiché il parametro di riferimento non è costituito da un bene trasferibile<sup>64</sup>.

Un delicato problema interpretativo è posto dalla lett. i) dell'art. 1, comma 2, del TUF che ricomprende fra gli strumenti finanziari i “*contratti finanziari differenziali*” inseriti dal comma 3 del medesimo articolo fra gli “*strumenti finanziari derivati*”. La dottrina si è infatti chiesta se il legislatore abbia così inteso assimilare il derivato al contratto differenziale. La nozione di contratto differenziale è risalente così come risalente è il dibattito sulla natura di tale strumento negoziale<sup>65</sup>. Si potrebbe affermare che la natura del contratto differenziale sia in realtà identica a quella di un contratto di compravendita a termine in base al quale le parti si impegnano al pagamento del differenziale come modalità esecutiva del contratto<sup>66</sup>. In tal caso potrebbe essere agevole individuare la differenza tra questo schema negoziale e gli strumenti derivati nei quali il differenziale costituisce oggetto del contratto e la consegna fisica del bene una semplice modalità esecutiva<sup>67</sup>. Tuttavia rimane il fatto che nel recepire la direttiva MiFID il legislatore

---

<sup>63</sup> Vedi J. BENJAMIN, *op. cit.*, p. 72, dove si afferma che “[l]ess than 2 per cent. of derivatives culminate in the actual delivery of the physical commodity. Instead, the parties agree that the contract should be cash settled”.

<sup>64</sup> Si pensi, ad esempio, ad un derivato che ha come sottostante non singole azioni di una società quotata (o di più società quotate), ma un indice di borsa. In tal caso è evidente l'impossibilità di regolare il contratto tramite la consegna fisica in quanto la proprietà di un indice non può essere trasferita.

<sup>65</sup> Per una ricognizione delle tesi della dottrina sul contratto differenziale si veda F. ROSSI, *op. cit.*, nota 19. Si rimanda anche a G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Giuffrè, Milano, 1999, pp. 77-103, la quale nel distinguere il contratto di swap dal contratto differenziale afferma che “[l]'errore in cui cade chi riconduce lo swap al differenziale, è di sottolineare il semplice effetto economico del contratto, con una valutazione che non è tecnico giuridica, ma di pura convenienza finanziaria” e B. INZITARI, *op. cit.*, p. 978 il quale afferma che “un accostamento del contratto di swap al c.d. contratto differenziale riuscirebbe, ritengo, ingiustificato”.

<sup>66</sup> Così F. FERRARA – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 860-861 e E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 190-192.

<sup>67</sup> Non sarebbe possibile individuare un rapporto di *genus* a *species* poiché ciò che nel contratto

ha modificato il testo dell'art. 1 del TUF ed ha incluso nella lett. i) “*i contratti finanziari differenziali*” servendosi della stessa terminologia utilizzata dal legislatore europeo. Non bisogna però dimenticare che la direttiva ha matrice anglosassone e che il termine utilizzato nella versione inglese è “*contract for differences*” con cui si indica un concetto diverso rispetto a quello di contratto differenziale. Infatti i CFDs sono contratti derivati basati su titoli azionari che permettono di speculare sul prezzo delle azioni senza che nessuna delle parti abbia il possesso fisico dei titoli sottostanti. In sostanza tale espressione indica un *equity derivative* in cui le parti non si scambiano il sottostante, ma il differenziale positivo o negativo derivante dall'andamento del titolo. Pertanto le alternative interpretative sono due: o si ritiene tale nozione priva di una rilevanza sostanziale per il nostro ordinamento<sup>68</sup> o si ritiene, invece, che con essa il legislatore abbia voluto dare rilievo autonomo ai derivati azionari con regolamento in contanti i quali tuttavia già rientrano nella lett. d) del medesimo comma.

Riprendendo adesso la sistematizzazione dei contratti derivati sulla base del sottostante preso come parametro di riferimento, si può affermare che sono identificabili nel TUF quattro gruppi: 1) i derivati finanziari 2) i derivati su merci 3) i derivati creditizi e 4) i derivati “*innovativi*”<sup>69</sup>. Per quanto concerne il secondo gruppo si è già avuto modo di osservare<sup>70</sup> che il legislatore nel recepire la direttiva MiFID ha posto una serie di condizioni alla possibilità di qualificare come strumenti finanziari derivati le operazioni su merci. Infatti occorre la presenza di una serie di elementi di “*finanziarizzazione*”: le parti devono aver pattuito la regolazione in contanti (o questa deve essere possibile a seguito di decisione unilaterale di una delle parti, non dipendente comunque da un'ipotesi di inadempimento); oppure, se il regolamento avviene per consegna fisica, lo strumento deve essere negoziato in un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione; oppure, sempre se il regolamento avviene per consegna fisica del sottostante, lo strumento non deve rispondere a finalità commerciali e deve avere le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati (per cui si veda l'art. 1, comma 2-*bis*, lett. a) del TUF). Da ciò consegue la preferenza

---

differenziale costituisce modalità esecutiva nel derivato costituisce oggetto e viceversa.

<sup>68</sup> Come sostiene E. GIRINO, *op. cit.*, p. 192.

<sup>69</sup> Questi sono i derivati previsti dalla lett. j) dell'art. 1, comma 2, fra cui rientrano i c.d. “*derivati meteorologici*”, basati cioè su variabili climatiche.

<sup>70</sup> Si rimanda a quanto si è detto circa i certificati *en primeur* e la comunicazione della Consob ad essi relativa, Paragrafo 2.2.2 della presente Sezione I.

per l'identificazione dell'oggetto del derivato con il differenziale, poiché se il sottostante è rappresentato da merci ed il regolamento avviene per consegna fisica, il legislatore ha previsto una serie di condizioni per poter continuare a considerare lo strumento come un contratto derivato.

Nei prossimi paragrafi saranno brevemente analizzate le principali tipologie di contratti derivati e le loro articolazioni, dando maggiore spazio ai derivati azionari ed in particolare all'*equity swap*<sup>71</sup>. Poiché, come già osservato, è difficile sistematizzare gli strumenti finanziari derivati, una definizione generale può permettere di comprendere come mai si identifichino in una stessa nozione entità che appaiono tanto diverse. Vi sono caratteri comuni che permettono di affermare che il derivato è lo strumento che trae origine da un contratto che insiste su un'entità fondamentale di riferimento, il cui oggetto è rappresentato dal differenziale fra valore a pronti e valore a termine di tale entità, la cui esecuzione è differita nel tempo ed in cui il rischio è componente essenziale<sup>72</sup>.

### 3.1. *Il future.*

Nell'analisi di tale strumento si userà il termine *future* come sinonimo del termine *forward* e quindi con esso interscambiabile. Occorre tuttavia tenere presente che in genere si utilizza il termine *future* per indicare gli strumenti negoziati in un mercato regolamentato ed il termine *forward* per indicare invece gli strumenti negoziati fra privati<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Tuttavia, prima di passare all'analisi delle varie tipologie di derivati, merita ricordare una considerazione circa la nozione di tali strumenti. Si è detto che una corretta definizione giuridica di "strumento derivato" non può limitarsi alla constatazione prettamente economica che tale strumento deriva il suo valore da una diversa entità, ma deve aggiungere qualcosa che permetta di coglierne la struttura essenziale. Perciò la dottrina ha osservato che i derivati si basano su uno fra due elementi: un elemento a termine o un diritto di opzione. Data questa bipartizione, che essenzialmente ripropone la differenza fra *forwards* (e *futures*) ed *options*, si può affermare che le altre tipologie, fra cui lo *swap* ed i derivati complessi, presentano elementi simili alle due categorie fondamentali e ne costituiscono specificazioni. Vedi A. PERRONE, *op. cit.*, p. 15, il quale mantiene questa impostazione nell'analizzare le varie tipologie.

<sup>72</sup> Cfr. E. GIRINO, *op. cit.*, p. 53. Questa definizione generale di contratto derivato aderisce alla tesi della dottrina che ritiene l'alea non la causa, bensì un elemento essenziale del contratto derivato. L'enunciazione del problema e delle diverse opinioni della dottrina richiederebbe una lunga esposizione che non rientra negli scopi di questo lavoro. Si può rimandare a E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 281-289, per un'attenta analisi della dottrina rilevante; ed a R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1997, I, pp. 112 e ss, per un'autorevole opinione a riguardo limitata però al contratto di *swap*.

<sup>73</sup> Si vedano fra gli altri A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit, p. 44; R. GENGATHAREN, *op. cit.*, pp. 13-16 e A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, cit., pp. 15-24. Si vedano anche le lett. g) e j) dell'art. 1, comma 2,

Trattando delle origini dei contratti derivati è stato osservato che *future* ed *option* rappresentano gli archetipi fondamentali di tali strumenti e che il loro utilizzo è testimoniato già a partire da epoche antiche. In particolare, si può affermare che il *future*, presentando uno schema di funzionamento elementare che ben si adattava a strategie di gestione del rischio legato ad oscillazioni dei prezzi delle merci, nasce come strumento con prevalenti finalità di copertura anche se non tarda ad affermarsi come strumento idoneo a perseguire finalità speculative.

Si può definire il *future* come quel contratto in base al quale una parte si impegna ad acquistare o vendere una certa quantità di un determinato bene ad una certa scadenza e ad un prezzo prefissato<sup>74</sup>. Il differenziale è rappresentato dal confronto fra prezzo di mercato del bene alla scadenza del contratto (prezzo *spot*) e prezzo del bene stabilito dalle parti al momento della conclusione del contratto. A differenza dell'*option* il *future* non attribuisce una facoltà di scelta al compratore a fronte di una posizione di soggezione del venditore e non è quindi previsto alcun premio che il compratore deve corrispondere. Alla scadenza, infatti, il contratto verrà eseguito a prescindere dal risultato positivo o negativo che la sua esecuzione può determinare in capo al compratore.

### 3.1.1. Alcune articolazioni del future.

Occorre premettere che la nascita dei mercati dei *futures* si fa comunemente risalire al 1848 con la creazione del Chicago Board of Trade mentre lo sviluppo dei *financial futures*, ovvero dei *futures* aventi ad oggetto entità finanziarie (fra cui titoli, valute, tassi d'interesse...), ebbe inizio a partire dagli anni '70 con l'istituzione dell'International Commercial Exchange sempre a Chicago<sup>75</sup>. I *financial futures* si distinguono dai *commodity futures* i quali hanno invece come parametro di riferimento delle merci.

Due articolazioni fondamentali di questo strumento derivato sono

---

del TUF.

<sup>74</sup> Vedi E. GIRINO, *op cit.*, p. 54 e Regolamento Banca d'Italia del 4 agosto 2000, Titolo IV, punto 5.11, n.1.

<sup>75</sup> Per una più dettagliata analisi delle origini vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 255-289. L'autore sostiene che all'interno della tipologia che abbiamo definito come *financial future* vi è una differenza fra un *future* su un titolo obbligazionario ed un *future* su un tasso di interesse: il primo corrisponderebbe al tipo contrattuale della compravendita, il secondo a quello del contratto differenziale semplice. Tale orientamento non pare condivisibile in quanto, come osservato, oggetto del contratto è comunque il differenziale e la consegna assume semmai il ruolo di modalità esecutiva.

rappresentate dall'*interest rate future* e dal *currency future*<sup>76</sup>. Con il primo si indica un *future* su tassi d'interesse in funzione di copertura rispetto al rischio di deprezzamento di titoli eventualmente detenuti<sup>77</sup>. Con il secondo si indica un *future* su una determinata valuta con l'obiettivo di proteggersi rispetto ad oscillazioni della stessa<sup>78</sup>. Rispetto al *currency future* si è posto un problema interpretativo circa la possibilità di qualificare tale strumento alla stregua di una compravendita di valuta a termine. La questione non è di poco conto in quanto, se si ritiene che tale strumento sia in realtà una compravendita a termine, ad esso non dovrebbe applicarsi la disciplina che regola l'intermediazione finanziaria. La giurisprudenza ha dato però risposta negativa affermando che il discrimine fra una compravendita a termine su valuta ed un contratto "*a termine su strumenti finanziari*" risiede nel fatto che oggetto della prima è la valuta mentre oggetto del secondo non è un bene, ma un differenziale<sup>79</sup>.

### 3.2. *Le opzioni.*

Il funzionamento di un contratto derivato di opzione è piuttosto semplice da comprendere poiché in sostanza coincidente con il diritto di opzione di cui all'art 1331 del codice civile ai sensi del quale "*[q]uando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329*"<sup>80</sup>. Si può infatti definire il

---

<sup>76</sup> Vedi E. GIRINO, op. cit., pp. 68-70 e F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 271-277.

<sup>77</sup> Ad esempio, un operatore X che detenga un certo numero di titoli di Stato a scadenza semestrale, per un importo nominale di 100 e ad un tasso di interesse determinato può temere che un innalzamento dei tassi d'interesse di mercato possa determinare un deprezzamento dei suoi titoli. Egli allora conclude un *future* a scadenza quadrimestrale con un operatore Y che nutra aspettative opposte in base al quale sarà tenuto a vendere i titoli a 95. Se a scadenza le sue previsioni risulteranno fondate ed i titoli saranno prezzati a 80, X realizzerà un differenziale positivo pari a 15.

<sup>78</sup> Ad esempio un operatore X che voglia procurarsi a termine un capitale di 100 in una certa valuta e tema rialzi della quotazione valutaria concluderà con Y un *currency future* con il quale si impegna a comprare da Y 100 al prezzo di cambio di 1. Se alla scadenza il prezzo di cambio risulterà pari a 1,20 X avrà realizzato un differenziale positivo di 20.

<sup>79</sup> App. Milano 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2004, II, 297; e, più di recente, Corte Costituzionale 10 febbraio 2010, n. 52 per cui vedi Paragrafo 2.2.2 della presente Sezione.

<sup>80</sup> Un'altra interpretazione è tuttavia possibile. In dottrina è stata sostenuta una tesi che si fonda sulla differenza fra opzioni scambiate fra privati ed opzioni scambiate in mercati regolamentati. In virtù del fatto che le opzioni standardizzate funzionano spesso sulla base di un meccanismo automatico che rende superflua una ulteriore dichiarazione di volontà del beneficiario nel caso in cui a scadenza l'opzione sia *in the money*, è stato sostenuto che tali opzioni siano in realtà

contratto di opzione come quel contratto derivato che attribuisce ad una delle parti il diritto (non l'obbligo) di comprare o vendere determinate entità sottostanti ad/entro una certa scadenza e ad un prezzo prefissato<sup>81</sup>. Ovviamente oggetto del contratto è lo scambio del differenziale fra prezzo stabilito a pronti e prezzo a termine difettando, come in tutti i contratti derivati, un reale intento acquisitivo delle parti. Tuttavia l'esecuzione del contratto può avvenire anche tramite consegna fisica del sottostante (ferme restando le considerazioni fatte circa i derivati su merci)<sup>82</sup>. Concentrandosi sulla coppia potere-soggezione la dottrina inglese aggiunge una considerazione essenziale per meglio comprendere tale strumento e per capire in cosa differisca dal *future*. Viene infatti osservato che il rischio per il venditore di una *option* è elevato poiché il compratore eserciterà il suo diritto solo se per lui conveniente<sup>83</sup>. Per tale motivo è previsto un premio che il compratore paga al venditore quale “compenso” per la posizione di soggezione in cui lo strumento lo pone<sup>84</sup>.

Sono individuabili due modelli dello schema appena illustrato: si distingue infatti fra *call option* e *put option*. La prima conferisce al compratore il diritto di acquistare il sottostante, mentre la seconda conferisce il diritto di vendere il sottostante. Entrambe sono esercitabili ad una certa data (o entro una certa data) ed

---

contratti sottoposti a condizione sospensiva unilaterale (a vantaggio del solo beneficiario) e non siano riconducibili al disposto dell'art. 1331 codice civile. Con il pagamento del premio, il beneficiario avrebbe acquistato non il diritto di esercitare l'opzione, ma quello di recedere se lo ritiene opportuno. Si rimanda per un'analisi del tema e per riferimenti più specifici alla dottrina a S. VANONI, *Azioni proprie e contratti derivati*, Giappichelli, Torino, 2008, pp. 145-148. Tale impostazione non pare condivisibile perché anche il meccanismo di funzionamento di un'opzione automatica si può ricondurre all'interno della fattispecie di cui all'art. 1331 semplicemente ritenendo che il beneficiario ha in realtà già stabilito che in caso di opzione *in the money* il suo diritto verrà esercitato automaticamente, potendo egli peraltro cambiare idea.

<sup>81</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 354-357 e E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, p. 632. Vedi anche Regolamento Banca d'Italia del 4 agosto 2000, Titolo IV, punto 5.11, n. 2.

<sup>82</sup> E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 383, sostiene che anche se il contratto di opzione prevede quale modalità esecutiva la consegna del sottostante, ciò non esclude che la parte che riceve il bene possa venderlo immediatamente sul mercato “monetizzando” così l'eventuale differenziale positivo. Così anche una *option* con regolamento per consegna fisica mantiene comunque quale suo oggetto il differenziale.

<sup>83</sup> Cfr. A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 28. L'autore distingue *future* ed *option* affermando rispetto a quest'ultima che “[t]his right-without-obligation is in contradistinction to the obligation to pay regardless of the profitability of the transaction which is bound up in forwards and futures regardless of whether or not the contract is profitable for its buyer. In consequence there is clearly risk for the seller bound up in an option because, if the option is exercised that will only be because it is profitable for its buyer”.

<sup>84</sup> E. GIRINO, *op. cit.*, p. 62 parla di elasticità dello strumento che permette più degli altri derivati il controllo di un evento futuro ed incerto.

al prezzo stabilito al momento della conclusione<sup>85</sup>. Si riconoscono poi due modelli relativamente al termine di esercizio: *American option* ed *European option*. La prima conferisce ampio margine di libertà di scelta al compratore poiché è esercitabile in qualunque momento all'interno dell'intervallo di tempo fra la conclusione e la scadenza del contratto. La seconda è invece esercitabile solo a scadenza. La modalità di esercizio può essere automatica o semiautomatica a seconda che a scadenza il compratore debba o meno manifestare la volontà di esercitare o non esercitare il suo diritto.

Un esempio può chiarire meglio il funzionamento di tale strumento e può rendere più semplice comprendere cosa intenda la dottrina inglese quando opera una differenziazione fra *option in the money*, *at the money* ed *out of the money*<sup>86</sup>. Si potrebbe ipotizzare la seguente situazione: da un lato, un soggetto X ha aspettative circa il rialzo in sei mesi del prezzo delle azioni della società Y; dall'altro, un soggetto Z, realmente proprietario di un certo numero di azioni di Y, ha aspettative opposte. Se X vuole mantenere un margine di scelta (che non gli sarebbe lasciata da un contratto *future*) chiederà a Z di vendergli una *American/European call option* a fronte di un premio per la sua concessione di 10 ed al prezzo di esercizio (*strike price*) di 100. Se a scadenza il valore del titolo sarà salito a 120 l'opzione è *in the money* e ad X conviene esercitarla realizzando un differenziale positivo di 10 (ottenuto sottraendo lo *strike price* ed il premio al prezzo del titolo). Se a scadenza il valore del titolo sarà sceso a 90 l'opzione è *out of the money* e ad X conviene non esercitarla perdendo così solo il premio. Infine, se a scadenza il valore del titolo coincide con lo *strike price* l'opzione è *at the money* e per X è indifferente esercitare o non esercitare il suo diritto in quanto in entrambi i casi sopporterebbe una perdita pari al premio<sup>87</sup>.

---

<sup>85</sup> Per quanto attiene alla modalità esecutiva entrambe possono essere *physical* o *cash settled*.

<sup>86</sup> Vedi A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 29; P. WOOD, *op. cit.*, pp. 431-432.

<sup>87</sup> Ovviamente le operazioni di *pricing* di un derivato sono più complesse di quanto possa sembrare dall'esempio riportato. Tuttavia queste implicano profonde conoscenze matematiche e finanziarie che esulano da un'analisi giuridica. Si rimanda per approfondimenti a H. S. SCOTT, *International Finance: Law and Regulation*, Sweet&Maxwell, London, 2004, pp. 394-397. Per una analisi delle cosiddette opzioni esotiche si rimanda a E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 58-61.

### 3.2.1. Alcune articolazioni delle opzioni.

L'opzione convertita e l'opzione sintetica sono due strumenti dal funzionamento complesso, ma rientranti senza dubbio nel modello descritto<sup>88</sup>.

La prima si ha quando un operatore compra una *put option* e, anche a distanza di tempo, vende una *call option*. In questo modo, prescindendo da analisi economiche, si può in generale osservare che l'operatore crea uno strumento simile al *future* in quanto da un lato si trova in una posizione di potere, conferitogli dalla *put*, dall'altro si trova in una posizione di soggezione, derivante dalla *call*<sup>89</sup>. Tuttavia, mentre nel caso di un *future* entrambe le parti sanno che a scadenza saranno chiamate ad adempiere le rispettive obbligazioni, nel caso dell'opzione convertita l'esercizio della stessa rimane incerto e legato a valutazioni delle parti che considerano l'andamento del mercato e la convenienza di un eventuale esercizio.

La seconda invece si ha quando l'operatore da un lato acquista una *call option* o vende una *put option* e dall'altro vende o compra, a pronti o a termine, il sottostante sul mercato. In questo caso lo strumento coniuga la compravendita reale del sottostante con la stipulazione di un derivato rendendo più semplice per l'operatore reagire ai cambiamenti dei prezzi nel mercato<sup>90</sup>.

Un problema interpretativo è posto dai contratti *cap*, *floor* e *collar* che costituiscono insieme un modello di derivato denominato *interest rate option*. È opportuno analizzare brevemente il funzionamento di tali strumenti per poter comprendere se le *interest rate options* sono realmente ascrivibili al modello generale di opzione, come descritto nel precedente paragrafo, oppure se di tale modello conservano soltanto il nome avvicinandosi maggiormente per caratteristiche funzionali al *future* (*cap* e *floor*) o allo *swap* (*collar*).

Queste tre fattispecie consentono di proteggersi contro le oscillazioni di un tasso di interesse variabile: verso l'alto (*cap*), verso il basso (*floor*) oppure di incrociare entrambe le posizioni (*collar*)<sup>91</sup>. Ciò che si verifica nel *collar* è in

---

<sup>88</sup> Per cui vedi A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 36-41 e E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 82-88.

<sup>89</sup> *Ibid.*

<sup>90</sup> *Ibid.*

<sup>91</sup> Un breve esempio può aiutare a comprendere il funzionamento di tali strumenti: un operatore X debitore di una somma di denaro a scadenza quinquennale ad un tasso calcolato ogni sei mesi sulla base di un parametro variabile vuole proteggersi contro oscillazioni verso l'alto del tasso di

sostanza uno scambio fra due operatori di un tasso variabile contro un tasso fisso aggiungendo a questo meccanismo di scambio, simile ad uno *swap*, il pagamento di un premio che il compratore dello strumento corrisponde alla controparte<sup>92</sup>.

Ciò che avviene invece nel *floor* e nel *cap* è lo scattare di una obbligazione di corrispondere una somma di denaro se il tasso scende al di sotto o supera quello di riferimento con un meccanismo automatico analogo al *future*. In realtà, ciò che differenzia da un lato il *collar* e, dall'altro, il *floor* e il *cap* rispettivamente dallo *swap* e dal *future* è il pagamento di un premio che ha portato taluni ad avvicinare le opzioni su tasso di interesse ad un contratto di assicurazione<sup>93</sup> altri a considerarle alla stregua di un contratto di somministrazione di denaro<sup>94</sup>. Certamente il funzionamento di tali strumenti rende difficile un loro completo accostamento all'*option* intesa come quel contratto che attribuisce un diritto di scelta al compratore. Tuttavia, è preferibile continuare a considerarli come contratti atipici che coniugano elementi di altri derivati di cui costituiscono una combinazione, piuttosto che considerarli alla stregua di contratti tipici disciplinati dal codice civile che male si adattano alle caratteristiche generali che accomunano tutti i derivati, prima fra tutte la possibilità di perseguire con essi anche finalità speculative<sup>95</sup>.

### 3.3. *Lo swap.*

Lo *swap* è fra le tre tipologie fondamentali di contratti derivati quella di più recente creazione. Tale strumento è stato creato nella seconda metà del '900 dagli

---

interesse. Egli sa che il massimo tasso che può sostenere è il 10 per cento e compra un *cap* quinquennale in base al quale la controparte si impegna a pagare una somma di denaro se il tasso variabile supera il tasso massimo fissato. Si può immaginare che X invece di essere debitore sia creditore a tasso variabile e che voglia garantirsi un rendimento minimo. Egli potrà comprare un *floor* quinquennale in base al quale la controparte si impegna a pagare una somma di denaro nel caso in cui il tasso variabile scenda al di sotto del tasso minimo fissato. Se poi lo stesso operatore vuole ridurre il costo del premio del *cap* che è tenuto a corrispondere alla controparte contemporaneamente all'acquisto di un *cap*, venderà un *floor* e l'operazione assumerà il nome di *collar*.

<sup>92</sup> Per un'analisi dettagliata vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 291-326 e A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., pp. 70-72.

<sup>93</sup> *Ibid.* Ipotesi giustamente smentita in quanto la causa del contratto di assicurazione è il trasferimento del rischio, mentre nel contratto di opzione la causa può essere meramente speculativa.

<sup>94</sup> Vedi F. CHIOMENTI, *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, pp. 387 e ss. Non pare comunque condivisibile tale opinione in quanto il premio non sembra poter essere considerato come il corrispettivo della prestazione futura che potrebbe anche mancare del tutto.

<sup>95</sup> Cfr. A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, cit., p. 43.

operatori per aggirare le restrizioni valutarie allora esistenti. Da un punto di vista morfologico, il termine, mutuato dall'inglese, viene tradotto come “scambio” ed infatti, come si osserverà, lo *swap*, nelle sue varie articolazioni, implica uno scambio a termine di una determinata entità fra due operatori.

Una operazione risalente al 1981 fra la Banca Mondiale e la IBM è stata fra le prime ad utilizzare uno *swap* ed in particolare un *interest rate and currency swap*<sup>96</sup>. In particolare, la IBM aveva emesso un prestito obbligazionario pari ad un miliardo di dollari e contemporaneamente si era finanziata in marchi e franchi svizzeri. A fronte di una rivalutazione del dollaro rispetto alla valuta tedesca ed alla valuta svizzera, la IBM stipulò un accordo con la Banca Mondiale in base al quale quest'ultima emise obbligazioni in dollari di durata equivalente a quelle emesse da IBM. Le posizioni debitorie vennero poi scambiate: la Banca Mondiale si assunse l'obbligo di pagare il debito di IBM in franchi svizzeri e marchi, mentre IBM si assunse l'obbligo di pagare il debito della Banca Mondiale in dollari. In questo modo la società americana riuscì a riportare il suo indebitamento in un'unica valuta. Grazie al prestigio di cui godevano le controparti, a partire da tale operazione il mercato degli *swap* cominciò a svilupparsi conquistandosi immediatamente il favore degli operatori.

In generale lo *swap* può essere definito come quel contratto derivato tramite il quale due parti si assumono le rispettive posizioni debitorie rimanendo ciascuna obbligata verso il proprio creditore, ma procurandosi a termine ed a condizioni prestabilite quanto necessario per assolvere la propria obbligazione<sup>97</sup>. In dottrina è stato osservato che lo *swap* potrebbe rientrare nella fattispecie dell'accollo interno in base alla quale due parti si mettono d'accordo affinché una si accoli il debito dell'altra senza che il creditore sia coinvolto nella pattuizione e spesso addirittura senza esserne informato<sup>98</sup>. In sostanza, ciò che si verifica rispetto ad un *interest rate swap* è un duplice accollo interno tramite il quale due debitori si scambiano le

---

<sup>96</sup> Sulla descrizione di tale operazione si vedano fra gli altri: F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 43-47; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2010, I, pp. 39-40 e D. AVERSA e M. ALPIGIANI, *Disciplina giuridica dei derivati*, Le Fonti, Milano, 2009, pp. 61-63.

<sup>97</sup> Spesso si richiama per la definizione il caso *Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, HL 24 gennaio 1991, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1991, II, 433, considerato *leading case* in tema di *swaps* conclusi da autorità locali: vedi ad esempio R. GENGATHAREN, *op. cit.*, pp. 77-79; vedi anche A. M. CAROZZI, *La qualificazione giuridica del contratto di “swap”*, in *Dir. e prat. soc.*, 2004, fasc. 8, p. 38.

<sup>98</sup> Ad esempio da E. GIRINO, *op. cit.*, p. 67.

rispettive posizioni. Senza dubbio questa possibilità di accostare lo *swap* ad una fattispecie nota alla dottrina civilistica, pur non potendo portare a ritenere che tale contratto non costituisca una fattispecie autonoma ed atipica, può renderne più semplice la comprensione<sup>99</sup>.

### 3.3.1. Alcune articolazioni dello *swap*.

Lo *swap*<sup>100</sup> è forse la tipologia di contratti derivati da cui si è sviluppato il maggior numero di articolazioni. L'operazione di sistematizzazione risulta essere perciò complessa ed un'analisi esaustiva di tutte le varie categorie non rientra nei fini di questo lavoro. Si indicano quindi le due declinazioni fondamentali del modello rappresentate dall'*interest rate swap* e dal *currency swap*, rimandando per ora l'analisi dell'*equity swap*.

L'*interest rate swap* si basa su tassi d'interesse e determina uno scambio fra due operatori, indebitati a tassi differenti, delle proprie posizioni debitorie. In realtà, come già osservato, le parti rimangono obbligate verso il creditore originario, ma convengono di scambiarsi, per un periodo di tempo determinato, flussi di cassa corrispondenti agli interessi (a tasso fisso o variabile) calcolati su un capitale nozionale di riferimento<sup>101</sup>. È stato osservato da alcuni autori che normalmente la regolazione di tale contratto avviene attraverso lo scambio di un differenziale a termine tramite un meccanismo compensativo, piuttosto che attraverso un reale scambio di flussi di cassa a scadenze prefissate<sup>102</sup>. Tale impostazione è coerente con l'identificazione dell'oggetto del contratto derivato nel differenziale, ma non è da tutti condivisa in dottrina<sup>103</sup>. In ogni caso, si può osservare che l'effetto finale dell'operazione consisterà in un'inversione dei rispettivi indebitamenti: la parte originariamente indebitata a tasso fisso si troverà indebitata a tasso variabile e

---

<sup>99</sup> Sulla atipicità del contratto di *swap*, vedi A. M. CAROZZI, *op. cit.*, p. 40-40.

<sup>100</sup> Per un'analisi della giurisprudenza in tema di contratto di *swap* vedi V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contr.*, 2009, pp. 1133 e ss.

<sup>101</sup> Vedi G. RACUGNO, *op. cit.*, p. 41. Si può immaginare la seguente situazione: due debitori X ed Y entrambi indebitati per lo stesso ammontare (nella stessa valuta) e per un uguale periodo di tempo, ma X a tasso fisso ed Y a tasso variabile, concludono un *interest rate swap*. In base a tale contratto X assume l'obbligo di corrispondere a Y a determinate scadenze una somma pari agli interessi calcolati a tasso variabile sul capitale di riferimento ed Y assume l'obbligo di corrispondere ad X una somma pari agli interessi calcolati a tasso fisso sul capitale di riferimento.

<sup>102</sup> Vedi E. GIRINO, *op. cit.*, p. 63 e R. AGOSTINELLI, *op. cit.*, pp. 113 e ss.

<sup>103</sup> Particolarmente critico è F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 55, ma vedi anche G. CAPALDO, *op. cit.*, pp. 8-10.

viceversa.

Il *currency swap* ha invece come sottostante valute diverse e permette a due operatori di scambiarsi a termine e ad un tasso di cambio predeterminato un debito espresso in valuta diversa rispetto al paese di residenza<sup>104</sup>. L'utilizzo di tale strumento è spesso connesso alla necessità di convertire in moneta nazionale i risultati di una raccolta di capitali effettuata in una valuta differente rispetto a quella del paese di residenza dell'emittente<sup>105</sup>. Se oltre allo scambio di valuta le parti concordano di effettuare pagamenti intermedi dei tassi di interesse lo strumento assume la denominazione di *interest rate and currency swap*.

#### 4. I “derivati complessi” e i derivati di credito (cenni).

I “derivati complessi” e i derivati di credito rappresentano due fattispecie centrali nell'analisi degli strumenti finanziari derivati. Non è tuttavia possibile fornire un quadro completo che richiederebbe uno spazio maggiore rispetto a quello che in questo lavoro può essergli dedicato. La scelta stessa di inserire in un unico paragrafo l'esposizione di due fattispecie così diverse è dettata da semplici esigenze di sintesi espositiva. L'approfondimento sarà quindi limitato ai caratteri essenziali di queste due fattispecie.

Se la sistematizzazione dei derivati “semplici” risulta essere operazione complicata vista la continua creazione di strumenti nuovi per rispondere alle mutevoli esigenze del mercato, ancor meno agevole appare la sistematizzazione dei “derivati complessi”. Questi possono essere definiti come quei contratti che traggono origine da una combinazione fra elementi appartenenti a derivati diversi dando origine a nuove figure negoziali<sup>106</sup>. Non si tratta dunque di semplici accostamenti di elementi di fattispecie diverse che mantengono ciò nonostante una loro autonomia negoziale, ma di operazioni che danno origine ad entità contrattuali

---

<sup>104</sup> Ad esempio: un operatore X residente in America indebitato per 100 euro con scadenza annuale ed un operatore Y residente in Italia esposto per 150 dollari (ipotizzando un cambio pari a 1 euro=1,5 dollari) con medesima scadenza possono decidere, attraverso un *currency swap*, di scambiarsi a scadenza l'importo espresso nella valuta di residenza ad un cambio prestabilito (1 euro= 1,6 dollari) cosicché la convenienza dell'operazione dipende dall'andamento della valuta nel periodo di riferimento. Peraltro il meccanismo di funzionamento è reso complesso dal fatto che spesso l'operazione è posta in essere con un duplice scambio di valute, uno a pronti ed uno a termine. Vedi G. CAPALDO, *op. cit.*, pp. 39-42.

<sup>105</sup> Cfr. E. GIRINO, *op. cit.*, p. 106.

<sup>106</sup> Vedi E. GIRINO, *op. cit.*, p. 121, il quale fornisce un'analisi completa delle varie tipologie di derivati complessi.

giuridicamente distinte.

Il riferimento a due fattispecie particolari può aiutare a comprendere questo strumento. Il *future option* permette ad esempio di assicurare al compratore la facoltà di stipulare a determinate scadenze predefinite un contratto *future* e trova una particolare articolazione nella *stock index option*. Il “derivato complesso” maggiormente conosciuto è forse la *swoption* che conferisce ad una parte il diritto di scegliere in futuro se concludere o meno un determinato *swap*. Nella prassi tuttavia tale strumento può assumere caratteristiche diverse: in genere infatti la conclusione dello *swap* viene subordinata non all'esercizio di un diritto di opzione, ma al verificarsi di una determinata condizione. In tal modo la conclusione del contratto di *swap* risulta dipendere dall'avverarsi di una condizione sospensiva<sup>107</sup>.

I derivati di credito rappresentano una categoria di strumenti che ha avuto una incredibile diffusione nel corso dell'ultimo decennio. La dottrina ha dedicato ampio spazio all'analisi di questo strumento che risulta essere caratterizzato da grande complessità<sup>108</sup>. In sintesi, l'idea fondamentale che sta alla base di tali operazioni consiste nel trasferimento dal creditore ad un terzo del rischio di inadempimento del debitore. Tali contratti rendono possibile un isolamento del rischio di credito che viene trattato a tutti gli effetti come un sottostante suscettibile di trasferimento, rendendo non necessaria la cessione del credito stesso e permettendo in tal modo di aggirare la disciplina civilistica che richiede ai fini della opponibilità della cessione il consenso del debitore ceduto o la notificazione allo stesso dell'avvenuta cessione<sup>109</sup>. Articolazione fondamentale di questo strumento è rappresentata dal *credit default swap*<sup>110</sup> il quale permette ad un creditore, a fronte della cessione di parte del rendimento del credito, di trasferire ad un terzo il rischio di inadempimento del proprio debitore. Il terzo, chiamato “*venditore di protezione*”, si accolla l'eventuale perdita derivante da inadempimenti del debitore. Tale

---

<sup>107</sup> *Ibid.* Vedi anche A. HUDSON, *The Law On Financial Derivatives*, cit., p. 75.

<sup>108</sup> Da ricordare il contributo di F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Profili civilistici e regolamentari*, Giuffrè, Milano, 1998; per quanto riguarda la dottrina inglese si rimanda a A. HUDSON (ed), *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law*, Kluwer Law International, London, 2000.

<sup>109</sup> Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Profili civilistici e regolamentari*, cit., pp. 3-17.

<sup>110</sup> Cfr. A. HUDSON (ed), *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law*, cit., pp. 10-16; E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 134-136; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 398-417 e F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Profili civilistici e regolamentari*, cit., pp. 19-46. La riconducibilità dei derivati di credito alla categoria degli strumenti finanziari derivati è criticata da E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 208-223.

operazione si caratterizza per il fatto che le parti che la pongono in essere agiscono con finalità diverse: il creditore agisce con la finalità di proteggersi da un inadempimento del debitore, mentre il terzo agisce con una finalità speculativa.

## 5. *Gli equity derivatives.*

Gli *equity derivatives*, o derivati azionari, hanno un'importanza fondamentale nell'ambito del tema della dissociazione fra diritto di voto e proprietà economica di una partecipazione azionaria.

Come già detto, la sintetica disamina delle principali questioni in tema di contratti derivati ha permesso di fornire un quadro di riferimento che sarebbe mancato se l'esposizione avesse preso avvio direttamente dall'analisi dei derivati azionari ed in particolare dell'*equity swap*.

L'origine di questi strumenti è piuttosto recente ed un concreto interesse della dottrina ha cominciato a manifestarsi intorno agli anni '90<sup>111</sup>. Peraltro, i derivati azionari non costituiscono una categoria a sé stante di strumenti finanziari derivati. Ferma restando la tripartizione degli archetipi fondamentali, ciò che li differenzia dagli altri derivati è la tipologia di sottostante rappresentata, in questo caso, da azioni (o titoli ad esse equivalenti, secondo il disposto dell'art. 1, comma 1-*bis*, lett. a) TUF) o da indici azionari<sup>112</sup>. Pertanto *future*, *option* e *swap* basati su sottostanti di natura azionaria non differiscono, quanto alla configurazione giuridica, dagli altri derivati. Tuttavia, i problemi che essi determinano sono, per certi versi, differenti e capaci di incidere sull'esercizio del diritto di voto in assemblea, da un lato, e sulla trasparenza degli assetti proprietari, dall'altro lato.

In generale, possiamo definire i derivati azionari come quei contratti aventi come sottostante azioni (di una singola società oppure un paniere di azioni) oppure indici azionari che, in coerenza con la tripartizione dei derivati, si suddividono in<sup>113</sup>: (i) *equity forward transaction*; (ii) *equity option transaction*; (iii) *equity swap*

---

<sup>111</sup> Si veda ad esempio A. AVANZO, *Gli "equity derivatives"*, A&F, 1992, fasc. 15, pp. 909 e ss.

<sup>112</sup> Discorso analogo vale per i derivati di credito che, come osservato, hanno come sottostante il rischio di inadempimento.

<sup>113</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 502 e A. AVANZO, *op. cit.*, p. 909. Quest'ultimo afferma che "[l]'*equity derivative* è uno strumento finanziario il cui ritorno è indicizzato all'andamento di un indice azionario."

*transaction*<sup>114</sup>. Tramite tali strumenti, scambiati sia nel mercato regolamentato che in operazioni *over the counter*, l'investitore si espone all'andamento di un certo titolo o di un certo indice senza dover comprare direttamente sul mercato i titoli stessi.

Il *future* azionario viene da alcuni ricondotto alla figura del *forward rate agreement*, assimilabile ad un contratto a termine, che permette di predeterminare il tasso d'interesse applicabile ad una certa operazione<sup>115</sup>. Tuttavia questa assimilazione appare impropria in quanto in una *equity forward transaction* il sottostante preso come parametro di riferimento non è un tasso d'interesse<sup>116</sup>, ma una "entità" di natura azionaria.

Nel prosieguo si analizzeranno le origini e gli sviluppi dei derivati azionari, nonché le diverse tipologie di operazioni.

### 5.1. *Origine e sviluppi.*

Una preliminare ricognizione storica sull'evoluzione degli *equity derivatives* è necessaria per comprendere come e perché gli scambi aventi ad oggetto tali strumenti si sono intensificati nel corso del tempo.

Le prime operazioni in mercati regolamentati, accolte con un certo scetticismo dagli operatori, sono state compiute a partire dagli inizi degli anni '70 negli Stati Uniti e sono consistite in opzioni aventi ad oggetto azioni di società quotate (*listed stock option*) e *futures* basati su indici azionari (*stock index future*)<sup>117</sup>. È interessante mettere in rilievo il fatto che gli strumenti aventi come sottostante indici azionari si sono sviluppati in un momento successivo rispetto alle opzioni su azioni di società quotate i cui primi scambi, promossi dalla Chicago Board Options Exchange, risalgono all'aprile del 1973, mentre i primi *index futures*

---

<sup>114</sup> Questa tripartizione ricorre anche nelle *Equity Derivatives Definitions* fornite dalla International Swaps and Derivatives Association (ISDA) nel 2002 e disponibili sul sito <http://associacaodeinvestidores.com/blog/wp-content/uploads/2010/06/isda-2002-isda-equity-derivatives-definitions.pdf>.

<sup>115</sup> Vedi F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 502, mentre per una descrizione della fattispecie del *forward rate agreement* si può fare riferimento allo stesso Autore, pp. 228-253.

<sup>116</sup> Vedi E. GIRINO, *op. cit.*, p. 119. Il tasso d'interesse è uno dei due parametri di riferimento solo per quanto riguarda gli *swaps* azionari.

<sup>117</sup> Per un interessante e completo resoconto dell'evoluzione degli *equity derivatives* si rimanda a J. M. H. HILL e B. DUNN, *A Historical Perspective on Equity Derivatives*, pp. 34- 51, in J. C. FRANCIS, W. W. TOY e J. G. WHITTAKER (eds), *The Handbook of Equity Derivatives*, John Wiley&Sons, New York, 2000.

furono conclusi circa un decennio dopo. Il primo *equity swap* fu invece introdotto dalla Bankers Trust Company nel 1989, ma a differenza delle altre tipologie di derivati azionari non esiste un mercato regolamentato per lo scambio di questi strumenti.

L'aspetto che più preoccupava gli operatori scaturiva dalla possibilità che tali strumenti assumessero un livello di diffusione tale da incidere sul mercato degli scambi azionari, marginalizzandone il ruolo<sup>118</sup>. La comprensione da parte degli investitori della funzione che i derivati azionari potevano garantire come mezzo di protezione rispetto a posizioni aperte nel mercato, ha determinato uno sviluppo esponenziale degli scambi a partire dagli anni '90. Certamente, ai fini della diffusione di tali strumenti ha inciso anche la possibilità che questi offrivano agli investitori di speculare sul prezzo delle azioni o sull'andamento di indici senza dover compiere reali operazioni di compravendita con risparmio evidente di costi di transazione.

La dottrina americana descrive una serie di fallimenti che si sono verificati proprio in seguito all'intensificazione nell'uso dei derivati azionari fra il 1994 ed il 1997 e sottolinea il fatto che la situazione di instabilità dovuta all'alto tasso di rischio di tali operazioni non ne ha bloccato la diffusione, sebbene alcuni già rilevassero che gli *equity derivatives* aventi come sottostante azioni quotate potevano avere un effetto negativo sulla trasparenza dei mercati<sup>119</sup>.

In Europa i mercati specializzati per gli scambi di tali prodotti cominciarono a svilupparsi a partire dal 1978 quando a Londra fu fondato il *London Traded Options Market* e ad Amsterdam fu fondato lo *European Options Exchange*. Il Mercato Italiano dei Derivati (conosciuto con l'acronimo IDEM derivante dall'inglese *Italian Derivatives Market*) fu istituito invece nel 1995 a seguito della creazione del primo future italiano basato su un indice azionario (il FIB30)<sup>120</sup>.

Analizzando i dati forniti dall'International Swaps and Derivatives

---

<sup>118</sup> *Ibid.*

<sup>119</sup> Cfr. J. M. H. HILL e B. DUNN, *op. cit.*, p. 45. Si legge infatti che “[t]he unanticipated losses from derivatives and other highly levered trading positions in the mid-1990s led to momentum on the part of both shareholders and regulators to forcefully persuade the financial services industry to get their houses in order”. Tuttavia “[r]ather than discourage the use of derivatives, these developments eventually created an environment that legitimized and systematized the use and development of derivative products, and OTC options and swaps again began to grow in notional value”.

<sup>120</sup> Si veda E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 542-547 e J. JUNKUS, *International Equity Derivatives*, pp. 142 e ss. in J. C. FRANCIS, W. W. TOY e J. G. WHITTAKER (eds), *op. cit.*

Association (ISDA) si può notare come i derivati azionari abbiano assunto nel corso degli anni un ruolo tutt'altro che marginale. La stessa ISDA aveva pubblicato nel 1996 le *Equity Derivatives Definitions*, un documento, aggiornato nel 2002, che dimostrava l'evidente scopo di operare una sistematizzazione di tali strumenti riconoscendone al contempo la grande diffusione<sup>121</sup>. Già a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso tali strumenti hanno infatti assunto un ruolo fondamentale non solo per gli investitori, ma anche per le strategie di gestione del rischio da parte delle stesse società<sup>122</sup>.

## 5.2. *La struttura: equity forward transaction e equity option transaction.*

Come già osservato, la struttura giuridica dei derivati azionari non differisce da quella degli altri strumenti derivati che sono stati precedentemente analizzati.

Una *equity forward transaction* può essere definita come quel contratto attraverso il quale la parti convengono di scambiarsi a termine il differenziale, positivo o negativo, fra il prezzo di determinati titoli (o il valore di un determinato indice) al momento della conclusione ed il prezzo a scadenza, o prezzo *spot*, degli stessi. Fermo restando il fatto che anche in questo caso l'oggetto del contratto è costituito dal differenziale, le parti possono convenire che l'esecuzione possa avvenire tramite consegna fisica del sottostante. Peraltro, la *physical settlement clause* è possibile solo se il derivato ha come sottostante titoli determinati (singoli o facenti parte di un paniere) e non se deriva il suo valore da un indice azionario la

---

<sup>121</sup> È doverosa una precisazione sul ruolo dell'ISDA. La fondazione di tale associazione, composta dai maggiori operatori attivi nel mercato degli *swaps*, risale al 1985 ed il suo ruolo riguarda principalmente la predisposizione di una documentazione uniforme da utilizzare per le *swap transactions*, la promozione di regole contabili e fiscali uniformi da applicare a tali operazioni e la diffusione di dati statistici relativi agli *swaps* scambiati in mercati regolamentati o *over the counter*. Il modello contrattuale per le operazioni in *swap* predisposto dall'ISDA è oggi diffusamente utilizzato in quanto offre il vantaggio pratico di poter regolare le operazioni sulla base di regole comuni ed uniformi. Tale modello assume il nome di *Master Agreement*. L'analisi di questo contratto quadro, introdotto nel 1987 e modificato nel 1992 ed infine nel 2002, esula dagli scopi di questo lavoro; per completezza si rinvia, per un'analisi della prima versione, a L. RADICATI DI BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealer Association*, in *Dir. comm. internaz.*, 1988, p. 539, mentre per un'esposizione sintetica delle principali caratteristiche dei tre modelli si può fare riferimento a F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 113-124.

<sup>122</sup> Vedi J. M. H. HILL e B. DUNN, *op. cit.*, p. 51. Gli autori affermano inoltre che gli equity derivatives “*have been one of the most successful innovations in the equities business for the last 25 years. The pace of their growth is likely to slow a bit, but they have definitely gained acceptance as mainstream products.*”

cui proprietà non può essere trasferita<sup>123</sup>.

Una *equity option transaction* è invece definibile come quel contratto che attribuisce al compratore il diritto di comprare o vendere ad una certa scadenza un determinato quantitativo di azioni a condizioni prestabilite. Oggetto del contratto è il differenziale, mentre la consegna fisica del sottostante può assumere il ruolo di modalità esecutiva dello stesso<sup>124</sup>.

### 5.3. (segue) *La struttura: equity swap transaction.*

Tutti gli *swaps*, a prescindere dalla tipologia di sottostante, condividono la medesima struttura e l'idea di “scambio” che costituisce la caratteristica fondamentale di tale categoria di derivati.

In generale, un *equity swap* può essere definito come quel contratto che prevede uno scambio di determinati flussi monetari basati su entità diverse, una delle quali è costituita da titoli o indici azionari<sup>125</sup>. In particolare, le parti fissano un ammontare nozionale di riferimento per calcolare i flussi monetari che hanno come parametro due entità diverse: da un lato il ritorno economico legato all'andamento di un titolo o di un indice azionario, dall'altro un tasso d'interesse fisso o variabile<sup>126</sup>. I due contraenti assumono denominazioni specifiche. Da un lato si colloca l'*equity amount payer* o parte corta che, per la durata del contratto, si obbliga a versare i frutti generati dalle azioni di riferimento (o una somma determinata valutando l'andamento dell'indice di riferimento) mentre alla scadenza del contratto si obbliga a pagare il differenziale, se positivo, fra il valore dei titoli a scadenza ed il loro valore al momento della conclusione (oppure, se il contratto prevede il regolamento per consegna fisica, si impegna a consegnare le azioni al

---

<sup>123</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 502, il quale afferma che, se l'esecuzione può avvenire tramite la consegna fisica del sottostante, il contratto costituisce in realtà una compravendita a termine di azioni. Tale considerazione non pare tuttavia condivisibile poiché l'oggetto del contratto rimane il differenziale, mentre la consegna si riduce a semplice modalità esecutiva non idonea ad incidere sull'oggetto e sulla natura del contratto.

<sup>124</sup> Ivi, p. 507. L'autore scinde la definizione a seconda che il contratto sia *cash settled* o *physical settled*: egli afferma che nel primo caso una *equity option* conferisce il diritto di concludere un contratto differenziale; mentre nel secondo caso conferisce il diritto di concludere un contratto di compravendita.

<sup>125</sup> Vedi A. AVANZO, *op. cit.*, p. 909.

<sup>126</sup> La dottrina americana descrive le due entità come due “gambe” del contratto una delle quali costituisce la “*equity leg*”, mentre l'altra che in genere si riferisce ad un tasso d'interesse variabile come il LIBOR, costituisce la “*floating leg*” (o “*fixed leg*” se il tasso è fisso), vedi J. F. MARSHALL e R. P. YUYUENYONWATANA, *Equity Swaps: Structures, Uses, and Pricing*, pp. 341-367, in J. C. FRANCIS, W. W. TOY e J. G. WHITTAKER (eds), *op. cit.*

prezzo che esse avevano al momento della conclusione). Dall'altro si colloca l'*equity amount receiver* o parte lunga che, per la durata del contratto, si obbliga a versare una somma calcolata applicando il tasso di interesse prescelto al capitale nozionale (corrispondente al valore dei titoli al momento della conclusione del contratto), mentre alla scadenza del contratto si obbliga a pagare il differenziale, se positivo, fra il valore dei titoli al momento della conclusione ed il loro valore alla scadenza del contratto oppure a comprare le azioni al prezzo che avevano al momento della conclusione<sup>127</sup>. La sostanza dell'operazione non cambia se tale differenziale anziché essere liquidato alla scadenza del contratto viene periodicamente liquidato insieme agli altri flussi scambiati fra le controparti<sup>128</sup>.

Si verifica uno scambio fra le parti di posizioni differenti: il rischio inerente all'andamento dei titoli viene trasferito dall'*equity amount payer* alla controparte cosicché, se egli fosse realmente proprietario delle azioni, si verrebbe a trovare nella stessa posizione in cui si sarebbe trovato alienandole e depositando il ricavato in banca.

Un esempio può forse aiutare a comprendere meglio il meccanismo contrattuale ed il rapporto che si viene a creare fra le controparti. Si potrebbe ipotizzare che un operatore proprietario di 100 azioni quotate al valore di 1 ad azione abbia deciso di disinvestire. Egli potrebbe vendere la propria partecipazione e depositare il ricavato in banca, ottenendo così un ritorno economico calcolato applicando al deposito un certo tasso di interesse. Se tuttavia egli non volesse privarsi della titolarità delle azioni, ma solo del rischio relativo al loro andamento, potrebbe concludere un *equity swap* in base al quale, nelle vesti di *equity amount payer*, si impegni a pagare per la durata del contratto un importo pari ai frutti (dividendi o altre distribuzioni) generati dalle azioni, mentre la controparte si

---

<sup>127</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., pp. 502-503; J. F. MARSHALL e R. P. YUYUENYONWATANA, *op. cit.*, pp. 344-349; F. DIALTI, *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006, pp. 428-431 e P. CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 116-123. Si può inoltre fare riferimento alla definizione di *equity swap transaction* contenuta nelle 2002 ISDA *Equity Derivatives Definitions*.

<sup>128</sup> F. DIALTI, *op. cit.*, p. 430, fa infatti riferimento ad uno scambio fra le parti che ha ad oggetto due entità: l'*equity amount payer* si obbliga a corrispondere periodicamente i frutti generati dai titoli e un *Equity Amount* (se positivo); mentre l'*equity amount receiver* si obbliga a corrispondere la somma calcolata sulla base del tasso di interesse prescelto e l'*Equity Amount* (se negativo). L'*Equity Amount* corrisponde alla differenza fra valore del titolo nel momento in cui avviene la liquidazione e valore al momento della conclusione del contratto. Così è chiaro come la parte corta ottiene un guadagno se il valore del titolo diminuisce, mentre la parte lunga ottiene un guadagno se aumenta. D'altra parte, anche la dottrina inglese nota che esistono due modi per "strutturare" un *equity swap* "[t]he swap can be valued at one point in the future or it can be subject to periodic valuation", vedi A. HUDSON, *The Law On Financial Derivatives*, cit., p. 74.

impegnerebbe a pagare una somma determinata applicando al capitale nozionale, corrispondente al valore dei titoli al momento della conclusione, un certo tasso d'interesse. Alla scadenza del contratto, se il regolamento è in contanti, l'*equity amount payer* si impegna a pagare il differenziale, se positivo, fra il valore dei titoli alla scadenza ed il valore che essi avevano al momento della conclusione. Così, se alla scadenza il valore di ogni azione è passato da 1 a 1,5, il proprietario delle azioni deve versare alla controparte un differenziale di 50. Il meccanismo non cambia se il contratto prevede la consegna fisica delle azioni come modalità esecutiva. Infatti alla scadenza, invece della liquidazione del differenziale, avviene un passaggio di titolarità delle azioni dalla parte corta alla parte lunga al prezzo che esse avevano al momento della conclusione del contratto<sup>129</sup>.

L'*equity amount receiver* potrebbe essere rappresentato da un soggetto che vorrebbe investire una certa somma di denaro (che non ha a disposizione, ma che dovrebbe prendere in prestito) in un certo numero di azioni, ma che vorrebbe al contempo evitare i costi di transazione e le conseguenze fiscali derivanti da un acquisto diretto. Egli può concludere un *equity swap* che “*replichi il finanziamento bancario ed il successivo investimento in borsa*”<sup>130</sup>. In tale caso l'investitore assumerà l'obbligo di corrispondere periodiche somme di denaro, calcolate applicando un tasso di interesse prestabilito al capitale nozionale di riferimento, alla controparte che potrebbe essere in tal caso una banca. Quest'ultima procederà ad acquistare i titoli sul mercato, se non li detiene nel proprio portafoglio, per proteggere la propria esposizione cosicché se alla scadenza dell'operazione il prezzo delle azioni sarà aumentato, dovendo corrispondere il differenziale positivo, essa potrà venderle sul mercato senza riscontrare perdite<sup>131</sup>.

Le ragioni che possono spingere un investitore a concludere un contratto di *equity swap* sono molteplici. In primo luogo, assume rilievo il risparmio dei costi di transazione che dovrebbero essere sopportati in caso di acquisto diretto sul mercato

---

<sup>129</sup> Per quanto riguarda gli aspetti economici, quali le modalità di *pricing*, di tali strumenti si rimanda a J. F. MARSHALL e R. P. YUYUENYONWATANA, *op. cit.*, pp. 360-366 ed a D. M. CHANCE, *Equity Swap and Equity Investing*, 2003, disponibile sul sito <http://www.bus.lsu.edu/finance/research/worki%20papers/EquitySwapsandEquityInvesting.pdf>.

<sup>130</sup> F. DIALTI, *op. cit.*, p. 429.

<sup>131</sup> Le strategie di *hedging* legate ad operazioni di tale tipologia sono più ampie e complesse e, anche se una loro puntuale analisi esula dagli scopi di questo lavoro, si può affermare che nel caso di *equity swap* conclusi su azioni di un'unica società in genere l'*equity amount payer* procederà a coprire la propria posizione tramite l'acquisto di azioni di quella società. Per maggiori dettagli si rimanda a F. DIALTI, *op. cit.*, p. 429.

oppure la possibilità di ottenere vantaggi di natura fiscale oppure ancora la possibilità di aggirare norme che vietano ad investitori stranieri di acquistare azioni in un certo ordinamento. Comunque, fra le finalità connesse all'utilizzo di tali operazioni, quella che maggiormente interessa per gli scopi di questo lavoro è la possibilità di sottrarsi agli obblighi di *disclosure* vigenti negli ordinamenti in cui esse sono concluse<sup>132</sup>.

Senza anticipare considerazioni su cui ci si dovrà soffermare nei prossimi capitoli, merita fin da ora sottolineare alcuni aspetti. Innanzitutto, appare evidente come l'utilizzo di questi strumenti sia idoneo a determinare un fenomeno di *decoupling* della partecipazione. Questo consiste in sostanza nella dissociazione del diritto di voto dai diritti patrimoniali e dal rischio inerente la medesima partecipazione azionaria. La dottrina americana parla di separazione fra *voting ownership* ed *economic ownership* intendendo con quest'ultima locuzione il ritorno economico garantito dalle azioni (nella forma del *capital gain* e del dividendo)<sup>133</sup>. In una operazione di *equity swap*, la parte corta, che in genere è già titolare delle azioni o comunque le acquista per coprire la propria esposizione, non subisce il rischio economico che deriva dall'essere titolare di una partecipazione azionaria essendo tenuta indenne da eventuali diminuzioni di valore delle azioni. Le spetta, tuttavia, l'esercizio del diritto di voto in assenza però di interessi economici ed anzi talvolta con un interesse correlato negativamente al valore delle azioni. Infatti, si può ragionevolmente immaginare che la banca che ha assunto il ruolo di parte corta nell'operazione e si è coperta comprando i titoli sul mercato, possa aver concluso una *put option* con cui abbia acquistato il diritto di vendere quei titoli ad un certo prezzo e ad una certa scadenza, coincidente con la durata dell'*equity swap*. In questo modo essa finisce per avere un interesse contrario all'accrescimento del

---

<sup>132</sup> Per un elenco delle finalità connesse all'utilizzo di un *equity swap* si veda J. F. MARSHALL e R. P. YUYUENYONWATANA, *op. cit.*, pp. 360 e ss.; D. M. CHANCE, *op. cit.*; e F. DIALTI, *op. cit.*, pp. 431-434. Quest'ultimo in particolare riporta fra le finalità il “perseguimento di scopi societari” riconducendovi il caso della società inglese Marconi che aveva promesso di attribuire ai propri dipendenti 1000 azioni ciascuno nel caso in cui il valore del titolo avesse raggiunto un certo livello. Per coprire questa esposizione la società concluse con alcune banche un *equity swap* in base al quale queste ultime si impegnavano a pagare alla società un differenziale se il valore delle azioni fosse aumentato.

<sup>133</sup> Si rimanda a H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 824. Essi affermano che con la locuzione *economic ownership* intendono “*the economic returns associated with shares. This ownership can be achieved directly by holding shares, or indirectly by holding a 'coupled asset' that conveys returns that relate directly to those on the shares. [...] Some one who owns voting shares has 'full ownership', consisting of voting ownership plus direct ownership*”.

valore della partecipazione in quanto riceverà un differenziale, se il valore dei titoli a scadenza sarà inferiore al valore dei titoli al momento della conclusione, e contemporaneamente potrà esercitare l'opzione alienando i titoli ad un prezzo presumibilmente superiore rispetto a quello che questi avranno a scadenza.

L'esercizio del diritto di voto in assenza della proprietà economica delle azioni, o con una proprietà economica negativa, costituisce il fenomeno indicato dalla dottrina americana con il termine “*empty voting*”<sup>134</sup> di cui si discuterà più organicamente nel prossimo Capitolo.

D'altra parte un *equity swap* pone delicati problemi anche con riferimento alla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari, in particolare sotto il profilo della comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Le questioni più delicate non sono poste da operazioni che esplicitamente contengono una *physical settlement clause*, ma dalle operazioni che si trasformano da *cash* a *physical settled*, determinando alla scadenza un passaggio di titolarità delle azioni senza che il mercato nulla sapesse per il periodo di durata del contratto.

Senza anticipare l'analisi di queste problematiche che sarà condotta nei prossimi capitoli, è opportuno osservare che i derivati azionari, ed in particolare gli *equity swaps*, non sono i soli strumenti a poter determinare una dissociazione della partecipazione azionaria. Esistono altre operazioni, fra le quali il prestito titoli, che possono causare problemi simili e sulle quali ci si soffermerà nella Sezione II del presente Capitolo.

In conclusione, si può affermare che gli *equity swaps* ed in generale i derivati azionari, sono strumenti che possono rispondere ad esigenze concrete del mercato offrendo la possibilità di gestire il rischio inerente a partecipazioni già detenute. Tuttavia essi possono, poiché si basano su un sottostante che può essere rappresentato da azioni di una singola società, determinare problemi su rispetto ai meccanismi di governo societario e alla trasparenza dei mercati<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> Per riferimenti alla dottrina che si è occupata del tema si rimanda alla nota 1 di questo capitolo.

<sup>135</sup> Esistono una serie di varianti più complesse di *equity swap* di cui non è possibile dar conto. Esse tuttavia rispondono alle medesime finalità del modello generale che è stato discusso in questo paragrafo. Per completezza si rimanda a J. F. MARSHALL e R. P. YUYUENYONWATANA, *op. cit.*, pp. 347-360, e per un'analisi dei profili economico-finanziari di tali operazioni si veda D. M. CHANCE, *op. cit.*

## 6. *Derivati uniformi e derivati over the counter.*

Prima di passare ad analizzare gli ulteriori strumenti che possono dar luogo ad ipotesi di *empty voting*, è necessario spiegare una distinzione a cui si è fatto più volte riferimento, ma che non è ancora stata affrontata direttamente. È infatti possibile distinguere due insiemi entro i quali collocare le tipologie di derivati analizzati in questo Capitolo: da un lato si collocano gli strumenti negoziati in un mercato regolamentato, dall'altro gli strumenti negoziati privatamente fra i contraenti. Questi due gruppi sono rispettivamente indicati con le locuzioni “derivati uniformi” e “*derivati over the counter* (o OTC)”. La locuzione “*over the counter*” è infatti traducibile con l'espressione “sul bancone”. Sembra che così venissero indicati quei contratti che venivano conclusi al di fuori di Wall Street direttamente fra gli investitori che si ritrovavano nei locali intorno alla borsa.

La distinzione è rilevante in quanto non indica una mera bipartizione a scopo meramente classificatorio, ma una reale differenziazione del meccanismo contrattuale. Infatti i derivati uniformi sono predeterminati in ogni loro aspetto e non lasciano spazio alla libertà negoziale delle parti<sup>136</sup> che hanno solo la possibilità di scegliere se concludere o meno il contratto. Una volta presa la decisione di servirsi di derivati uniformi i contraenti devono accettare il modello contrattuale che viene loro proposto senza poter incidere sulla conformazione dello stesso. Caratteristiche del tutto opposte hanno invece i derivati *over the counter* dove la libertà delle parti di incidere sulle dinamiche contrattuali, plasmando il contratto secondo le loro specifiche esigenze, è pienamente riconosciuta e garantita<sup>137</sup> anche se spesso le parti utilizzano modelli standardizzati, dove viene contenuta una disciplina generale del contratto riservando ad ulteriori pattuizioni la disciplina di dettaglio.

Rispetto ai derivati non standardizzati fonte di accesa discussione è stata rappresentata dalla nozione di “*operatore qualificato*” oggi venuta meno, a seguito della attuazione della direttiva MiFID.

---

<sup>136</sup> Per un'ampia e completa riflessione sulla disciplina dei derivati OTC e dei derivati uniformi si rimanda a E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 305-429 e pp. 541-571.

<sup>137</sup> Ivi, p. 148. L'autore afferma che i derivati *over the counter* sono la categoria che “*meglio esprime la dinamica del derivato e che continua ad esasperare la componente di creatività contrattuale, data la massima libertà riconosciuta alle parti nella formazione del regolamento pattizio. Anzi, non pare azzardato affermare che proprio il derivato OTC rappresenti la più elevata, ed insieme la più tipica, espressione della tipologia finanziaria in esame*”.

Una completa impostazione del problema richiederebbe un'ampia discussione che non rientra negli scopi di questo lavoro. In sintesi, si può affermare che non sussistono limiti di natura soggettiva alla possibilità di concludere contratti derivati cosicché la loro stipulazione non è riservata solamente agli intermediari autorizzati. Due imprese che vogliano concludere un contratto di *swap* per scambiarsi le rispettive posizioni debitorie, possono senza dubbio contrattare privatamente senza il necessario intervento di soggetti esterni. Tuttavia, l'incredibile grado di tecnicismo che pervade queste complesse operazioni negoziali può talvolta provocare un disallineamento fra le finalità che le parti si propongono e la concreta configurazione che il contratto viene ad assumere<sup>138</sup>. Raramente, quindi, nella prassi i contratti vengono conclusi direttamente fra privati, ma si assiste piuttosto all'intervento di un soggetto specializzato che funge da intermediario. In tal caso si applica la normativa in tema di intermediazione finanziaria compresa la parte che richiede l'adempimento di doveri informativi verso il cliente. Questi ultimi risultavano essere affievoliti qualora l'investitore fosse inquadrabile all'interno della categoria di “*operatore qualificato*”. Tale categoria è stata sostituita, a partire dal 1° novembre 2007, da un sistema tripartito che si suddivide in: (i) cliente al dettaglio (categoria residuale); (ii) operatori professionali del mercato finanziario ed imprese di grandi dimensioni; (iii) cliente professionale su richiesta. Le norme vigenti a cui fare riferimento sono l'art. 6, comma 2-*quater*, lett. *d*), nn. 1, 2, 3 e 5 del TUF e gli artt. 26, comma 1, e 58 del Regolamento Intermediari (Del. Consob 16190/2007), nonché l'Allegato 3 allo stesso Regolamento. Il sistema attuale ha risolto i problemi che la precedente categoria di “*operatore qualificato*” poneva circa la procedura di autocertificazione in base alla quale era il legale rappresentante del cliente a riconoscerne la particolare qualifica<sup>139</sup>. Nell'ambito della disciplina vigente l'intermediario non può infatti basarsi su una autocertificazione, bensì, tramite l'applicazione di un “*test di professionalità*”<sup>140</sup>, deve stabilire se il cliente possa

---

<sup>138</sup> Cfr. A. SIROTTI GAUDENZI, *op. cit.*, pp. 25, il quale afferma che “[u]no dei casi tipici di disfunzione nella scelta dei derivati si verifica quando un soggetto che ha l'obiettivo di proteggersi dal rischio di cambio sottoscrive un derivato che punta a speculare sull'andamento di quello stesso cambio. La differenza non è da poco: nel secondo caso si assume un rischio maggiore, a fronte di commissioni più elevate e di una esposizione al rischio superflua in relazione agli obiettivi che ci si è posti”.

<sup>139</sup> Si rimanda per una più completa discussione sui problemi circa la nozione di “operatore qualificato” e le modifiche introdotte dalla direttiva MiFID oltre che per una puntuale rassegna della giurisprudenza rilevante a A. SIROTTI GAUDENZI, *op. cit.*, pp. 91-99 e E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 308-328.

<sup>140</sup> Il cliente deve soddisfare almeno due su tre requisiti: a) avere effettuato operazioni di dimensioni

essere qualificato come “*cliente professionale*”<sup>141</sup>.

I derivati uniformi lasciano invece, come già ricordato, poco spazio alla autonomia negoziale delle parti e gli scambi non avvengono privatamente, ma in mercati regolamentati. Ogni ordinamento ha sviluppato nel corso del tempo un sistema di mercati specificamente rivolti agli scambi di strumenti derivati. Attualmente in Italia esiste un mercato principale per gli scambi dei derivati, il “Mercato Italiano dei Derivati”, suddiviso in due comparti: il comparto *equity*, destinato alla contrattazione dei derivati azionari e l'IDEX nel quale vengono scambiati i *futures* sull'energia elettrica. Gli *swaps* sono trattati nel mercato e-Mider, comparto dedicato ai derivati del più ampio mercato e-MID istituito nel 1990 per la negoziazione dei depositi interbancari<sup>142</sup>. Elemento importante che differenzia i derivati uniformi dai derivati OTC è rappresentato dalle modalità di esecuzione del contratto e dai sistemi di garanzia rispetto al rischio di inadempimento della controparte. Mentre per i derivati non regolamentati sono le parti che devono prevedere meccanismi di garanzia all'interno dello stesso contratto, per i derivati uniformi l'impossibilità di modificare i termini contrattuali ha imposto una soluzione differente. Il TUF all'art. 70 prevede, infatti, la possibilità per la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, di istituire “*sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari*”. Nel 1992 è stata creata la Cassa di Compensazione e Garanzia che oggi si presenta in forma di società per azioni interamente posseduta da Borsa Italiana S.p.A. Il funzionamento di tale sistema richiederebbe un'analisi più ampia, ai nostri fini basta sottolineare il fatto che la Cassa assume la posizione di controparte rispetto agli aderenti diretti, ad esempio le Banche, fermo restando il rapporto che intercorre fra questi ultimi ed i loro clienti. Così la liquidazione finale delle rispettive posizioni viene effettuata dalla stessa Cassa utilizzando i “margin” depositati a titolo di garanzia dagli aderenti diretti che provvederanno in seguito ad addebitare un pari importo ai loro clienti<sup>143</sup>.

---

significative sul mercato per il quale chiede di essere riconosciuto come professionale; b) avere un portafoglio che superi i 500.000 euro e c) avere lavorato o lavorare nell'ambito del settore finanziario per/da almeno uno anno in un settore attinente a quello in cui vorrebbe investire.

<sup>141</sup> La disciplina attuale non è peraltro priva di problemi interpretativi si veda E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 326-328.

<sup>142</sup> Ivi, pp. 547-555 e pp. 568 e ss., per una descrizione dei mercati e degli strumenti che vi sono trattati.

<sup>143</sup> Per una più completa esposizione si veda E. GIRINO, *op. cit.*, pp. 562-568 e, in prospettiva comparatistica, si rinvia a R. DALE, *Derivatives Clearing Houses: The Regulatory Challenge*, pp.

---

295-313, in G. FERRARINI (ed), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, London, 2007. Quest'ultimo in particolare descrive in maniera molto efficace il funzionamento ed il ruolo di garanzia di una Cassa di compensazione (o *Clearing House*) affermando che “[b]y interposing itself between clearing members and becoming the counterparty to transactions undertaken on the exchange, the clearing house guarantees all contracts, removes the necessity for clearing members to investigate and monitor each other and thereby becomes the self-regulator of its clearing membership”.

## SEZIONE II GLI ALTRI STRUMENTI

SOMMARIO: 1. *Introduzione* - 2. *Il riporto* - 3. *Il prestito titoli* - 4. *Il leasing di partecipazioni azionarie* - 5. *Empty voting e data di registrazione* - 6. *Il diritto di voto nel pegno e nell'usufrutto di azioni.*

### 1. *Introduzione.*

La Sezione I ha avuto ad oggetto l'analisi delle principali questioni in materia di contratti derivati. In particolare, è stato messo in luce come gli *equity derivatives* possano determinare una dissociazione della partecipazione azionaria separando la proprietà economica delle azioni dal diritto di voto che esse permettono di esercitare.

Nella presente Sezione si cercherà di dare conto degli altri strumenti che potrebbero determinare fenomeni del medesimo tipo. In particolare si affronteranno le problematiche poste dal contratto di riporto, dal prestito titoli, dal *leasing* di partecipazioni azionarie, nonché dal fenomeno della cosiddetta *record date capture* che consiste nella vendita dei titoli a ridosso dell'assemblea e dopo la data di registrazione, avendo quindi ottenuto la legittimazione al voto.

Infine, si affronteranno brevemente le fattispecie del pegno e dell'usufrutto di azioni per mettere in luce le differenze che intercorrono tra tali istituti e le ipotesi poc'anzi menzionate.

### 2. *Il riporto.*

Il riporto è disciplinato dall'art. 1548 del codice civile in base al quale attraverso questo contratto “*il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta*”. In sostanza, ciò che si verifica è un “doppio scambio”: uno scambio a pronti grazie al quale i titoli vengono trasferiti dal riportato al riportatore in cambio di un determinato prezzo ed uno scambio a termine mediante il quale avviene un ritrasferimento inverso dietro rimborso del

prezzo eventualmente aumentato o diminuito a seconda di quanto previamente concordato fra le parti.

Il successivo art. 1549, affermando che “[i]l contratto si perfeziona con la consegna dei titoli”, sancisce espressamente la natura reale del contratto in esame differenziandolo strutturalmente da un normale contratto di vendita che ha invece natura consensuale (cfr. art. 1376). Inoltre, il riporto si distingue anche funzionalmente dalla vendita in quanto l'intento traslativo di quest'ultima non coincide con le finalità che spingono le parti a concludere un contratto di riporto<sup>144</sup>. Infatti, si riconoscono tradizionalmente tre scopi di questa operazione: essa può servire ad ottenere un finanziamento (riporto), può essere determinata dall'esigenza di poter disporre temporaneamente dei titoli (si parla in questo caso di deporto) oppure può rispondere a finalità speculative delle parti<sup>145</sup>.

Rispetto alla prima finalità, il riportatore assume le vesti di un finanziatore che consegna un certo importo al riportato dietro la garanzia rappresentata dal trasferimento temporaneo dei titoli per riottenere i quali il riportato si impegna a ritrasferire il prezzo ottenuto, maggiorato di un certo importo che costituisce il compenso per l'operazione. In particolare, in tale ipotesi si confrontano due esigenze diverse: da un lato, chi necessita di ottenere una somma di denaro avendo la disponibilità di alcuni titoli e, dall'altro lato, un soggetto (in genere un istituto bancario) la cui attività consiste nel prestare denaro. Utilizzando lo strumento del contratto di riporto chi ha la disponibilità dei titoli, anziché venderli o costituirli in garanzia, potrebbe decidere di trasferirli al riportatore potendo successivamente rientrarne in possesso<sup>146</sup>.

Rispetto alla seconda finalità, l'operazione prende il nome di “deporto” ed ha generalmente ad oggetto titoli azionari in quanto il riportatore vuole avere la possibilità di intervenire in un'assemblea esercitando il diritto di voto, ma non ha interesse ad un investimento a lungo termine e quindi ad un acquisto dei titoli azionari. In tal caso il prezzo rimborsato al termine dell'operazione è diminuito rispetto al prezzo originariamente pagato dal riportato e la differenza costituisce il

---

<sup>144</sup> Cfr. P. CARRIERE, *Le operazioni di portage azionario*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 90.

<sup>145</sup> Vedi F. FERRARA e F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 861-862.; G. RAGUSA MAGGIORE, *Riporto* (voce), in *Enc. Dir.*, XL, Giuffrè, Milano, 1989, p. 1025 ss., e G. ANGELONI, *Il contratto di riporto*, in *Diritto Civile*, diretto da N. LIPARI e P. RESCIGNO, Giuffrè, Milano, 2009, p. 97 ss. Si veda anche G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta*, in *Commentario Scialoja-Branca* (Art. 1548-1555), Zanichelli-Foro It., Bologna-Roma, 1970, p. 61 ss.

<sup>146</sup> Cfr. P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 86.

compenso di quest'ultimo<sup>147</sup>.

Riguardo alla terza finalità, il riporto rende possibile il confronto fra due aspettative opposte dei contraenti che mirano alla realizzazione di un differenziale positivo al termine dell'operazione<sup>148</sup>. In tal caso, l'utilizzo del riporto è finalizzato a consentire di differire, sostanzialmente, la liquidazione di un acquisto o di una vendita di titoli sul mercato<sup>149</sup>.

Occorre, tuttavia, non confondere le finalità che possono spingere le parti a stipulare un contratto di riporto con la causa del contratto. Quest'ultima, intesa in senso oggettivo e non soggettivo, consiste nello scambio temporaneo di due disponibilità rappresentate da titoli di credito e da denaro<sup>150</sup>.

In relazione all'oggetto del contratto di riporto, il codice civile fa riferimento ai "titoli di credito" senza specificare che natura debbano avere gli stessi. Anche alla luce delle finalità del contratto di riporto sopra richiamate la dottrina ha ritenuto che nel richiamare i "titoli di credito" il legislatore non si sia voluto limitare ai titoli di credito in senso tecnico, ma essenzialmente a qualunque titolo fungibile che fosse destinato alla circolazione ovvero ai documenti di legittimazione ad esso assimilabili. Vi rientrano, pertanto, le azioni di società, le obbligazioni, le valute estere, mentre restano esclusi, in quanto difettano dell'elemento discriminante caratterizzato dalla destinazione alla circolazione, gli assegni bancari e circolari, nonché le cambiali tratte e i vaglia cambiari<sup>151</sup>.

Al di là degli aspetti di interesse prettamente civilistico di questo contratto<sup>152</sup>, nell'ambito del discorso sull'*empty voting* assume rilevanza il riporto di titoli azionari, e non di altre categorie di titoli di credito, ed assume altresì rilevanza l'art. 1550 del codice civile che disciplina le sorti dei diritti accessori e degli

---

<sup>147</sup> *Ibid.*

<sup>148</sup> Ad esempio il riportatore potrebbe ritenere che il valore dei titoli diminuirà ed allora può vendere i titoli ricevuti e riacquistarli sul mercato ad un prezzo inferiore lucrando così sulla differenza fra il valore dei titoli ed il maggior prezzo che riceverà dal riportato all'esito dell'operazione; viceversa il riportato potrebbe ritenere che il valore dei titoli salirà e che quindi il prezzo che egli dovrà restituire sarà inferiore al reale valore dei titoli al termine dell'operazione. Cfr. F. FERRARA e F. CORSI, *op. cit.*, p. 862.

<sup>149</sup> Cfr. P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 87; G. RAGUSA MAGGIORE *op. cit.*, p. 1036.

<sup>150</sup> Cfr. G. ANGELONI, *op. cit.*, p. 99.

<sup>151</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 88, il quale ritiene che non rientrino nella categoria e, quindi, non possano costituire oggetto di riporto anche le quote di società a responsabilità limitata. V. anche G. RAGUSA MAGGIORE *op. cit.*, p. 1029. Per una disamina critica sulla suscettibilità delle azioni di costituire oggetto del contratto di riporto, P. CENDON *Commentario al Codice Civile*, Giuffrè, 2009 (art. 1548), p. 22 ss.

<sup>152</sup> Si rimanda a G. RAGUSA MAGGIORE, *op. cit.*, p. 1025 ss.; G. ANGELONI, *op. cit.*, p. 99 ss.; G. COTTINO, *op. cit.*, p. 61 ss.

obblighi inerenti ai titoli oggetto del contratto. Infatti, secondo quanto disposto dalla norma in questione, i diritti patrimoniali spettano al riportato, ovvero al soggetto che è destinato a riottenere la proprietà delle azioni al termine dell'operazione, mentre il diritto di voto, a meno che non vi sia un patto contrario, spetta temporaneamente al riportatore<sup>153</sup>. Pertanto, un soggetto privo della proprietà economica delle azioni finirebbe per poter esercitare il diritto voto, non dovendo in realtà aspettarsi di subire i ritorni negativi che da quella votazione potrebbero derivare rispetto al valore delle azioni ed alla eventuale distribuzione di dividendi. Il voto finisce così per essere svuotato del relativo interesse economico in quanto l'insieme dei diritti che tradizionalmente ed in maniera unitaria caratterizza lo *status* di azionista, finisce per essere suddiviso fra due soggetti diversi. Ai sensi del contratto di riporto, infatti, il corrispettivo che il riportato dovrà consegnare al riportatore alla scadenza viene contrattualmente prefissato sin dall'inizio determinando, di conseguenza, una sorta di "isolamento" del riportatore rispetto ad ogni rischio inerente il valore delle azioni ricevute dal riportato *medio tempore*<sup>154</sup>. La *ratio* della attribuzione del diritto di voto al riportatore non sembra essere chiara<sup>155</sup>. In dottrina si è detto che tale norma consente di evitare che si crei una frattura fra legittimazione e titolarità, circostanza che si verificherebbe ove il diritto di voto fosse normativamente attribuito al riportato<sup>156</sup>.

Peraltro, si potrebbe dire che nel riporto, come nel caso del pegno o

---

<sup>153</sup> Peraltro, P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 90, ricostruiva in termini problematici la possibilità di attribuire il voto al riportato che finiva per aver la legittimazione al voto, ma non la titolarità delle azioni. Egli suggeriva allora di richiedere, in tali ipotesi, che il riportato dovesse aver ricevuto una delega da parte del riportatore per poter esercitare il diritto di voto. In tal senso, G. P. La SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 150; E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 210. È stato inoltre notato che il "patto contrario" ai sensi dell'art. 1550, comma 2, del codice civile è privo di efficacia nei confronti della società ed opera esclusivamente sul piano dei rapporti interni fra le parti del contratto, così G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta*, cit., p. 62.

<sup>154</sup> Come nota E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 206, nota 594, si potrebbe addirittura verificare una situazione in cui il riportatore manifesti un interesse che è negativamente correlato all'andamento del valore delle azioni. Si pensi ad esempio al caso in cui il riporto sia stipulato a copertura di un impegno precedentemente assunto dal riportatore ai sensi di un contratto di compravendita a termine di azioni ai sensi del quale il riportatore si sia impegnato a consegnare ad una data scadenza un determinato quantitativo di titoli che al momento non possiede. Stipulando un contratto di riporto, egli potrebbe venire a disporre dei titoli per adempiere la sua precedente obbligazione. Inoltre, essendo già predeterminata la somma che riceverà dal riportato alla scadenza, il riportatore (ormai liberatosi dei titoli ricevuti) ha un interesse a che il prezzo delle azioni scenda in modo tale da potersi procurare le azioni oggetto del contratto ad un prezzo inferiore a quello che riceverà alla scadenza del contratto dal riportato. Si veda anche R. CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da F. VASSALLI, vol. VII, tomo 2, fasc. 1, Torino, 1960, p. 295.

<sup>155</sup> Cfr. G. COTTINO, *Del riporto. Della permuta*, cit., p. 61.

<sup>156</sup> E. SCIMEMI, *op. cit.*, p. 203 ss.

usufrutto di azioni<sup>157</sup>, il voto espresso dal riportatore dovrebbe essere comunque orientato alla conservazione o all'incremento del valore della partecipazione<sup>158</sup>. Ove ciò fosse vero, sarebbe ricostruibile un interesse economico in capo al riportatore il cui voto non sarebbe quindi del tutto “svuotato”. Tuttavia, viene correttamente rilevato che questa conclusione “*può condividersi ove il riporto assolva una funzione di finanziamento, non invece qualora il riporto valga ad acquisire al riportatore la disponibilità di voti in vista di una prossima assemblea: proprio l'ipotesi cioè che, nella prospettiva della dissociazione del voto dall'interesse partecipativo, risulta essere quella effettivamente problematica*”<sup>159</sup>. Infatti, nel caso in cui il riporto assolva la funzione di permettere, a costi contenuti, la costituzione di un forte potere di voto, non sembra possa riconoscersi in capo al riportatore alcun interesse alla conservazione del valore dell'investimento. Quest'interesse, invece, sussiste nell'ipotesi in cui il riporto abbia una funzione di finanziamento, poiché la partecipazione costituisce in tal caso una garanzia patrimoniale per il riportatore che ha interesse a non vederne diminuito il valore<sup>160</sup>.

Problemi analoghi circa l'attribuzione del diritto di voto sono, peraltro, posti dalla “*compravendita a termine di titoli di credito*”. Infatti, l'art. 1531 del codice civile disciplina le sorti degli interessi, dei dividendi e, nel caso di azioni, dei diritti di voto inerenti ai titoli di credito oggetto di compravendita a termine.

Nell'ambito di questa fattispecie, il diritto di voto spetta al venditore fino a che le azioni non siano consegnate. Quest'ultimo non subisce ulteriormente il rischio derivante dalla proprietà di quella partecipazione azionaria poiché non percepisce interessi e dividendi che, secondo la norma in questione, devono essere

---

<sup>157</sup> Ivi, p. 211 ss. L'Autore ritiene che “*sotto alle diverse forme giuridiche del riporto e del pegno si nasconde una realtà economica pressoché identica, e quindi una analoga serie di interessi ed incentivi*”.

<sup>158</sup> Cfr. P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 89, il quale afferma che nel caso di contratto di riporto di titoli azionari, il riportatore sarebbe tutelato in quanto un esercizio abusivo del diritto di voto da parte del riportatore configurerebbe una violazione dell'obbligo generale di agire secondo buona fede nell'esecuzione del contratto come previsto dall'art. 1375 del codice civile. In realtà, quando il riporto assume la finalità di consentire al riportatore di acquisire la disponibilità temporanea della titolarità di alcuni titoli non sembrerebbe ricostruibile un principio di buona fede che imponga al riportatore un obbligo di agire (anche) in considerazione dell'interesse del riportatore.

<sup>159</sup> Così M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 14.

<sup>160</sup> Peraltro, secondo E. SCIMEMI, *op. cit.*, p. 214, la ricongiunzione del diritto di voto e dei diritti patrimoniali in capo al riportatore in caso di “patto contrario” ex art. 1550, comma 2, del codice civile non avrebbe l'effetto di ricomporre l'armonia degli interessi delle parti. Infatti, “[l]a stipulazione di un contratto di riporto su un certo numero di azioni può creare significative distorsioni nelle preferenze del legittimato al voto – sia rispetto alle preferenze della propria controparte sia rispetto a quelle degli altri soci – chiunque esso sia (riportatore o riportato)”.

accreditati al compratore e non è soggetto parimenti a ribassi del valore delle azioni la cui proprietà spetta, dal momento della consegna, al compratore. Pertanto, anche in questo caso, la proprietà economica finisce per essere separata dal diritto di voto. Tuttavia, come è stato notato, gli interessi del compratore e quelli del venditore finiscono per coincidere poiché entrambi hanno interesse a che venga quantomeno conservato il valore della partecipazione<sup>161</sup>.

### 3. *Il prestito titoli.*

Altra operazione che determina una separazione fra diritto di voto e proprietà economica delle azioni è rappresentata dal prestito titoli.

Il prestito titoli permette di effettuare vendite allo scoperto e la sua introduzione nel mercato nazionale è strettamente collegata all'evoluzione del sistema bancario<sup>162</sup> e, in particolare, all'avvento del sistema di liquidazione per contanti, utilizzato per la prima volta in Italia il 17 Gennaio 1994 per un ridotto numero di titoli con scarsa liquidità<sup>163</sup>. In particolare, il contratto di prestito titoli trae la propria origine dalla prassi degli scambi che avvengono sui mercati borsistici, tradizionalmente caratterizzati da un procedimento di liquidazioni in contanti. L'investitore che invia un ordine di vendita in borsa deve avere il possesso dei titoli che intende vendere o, in alternativa, deve procurarsi tale possesso entro il breve lasso di tempo fissato per la liquidazione dell'operazione<sup>164</sup>. A tal fine, per ovviare ad eventuali squilibri dovuti al fatto che il venditore magari si è già procurato i titoli che però gli saranno consegnati successivamente alla liquidazione dell'ordine di vendita, lo stesso può

---

<sup>161</sup> Si rimanda a G.COTTINO, *Della vendita*, nel *Commentario Scialoja-Branca* (Art. 1470-1547), Bologna-Roma, Zanichelli-Foro It., 1981, p. 485 ss. Infatti, il compratore ha interesse a che il valore delle azioni sia conservato nel caso in cui il contratto abbia effettiva esecuzione, mentre il venditore ha interesse a che il valore delle azioni sia conservato nell'eventualità in cui il contratto non abbia esecuzione.

<sup>162</sup> Nei contratti a contante, il titolo viene consegnato dietro il pagamento del relativo controvalore entro un termine temporale breve rispetto al momento della stipulazione del contratto mentre nella liquidazione dei contratti a termine il pagamento avviene entro un diverso e più lungo lasso temporale. Esempio di tale tipologia contrattuale è il contratto *future*, mediante il quale l'impegno del venditore e dell'acquirente di liquidare il prezzo per l'*underlying asset* (*rectius*, per l'attività sottostante di natura finanziaria o reale che deve essere svolta e remunerata) in via differita, rimandando il pagamento ad una futura data prestabilita. Per una breve disamina sulla dicotomia relativa alla liquidazione dei contratti a termine e dei contratti a contante, A. FERRARI, E. GUALANDRI, A. LANDI E P. VEZZANI, *Il sistema Finanziario: funzioni mercati e intermediari*, Giappichelli Torino, 2012, p. 123.

<sup>163</sup> Delibera Consob n. 7524/1993.

<sup>164</sup> C. CINCOTTI, *Prestito di titoli*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Giuffrè, Milano, 2007, vol. XI., p. 400.

ricorrere al contratto di prestito titoli al fine di adempiere tempestivamente la propria obbligazione.

Non esiste nell'ordinamento una definizione normativa di questo istituto, per comprendere il quale occorre fare riferimento all'art. 2, comma 18, della Direttiva 93/6/CEE, alla Comunicazione della Consob dell'11 ottobre 2007, n. DEM/7091047<sup>165</sup> e a quanto previsto in tema di “*securities lending*” dall'International Securities Lending Association<sup>166</sup>.

In particolare, l'articolo 1, comma 6 lettera c) del D. Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 definisce servizi accessori “*la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento*”, inquadrando così la fattispecie nell'alveo delle attività ancillari e connesse all'attività di negoziazione.

Ricostruendo la fattispecie a partire da tali fonti, possiamo definire il prestito titoli come un contratto atipico avente natura reale, in base al quale una parte (prestatore o *lender*), dietro corrispettivo, trasferisce una certa quantità di titoli di una determinata specie ad un altro soggetto (prestatario o *borrower*), il quale si impegna a prestare a garanzia dell'operazione denaro o altri titoli (*collateral*). Alla scadenza prestabilita le parti si scambiano quanto ricevuto, perciò il prestatario restituisce i titoli ed il prestatore restituisce quanto ricevuto a garanzia dell'operazione.

Le finalità sottese alla conclusione di un'operazione di prestito titoli potrebbero essere: (i) la necessità di reperire titoli di una data specie per coprire posizioni antecedentemente aperte sul mercato; (ii) lo svolgimento di attività di *market-maker*; (iii) l'opportunità di ottenere la disponibilità temporanea dei titoli

---

<sup>165</sup> La Consob aveva previsto all'art. 47, comma 2, del Regolamento n. 11522/1998 (poi sostituito dal Regolamento n. 16190/2007) la possibilità per gli intermediari finanziari di effettuare operazioni di prestito titoli finalizzate “*all'acquisizione da parte dell'investitore a titolo di provvista di somme di denaro o di strumenti finanziari contro pagamento di un interesse: (a) il cui ricavato sia destinato all'esecuzione di operazioni relative a strumenti finanziari nelle quali interviene l'intermediario finanziario; (b) in cui l'intermediario acquisisca dall'investitore, a fronte del finanziamento concesso, adeguate garanzie; di regola, gli strumenti finanziari costituiti in garanzia sono gli stessi oggetto dell'operazioni di cui alla lettera (a).*”

<sup>166</sup> Per “*securities lending*” si intende “*a market practice whereby securities are temporarily transferred by one party (the lender) to another (the borrower). The borrower is obliged to return the securities to the lender, either on demand or at the end of any agreed term. For the period of the loan the lender is secured by acceptable assets delivered by the borrower to the lender as collateral*”. Si rimanda inoltre a G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventrizzo (eds), *La società per azioni oggi, Collana della Rivista delle Società*, 2007, p. 629 ss.; C. CINCOTTI, *op. cit.*, p. 401 ss., il quale assimila la funzione economica del prestito titoli a quella dell'anticipazione bancaria “impropria”, del mutuo e del riporto. e P. CARRIERE, *op. cit.*, pp. 91-99.

(ad esempio per esercitare i relativi diritti di voto); (iv) il miglioramento della redditività dei titoli nel proprio portafoglio<sup>167</sup>.

Nella prassi i contratti di prestito titoli sono sottoscritti nella forma di contratti normativi che regolano i termini e le condizioni generali che troveranno applicazione con riferimento a tutte le singole operazioni di prestito titoli che saranno poste in essere entro un intervallo di tempo predeterminato tra le parti<sup>168</sup>. Analogamente a quanto osservato con riferimento al contratto di riporto si può ritenere, in generale, che i titoli suscettibili di essere oggetto di un contratto di prestito titoli sono tutte le tipologie di titoli fungibili che siano destinati naturalmente alla circolazione (come ad esempio le obbligazioni e le azioni di società)<sup>169</sup>.

Al di là delle altre questioni interpretative che si pongono rispetto a questa fattispecie<sup>170</sup>, ai fini del presente lavoro, interessa capire le sorti dei diritti patrimoniali e dei diritti amministrativi (in particolare del diritto di voto) in situazioni di prestito titoli aventi ad oggetto azioni. Infatti, anche nell'ambito di tali operazioni, frequentemente utilizzate da parte di soggetti che vogliono procurarsi la disponibilità temporanea delle azioni in vista di una futura assemblea<sup>171</sup>, si assiste ad una separazione della partecipazione azionaria: gli eventuali dividendi riscossi dal prestatario (e anche dal prestatore nel caso in cui la garanzia dell'operazione sia consistita nella consegna a quest'ultimo di una certa quantità di titoli di proprietà del prestatario) sono trasferiti al termine dell'operazione alla controparte. Per quanto riguarda il diritto di voto questo viene esercitato dal soggetto che ha la temporanea disponibilità dei titoli, senza alcun obbligo di seguire le indicazioni

---

<sup>167</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 93.

<sup>168</sup> 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.G. Marchetti, Giuffrè, Milano, 1998, p. 403; P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 95.

<sup>169</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 96.

<sup>170</sup> In particolare, nel tentativo di ricondurre le operazioni di prestito titoli entro l'alveo di schemi negoziali tipici, la dottrina ha fatto riferimento a diverse figure fra cui l'anticipazione bancaria, il mutuo, il riporto. Tuttavia, pur presentando elementi affini ai summenzionati schemi negoziali, il prestito titoli non si presta ad essere facilmente tipizzato entro una precisa forma negoziale. Pertanto, pare preferibile ritenere che, anche alla luce degli interessi sottesi all'operazione che sono sicuramente meritevoli di tutela ex art. 1322 del codice civile, che il prestito titoli rappresenti un contratto autonomo e atipico che qualcuno ha ritenuto anche complesso in quanto composto da un mutuo di titoli associato ad un pegno irregolare di denaro o di valori mobiliari, in tal senso P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 99.

<sup>171</sup> Cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *79 Southern California L. Rev.*, 2006, pp. 832-836; S. MARTIN and E. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *Univ. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 ss.

fornite dalla controparte<sup>172</sup>. Pertanto, attraverso operazioni di prestito di titoli azionari si determinano ipotesi di *empty voting* in quanto il diritto di voto finisce per essere esercitato da un soggetto che non è portatore di alcun interesse economico nella società<sup>173</sup>.

#### 4. *Il leasing di partecipazioni azionarie.*

Altra figura su cui merita brevemente concentrare l'attenzione è rappresentata dal contratto di *leasing* avente ad oggetto una partecipazione azionaria il cui sviluppo nella prassi è ancora piuttosto limitato<sup>174</sup>. Una definizione

---

<sup>172</sup> Si veda a tal proposito quanto previsto dai paragrafi 6.6. e 6.7 del *Global Master Securities Lending Agreement* (versione 2010) redatto dalla International Securities Lending Association e disponibile sul sito [http://www.isla.co.uk/uploadedFiles/Member\\_Area/GMSLA/GMSLA%202010%20Final\(3\).pdf](http://www.isla.co.uk/uploadedFiles/Member_Area/GMSLA/GMSLA%202010%20Final(3).pdf).

Si vedano inoltre le considerazioni di G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., pp. 632-633 e P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 96. La dottrina inglese ha sottolineato che il nome "securities lending" potrebbe essere in realtà fuorviante poiché "*the shares are not lent by their holder to someone else but are transferred to that person on the basis that the transferee undertakes to re-transfer an equivalent number of shares (together with any dividend paid on them in the interim) upon demand to the transferor. The economic result may be near that of a loan of securities but because the legal form is an outright transfer of the shares to the other person, the right to vote is transferred to that other person as well*", P. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 2008, p. 467.

<sup>173</sup> Cfr. M.C. FAULKNER, *Securities lending and corporate governance*, disponibile sul sito <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/slcgjun05.pdf>, il quale esprime un'opinione contraria alla circostanza che il prestatario possa esercitare il diritto di voto. In particolare, l'autore citando l'opinione espressa da Paul Myners nel marzo del 2005 nel contesto del "Report to the Shareholder Voting Working Group" il quale afferma: "*borrowing shares for the purpose of acquiring the vote is inappropriate, as it gives a proportion of the vote to the borrower which has no relation to their economic stake in the company. This is particularly the case in takeover situations or where there are shareholder resolutions involving acquisitions or disposals. The potential to vote borrowed shares means that there is a risk that decisions could be influenced by those that do not have an economic interest in the business. I believe that this merits the attention of lenders, fund managers and the ultimate beneficial owners, and their respective trade associations. They should visit existing practices to see whether practical procedures could be put in place to prohibiting the borrowing of stock for the purposes of voting. In this respect, the Securities Borrowing and Lending Code of Guidance states: "there is consensus in the market that securities should not be borrowed solely for the purposes of exercising the voting rights at, for example, an AGM or EGM. Lenders should also consider their corporate governance responsibilities before lending stock over a period in which an AGM or EGM is expected to be held"*.

<sup>174</sup> Un completo inquadramento del *leasing*, quale tipologia contrattuale, non rientra nei fini dell'analisi sulla dissociazione della partecipazione azionaria. Si rimanda a M. IMBRENDA e F. CARMINI, *Leasing e Lease back*, in Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato, diretto da P. PERLINGIERI, Edizioni scientifiche italiane, 2008 ed alla ulteriore dottrina citata da M. MALTONI, *Il leasing di partecipazioni sociali*, Studio n. 159-2006/I, Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile sul sito <http://www.notariato.it/it/primo-piano/studi-materiali/studi-materiali/societa-capitali/159-06.pdf>, e da P. CARRIERE, *op. cit.*, pp. 99-103. In particolare, MALTONI rileva come la legittimità del *leasing* di partecipazioni sociali sia stata

di *leasing* azionario è contenuta nella Risoluzione dell’Agenzia delle Entrate del 10 maggio 2004, n. 69, in base alla quale “[i]l contratto di leasing azionario si configura come un contratto atipico di finanziamento, riconducibile allo schema negoziale del leasing finanziario con la peculiarità di avere per oggetto valori mobiliari, vale a dire azioni o altri titoli rappresentativi del capitale di un ente collettivo”.

L'aspetto che maggiormente interessa riguarda la titolarità dei diritti sociali; in particolare, occorre chiedersi se anche nell'ambito di tali operazioni si possa verificare una separazione fra diritti patrimoniali e diritti amministrativi.

Per una corretta impostazione del problema occorre, in primo luogo, ricordare che la disciplina del contratto di *leasing* è necessariamente rimessa, stante la sua atipicità, alla decisione delle parti e che la fattispecie del *leasing* azionario rientra nell'ambito del cosiddetto “*leasing* finanziario”. Quest'ultimo è il contratto in base al quale il concedente acquista un bene su indicazione, e nell’interesse, dell'utilizzatore il quale, ricevutolo in godimento, ne ottiene la disponibilità materiale, unitamente alla facoltà di acquistare lo stesso alla scadenza del contratto<sup>175</sup>. L'utilizzatore riceverà sicuramente il ritorno economico della partecipazione oggetto del contratto, mentre più complessa appare la possibilità di attribuirgli contrattualmente il diritto di voto. Come la dottrina ha giustamente messo in luce<sup>176</sup>, vi è una differenza fondamentale rispetto al contratto di riporto. In quest'ultimo caso, infatti, il legislatore lega l'esercizio del diritto di voto alla temporanea disponibilità delle azioni attribuendolo, salvo patto contrario, al riportatore.

Nel caso del *leasing* di azioni, l'utilizzatore non è il proprietario dei titoli e pertanto risulta complesso attribuirgli, a livello di disciplina contrattuale, la titolarità del diritto di voto con efficacia nei confronti della società. Ai fini dell'analisi del fenomeno dell'*empty voting*, l'attribuzione del diritto di voto ad un soggetto, società di *leasing*, che non detiene anche la proprietà economica dei titoli oggetto del contratto determina una separazione della partecipazione analoga a quella delle fattispecie considerate nei precedenti paragrafi.

Infatti, il godimento delle azioni spetta all'utilizzatore che alla scadenza del

---

riconosciuta, almeno indirettamente, a partire dalla sentenza della Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 7 gennaio 1993 n. 65 che ha sancito la legittimità del c.d. “*leasing* traslativo”.

<sup>175</sup> Vedi M. MALTONI, *op. cit.*, p. 3.

<sup>176</sup> Ivi, pp. 6-10.

contratto ha facoltà di deciderne l'acquisto, mentre il diritto di voto spetta alla società di *leasing* che è priva della proprietà economica delle azioni. In realtà, la questione è complicata dal fatto che in capo alla società di *leasing* permane un interesse economico sulle azioni poiché la loro proprietà rappresenta la garanzia patrimoniale dell'operazione. Attraverso l'utilizzo dello strumento delle deleghe di voto sarebbe possibile ricomporre in capo ad un unico soggetto l'unitarietà della partecipazione azionaria<sup>177</sup>.

Come ricordato dalla dottrina<sup>178</sup>, il 31 maggio del 2000 era stato presentato alla Camera dei Deputati il progetto di legge AC 7036 che aveva proprio ad oggetto il contratto di *leasing* di azioni, ma che poi non ha avuto ulteriori sviluppi. Due previsioni contenute in questo progetto sembrano inserirsi nell'ambito del discorso sulle sorti del diritto di voto. Da un lato, infatti, era previsto un limite massimo alle azioni che potevano formare oggetto del contratto per non destabilizzare gli equilibri in assemblea e dall'altro si vietava alla società di *leasing* l'esercizio del diritto di voto.

Sebbene questa proposta non abbia avuto successivi sviluppi, a livello generale merita comunque effettuare una considerazione. Nel caso del contratto di *leasing* di partecipazioni sociali non si assiste ad una completa “neutralizzazione” dell'interesse della società di *leasing*. Si potrebbe, invece, individuare una sorta di “*scomposizione*”<sup>179</sup> dell'interesse fra la società stessa e l'utilizzatore. Infatti, entrambi mirano a conservare il valore delle azioni seppur per ragioni diverse: l'utilizzatore mira ad un acquisto della partecipazione al termine del contratto, mentre per la società di *leasing* la partecipazione costituisce una garanzia patrimoniale.

---

<sup>177</sup> Vedi M. MALTONI, *op. cit.*, p. 9, il quale fa riferimento anche alla possibilità di attribuire le partecipazioni oggetto di *leasing* ad una società fiduciaria che avrebbe il compito di esercitare il diritto di voto nell'interesse di entrambe le parti coinvolte.

<sup>178</sup> M. MALTONI, *op. cit.*, p. 1 e M. IMBRENDA e F. CARMINI, *op. cit.*, p. 222.

<sup>179</sup> In questo senso, con riferimento però alle ipotesi di pegno ed usufrutto di azioni, vedi M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit., il quale afferma che l'attribuzione del voto al creditore pignoratizio o all'usufruttuario ai sensi dell'art. 2353, comma 1, codice civile è la “*conseguenza di una 'scomposizione', all'interno del rapporto giuridico parziario, dell'interesse al valore e alla redditività della partecipazione, non invece di una sua definitiva neutralizzazione*”. Analoga conclusione potrebbe essere estesa al riporto con funzione di finanziamento ed alla vendita a termine di titoli di credito, ferme restando le debite differenze fra le fattispecie.

## 5. *Empty voting e data di registrazione.*

È necessario considerare un'ipotesi particolare in cui si verifica una separazione fra proprietà economica delle azioni e diritto di voto.

Nei precedenti paragrafi è stato messo in luce come l'attribuzione del diritto di voto al riportatore, al prestatario ed alla società di *leasing*, rispecchi la volontà del legislatore di ancorare il voto alla titolarità (anche se provvisoria) della partecipazione azionaria<sup>180</sup>.

Nel caso che ci si appresta a considerare, invece, l'elemento di "realità" che giustifica in qualche modo la successiva dissociazione della partecipazione azionaria viene meno poiché la legittimazione al voto appartiene ad un soggetto che non dispone (e non che cesserà di disporre in futuro) della proprietà delle azioni<sup>181</sup>. Questo rende necessario un ripensamento generale del fenomeno della "dissociazione" della partecipazione azionaria poiché in base alla disciplina vigente, come vedremo, è perfettamente legittimo che a votare sia un non-socio. Pertanto, non sembra si possa risolvere il fenomeno dell'*empty voting* introducendo un divieto di voto in capo all'*empty voter* che violerebbe anche le finalità perseguite dal legislatore europeo con l'introduzione del sistema della *record date*.

In primo luogo, è opportuno ricordare che in materia di intervento in assemblea e di esercizio del diritto di voto ha fortemente inciso la Direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate<sup>182</sup>. In particolare, riguardo al tema della legittimazione al voto sono rilevanti il terzo considerando e l'art. 7 che riguarda i requisiti per votare e partecipare all'assemblea e che ha introdotto il sistema della *record date*. La Direttiva è stata attuata in Italia con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 che ha introdotto modifiche rilevanti sia al codice civile sia al TUF<sup>183</sup>.

---

<sup>180</sup> Si veda C. ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I., pp. 123 e ss.

<sup>181</sup> Sul tema si veda N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta"*, in *RDS*, 2010, 2, pp. 312 e ss.

<sup>182</sup> Si segnala che, nel 2014, la Commissione Europea ha avanzato una proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE finalizzata a incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti ed aumentare la trasparenza tra società e investitori (come si può leggere nel considerando 2 della proposta). Inoltre, uno degli obbiettivi perseguiti dalla proposta di modifica è quello di consentire alle società di conoscere l'identità dei propri azionisti, comunicando direttamente con gli stessi. Il testo della proposta è attualmente all'esame del Parlamento Europeo.

<sup>183</sup> In tema di attuazione della direttiva si veda in generale A. BUSANI, *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Le Società*, 2010, 4, p. 402 ss., e N. ATLANTE e M. STELLA RICHTER jr, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni*

L'obiettivo principale della Direttiva era quello di armonizzare le discipline dei vari Stati membri con riferimento particolare all'intervento in assemblea, all'esercizio del diritto di voto ed al diritto di informativa dei singoli azionisti. Il fine ultimo del legislatore europeo è stato quello di incrementare l'efficienza dei meccanismi di governo societario nell'ambito di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Il terzo considerando afferma che “[i] detentori di azioni con diritto di voto dovrebbero poter esercitare tali diritti, considerato che questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l’acquisto delle azioni. Inoltre, un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato.” Inoltre, relativamente all'esercizio del diritto di voto, si aggiunge che “[g]li ostacoli che dissuadono gli azionisti dal votare, come il fatto di subordinare l’esercizio dei diritti di voto al blocco delle azioni per un certo periodo precedente l’assemblea, dovrebbero essere eliminati”. L’obiettivo della Direttiva 2007/36/CE è stato, quindi, quello di incentivare rendendola al contempo più facile la partecipazione dei soci alla gestione della società promuovendo l’esercizio del diritto di voto in tutti gli Stati membri. Ciò potrebbe essere inquadrato in un più ampio tentativo a livello europeo di ridisegnare il ruolo dell’assemblea nobilitandolo nuovamente<sup>184</sup>.

---

*statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010/I, Consiglio Nazionale del Notariato, disponibile sul sito <http://www.notariato.it/primo-piano/studi-materiali/studi-materiali/societa-varie/studio62-2010-i.pdf>. Per riflessioni specifiche sul tema della record date si può fare riferimento a N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta”*, cit., p. 312 ss.; L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 direttiva 36/2007/Ce*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 3 ss.; R. LENER, *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, disponibile sul sito <http://www.associazionepreite.it/>, e N. ABRIANI, *Il “pungolo” gentile dell’assemblea “mite” tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull’attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in corso di pubblicazione in *Studi in onore di Foschini*, Milano, 2011; L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione all’esercizio dei diritti nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012; M. GARGANTINI, *Identificazione dell’azionista e legittimazione all’esercizio del voto nelle S.p.A. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012; M. EREDE, *L’esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all’introduzione della record date*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, p. 59 ss.; P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall’organizzazione al mercato*, Giappichelli, Torino, 2012; L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2013.

<sup>184</sup> M. EREDE, *op. cit.*, p. 59, il quale nota come le riforme che si sono susseguite, anche a livello europeo, nel corso degli ultimi anni hanno avuto “come conseguenza quella di ridisegnare in forme aggiornate la disciplina dell’assemblea, in modo non tanto da allargarne le competenze (...), quanto da renderne più incisiva l’azione al di là di ogni (talvolta abusata) retorica sul principio di collegialità assembleare. Il che rende l’adunanza assembleare non più tanto il luogo deputato alla discussione fra i soci ed alla formazione di un comune convincimento, quanto l’occasione per la diffusione delle informazioni relative allo svolgimento dell’attività sociale e

L'assemblea dovrebbe diventare il luogo in cui si esercita il monitoraggio dell'attività sociale da parte degli azionisti, specialmente quelli istituzionali, che dovrebbero essere incentivati a parteciparvi.

Prima dell'approvazione del decreto legislativo di attuazione della Direttiva, l'art. 2370 del codice civile, come modificato dalla riforma del diritto societario del 2003, non prevedeva un obbligo di deposito delle azioni, ma semplicemente una possibilità di scelta da esprimere nello statuto sociale<sup>185</sup>. Peraltro, per le società che facevano ricorso al mercato del capitale di rischio, il termine per depositare le azioni non poteva essere superiore a due giorni non festivi. Inoltre, la norma stabiliva che per le azioni delle società quotate in mercati regolamentati e per quelle delle società il cui statuto avesse scelto la dematerializzazione su base volontaria, il deposito era sostituito da una comunicazione dell'intermediario, trasmessa direttamente alla società o consegnata al socio, che doveva attestare il numero delle azioni in possesso del socio<sup>186</sup>.

Rispetto a tale disciplina, l'art. 7 della Direttiva, con riferimento alle società con azioni quotate, ha imposto non solo il divieto del deposito delle azioni<sup>187</sup>, ma anche il divieto di porre limitazioni al diritto di vendere le azioni nel periodo intercorrente fra la data di registrazione e l'assemblea. Con l'espressione "data di registrazione" il legislatore europeo ha inteso indicare un sistema che accerti il diritto dell'azionista di partecipare all'assemblea e di votare, con riferimento alle azioni detenute ad un certo momento anteriore all'assemblea, rimettendo ai legislatori nazionali la fissazione in concreto di tale termine<sup>188</sup>.

---

*per il compimento di iniziative concretamente idonee a contendere il controllo su di essa".*

<sup>185</sup> M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 182 rileva che nel vigore del precedente articolo 2370 c.c. i due terzi delle società quotate prevedevano nel proprio statuto il sistema di legittimazione basato sul deposito reversibile delle azioni, un sesto adottava (per scelta o per silenzio dello statuto) il modello basato sulla comunicazione da effettuarsi entro l'orario di apertura dei lavori assembleari e un sesto prevedeva il blocco della circolazione delle azioni.

<sup>186</sup> Per la disciplina *ante* d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 si può fare riferimento a F. FERRARA e F. CORSI, *op. cit.*, pp. 554-558; a G. A. RESCIO, *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, pp. 190-194, in N. ABRIANI E A., *Diritto delle società, Manuale Breve*, Giuffrè, Milano, 2008; a L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 direttiva 36/2007/Ce*, cit., pp. 1000- 1003, ed a N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Giappichelli, Torino, 2007, pp. 155-164 e per le azioni dematerializzate pp. 386-391.

<sup>187</sup> In realtà, tale possibilità era prevista per le società quotate anche dal precedente sistema normativo tanto che qualcuno aveva ipotizzato che il nostro ordinamento prevedesse un sistema "del tutto analogo a quello noto al sistema nordamericano sotto il nome di record date", così M. STELLA RICHTER JR., *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di capitali*, in *Studi in onore di Vanzetti*, Milano, 2004, pp. 1634-1635.

<sup>188</sup> Entro una cornice stabilita dal legislatore comunitario il quale ha previsto che la data di registrazione non può precedere di più di trenta giorni quella dell'assemblea e che fra l'ultima

Tale sistema, che permette una cristallizzazione della legittimazione insensibile a mutamenti della titolarità delle azioni successivi alla data di registrazione, potrebbe portare ad affermare che il legislatore europeo ha voluto privilegiare l'“apparenza” sulla “sostanza”, attribuendo il diritto di voto ad un soggetto che, avendo ceduto la titolarità delle azioni, dovrebbe aver perso interesse ad esercitarlo<sup>189</sup>. In realtà, l'art. 7, comma 2, lascia aperta agli Stati membri la possibilità di non adottare il sistema della data di registrazione se le società sono in grado di stabilire chi è legittimato al voto alla data stessa dell'assemblea, desumendolo da un registro aggiornato degli azionisti. Questa possibilità sembra far propendere per una diversa interpretazione delle norme comunitarie. La regola della data di registrazione non esprime la scelta del legislatore europeo di privilegiare l'“apparenza”, al contrario è funzionale, invece, ad evitare il blocco della circolazione delle azioni. Qualora le società, senza imporre alcuna limitazione alla circolazione delle azioni, siano in grado di desumere una lista aggiornata dei legittimati al voto, lo Stato può scegliere di non attuare il meccanismo della data di registrazione poiché le finalità che esso si propone possono essere raggiunte con un sistema più efficiente che consente inoltre di evitare rischi di dissociazione della partecipazione azionaria<sup>190</sup>.

Per comprendere il sistema attualmente vigente in Italia è necessario analizzare il nuovo art. 2370 del codice civile e l'art. 83-*sexies* del TUF. La seconda norma si applica alle società con azioni dematerializzate (anche in via facoltativa) e dispone, al primo comma, che la legittimazione ad intervenire in assemblea e ad esercitare il diritto di voto è subordinata ad una comunicazione all'emittente ad opera dell'intermediario.

---

data utile per convocare l'assemblea e la *record date* non possono intercorrere più di otto giorni.

<sup>189</sup> In particolare, colui che vi è legittimato potrebbe non avere nessun interesse ed in tal caso si tratterebbe di un voto vuoto; oppure potrebbe avere un interesse contrario a quello della società ed in tal caso avrebbe un interesse negativo: si pensi al caso di un socio che, alienata la propria partecipazione, ne acquista una in una società concorrente.

<sup>190</sup> Si veda a tal proposito N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta”*, cit., p. 318, il quale afferma che il sistema della data di registrazione “appare costituire il male minore quando l'esigenza di organizzazione dell'emittente non può conciliarsi con la formazione della lista dei legittimati in tempo reale. Se la lista non può riflettere alla data dell'assemblea gli effettivi titolari delle azioni, e quindi di coloro che dovrebbero essere legittimati all'esercizio dei diritti, è preferibile che tra i legittimati ve ne sia qualcuno che abbia perso la titolarità, rispetto all'alternativa costituita dal blocco della circolazione azionaria.” Peraltro, l'autore sottolinea correttamente che il fine del legislatore europeo non è quello di permettere il voto a chi non sia titolare delle azioni, ma semmai quello di evitare che la validità della deliberazione assembleare possa essere pregiudicata dal fatto che a votare sia stato un non titolare.

Occorre brevemente sottolineare le differenze che intercorrono fra le società con azioni negoziate in mercati regolamentati per le quali la *record date* è imposta dalla legge, le società che hanno scelto la dematerializzazione in via facoltativa per le quali, invece, tale sistema potrebbe essere scelto dallo statuto e le società con azioni non dematerializzate per le quali lo statuto potrebbe scegliere il regime del deposito fisico delle azioni.

Gli artt. 2370, comma 2, del codice civile e 83-*sexies*, comma 3, del TUF dispongono, infatti, che per le società diverse da quelle con azioni negoziate in mercati regolamentati (sia società chiuse che società con azioni diffuse) lo statuto può prevedere il deposito (per le società non ammesse al regime di gestione accentrata) o la registrazione (in caso di società con azioni dematerializzate) delle azioni, eventualmente prevedendo che le azioni non possano essere ritirate [art. 2370] (o cedute [art. 83-*sexies*]) prima dell'assemblea. Pertanto, il blocco delle azioni, sia in caso di deposito che di registrazione, è eventuale e per le società con azioni diffuse il termine non può essere superiore a due giorni<sup>191</sup>.

Nel caso in cui non sia imposto il blocco delle azioni, per le società con azioni dematerializzate (ma non ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati) si pone un ulteriore problema interpretativo. Ci si potrebbe, infatti, chiedere quale sia la sorte della legittimazione in precedenza acquisita nel caso in cui i titoli vengano ceduti prima dello svolgimento dell'assemblea. Il tenore letterale dell'art. 83-*sexies*, comma 3, del TUF porterebbe, a prima vista, a ritenere che in tal caso si verifichi una perdita della legittimazione. La norma dispone, infatti, che “[*qualora lo statuto non impedisca la cessione delle azioni, l'eventuale cessione delle stesse comporta l'obbligo per l'intermediario di rettificare la comunicazione precedentemente inviata*”. Tuttavia, un'interpretazione sistematica conduce a considerare che dalla cessione successiva alla registrazione non consegue necessariamente questo effetto, anche perché la disposizione di legge richiede solo all'intermediario di rettificare la comunicazione precedente senza collegare a questo nessun effetto<sup>192</sup>.

---

<sup>191</sup> Le norme in esame non specificano se il termine di due giorni è da intendersi o meno “a giorni liberi” e secondo F. MAGLIULO, *Le clausole sulla legittimazione all'intervento in assemblea*, in *Notariato*, 2010, p. 403 ss., la risposta è negativa poiché la legge “non richiede che le azioni debbano rimanere depositate per due giorni, ma si limita a fissare il termine statutario massimo entro il quale le azioni stesse debbono essere depositate”.

<sup>192</sup> In tal senso, F. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 416; L. FURGIUELE, *op. cit.*, p. 1003; e M. S. RICHTER jr, *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di*

Con riferimento invece alle società con azioni quotate, la Direttiva 2007/36/CE ha imposto il divieto di prevedere il deposito ed il blocco alla circolazione delle azioni. Le ragioni di tale modifica sono da ricercare nel generale apprezzamento manifestato da parte degli investitori istituzionali rispetto ad un sistema di legittimazione che consenta di partecipare all'assemblea evitando, al contempo, limitazioni alla circolazione delle azioni nei giorni immediatamente precedenti la data dell'assemblea<sup>193</sup>. Infatti, un blocco delle azioni finalizzato a cristallizzare la legittimazione all'esercizio del diritto di voto, avrebbe di converso un effetto negativo sulla effettuazione di investimenti in azioni di società quotate<sup>194</sup>. Inoltre, si è aggiunto che il blocco delle azioni poteva incidere negativamente anche sul valore informativo delle contrattazioni in borsa poiché sono proprio gli ordini di vendita (unitamente agli acquisti) a svolgere un ruolo determinante sulla determinazione del prezzo dei titoli e, quindi, sulla percezione del mercato circa il valore effettivo degli stessi<sup>195</sup>.

Ai sensi dell'art. 83-*sexies* del TUF *“la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attestata da una comunicazione all'emittente, effettuata dall'intermediario, in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto”*; comunicazione che deve essere effettuata *“sulla base delle evidenze relative al termine della giornata contabile del settimo giorno<sup>196</sup> di mercato aperto precedente la data fissata per*

---

*capitali*, in *Studi di diritto industriale in onore di Adriano Vanzetti*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 1627 ss. Quest'ultimo interpretava il previgente art. 2370 codice civile. Si vedano anche N. ATLANTE e M. STELLA RICHTER jr, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, cit., i quali prospettano entrambe le soluzioni, ma sottolineano che la *“vera record date”* determinerebbe l'impossibilità di perdere la legittimazione acquistata.

<sup>193</sup> M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 161, il quale nota che *“[l]’ impossibilità di alienare liberamente i titoli, anche per breve tempo, rappresenta un costo poiché impedisce di rispondere ai mutamenti di prezzo: il blocco delle azioni aumenta il rischio di mercato connesso all’investimento nella società ostacolando il ricorso allo strumento forse più importante (la vendita) diretto al suo contenimento (si pensi ad esempio, all’efficacia, anche quale criterio correttivo delle distorsioni del mercato in un’ottica di economia comportamentale, degli ordini di vendita stop loss)”*.

<sup>194</sup> Si è notato che gli investitori istituzionali generalmente preferiscono avere un ampio spazio di manovra in relazione alle partecipazioni dagli stessi detenute rispetto alla possibilità di esercitare i diritti di voto connessi alle stesse, così M. EREDE, *op. cit.*, p. 60.

<sup>195</sup> *Ivi*, p. 163.

<sup>196</sup> Peraltro, come è stato correttamente rilevato, ai fini della data di registrazione rileva la decurtazione della disponibilità dei titoli sul conto di registrazione dell'alienante e non la data di effettiva negoziazione. Pertanto tenuto conto del fatto che gli scambi sono regolati entro il terzo giorno successivo alla negoziazione (fatto salvo il caso di acquisti effettuati fuori mercato), saranno legittimati al voto coloro i quali abbiano concluso il contratto di negoziazione in vendita a partire dal nono giorno di mercato aperto antecedente alla data dell'assemblea, M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 261.

*l'assemblea in prima o unica convocazione*". Inoltre, come si può evincere dalla parte finale dell'art. 83-*sexies*, comma 2, del TUF, la legittimazione all'intervento in assemblea ed all'esercizio del diritto di voto è cristallizzata al momento della data di registrazione cosicché eventuali alienazioni successive a questo momento, pur facendo perdere al socio la titolarità delle azioni, non ne fanno venir meno la legittimazione all'esercizio del diritto di voto. Ai sensi di tale norma, infatti, *"le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine [i.e., alla data di registrazione] non rilevano ai fini dell'esercizio del diritto di voto nell'assemblea"*.

Il legislatore italiano ha, quindi, adottato il sistema della *record date* non potendo dare attuazione alla disposizione dell'art. 7, comma 2, in quanto il libro soci non ha la caratteristica di costituire un *"registro aggiornato alla data dell'assemblea"*. Potrebbe, in verità, avere questa funzione se fosse previsto un meccanismo di trascrizione contestuale al momento del trasferimento della partecipazione<sup>197</sup> sul conto gestito dall'intermediario e sul libro soci (il quale dovrebbe essere informatizzato). D'altra parte, l'innovazione tecnologica potrebbe in breve tempo consentire di trovare un contemperamento fra esigenze organizzative degli emittenti ed istanze degli investitori, arrivando a creare un sistema in grado di ottenere liste dei legittimati aggiornate al giorno stesso dell'assemblea e questo potrebbe portare a superare, come è stato notato, *"nel breve volgere dell'espacio d'un matin l'esperienza della record date e i delicati problemi che implica sul versante applicativo e sistematico"*<sup>198</sup>.

Inoltre, per quanto concerne specificamente le società con azioni ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati, in base al sistema normativo vigente *l'ex socio* che ha alienato la propria partecipazione, dopo essersi registrato, non

---

<sup>197</sup> Si veda a tal proposito L. FURGIUELE, *op. cit.*, pp. 998-999, la quale tuttavia aggiunge che una tale soluzione, comportando la necessaria pubblicità dei nomi degli azionisti contestualmente al loro investimento, farebbe così venir meno il loro anonimato e comporterebbe *"la stessa negazione del significato finanziario della partecipazione in società quotate, con il risultato, paradossale, che detti elementi verrebbero ad essere maggiormente valorizzata nei modelli di società per azioni chiusa e, in via ipotetica, anche della società a responsabilità limitata."* Sotto questo aspetto appare condivisibile l'osservazione di N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta"*, cit., p. 331, nt. 72, il quale critica la tesi della protezione dell'anonimato degli azionisti affermando che *"[n]on si può infatti confondere una situazione di fatto, e cioè che il libro dei soci viene aggiornato solo in occasione dell'assemblea, con il diritto degli azionisti di rimanere nell'anonimato"*.

<sup>198</sup> N. ABRIANI, *Il "pungolo" gentile dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, cit., p. 27. Si veda anche M. EREDE, *op. cit.*, p. 59 ss.

perde la legittimazione e può validamente esprimere il proprio voto in assemblea. Il problema non è meramente teorico, soprattutto per le società con azioni quotate, e può essere articolato nell'analisi dei due fenomeni della *hidden ownership* e dell'*empty voting* su cui si dovrà concentrare l'attenzione nei Capitoli II e III e che, di recente, hanno suscitato l'interesse della dottrina<sup>199</sup>. Il fenomeno è noto nella letteratura americana con il nome di “*record date capture*” e viene associato all'attivismo dei fondi speculativi che utilizzano lo strumento del prestito titoli, associato al meccanismo della data di registrazione, per acquisire la legittimazione all'esercizio del diritto di voto in assenza di un interesse economico nella società<sup>200</sup>.

Del resto il problema si presenta di minore portata qualora fra la data di registrazione e l'assemblea intercorra un termine relativamente breve che quindi restringa temporalmente, senza tuttavia eliminarla, la possibilità che si verifichino alienazioni a seguito della ottenuta legittimazione. In Italia, in sede di attuazione della Direttiva, il legislatore ha previsto un termine di sette giorni che pare sufficientemente ravvicinato all'assemblea, soprattutto se paragonato ai termini vigenti negli Stati Uniti, dove fra data di registrazione ed assemblea possono intercorrere anche sessanta giorni<sup>201</sup>.

Per superare i rischi derivanti dalla dissociazione della partecipazione azionaria, qualcuno ha proposto l'applicazione anche alle azioni dematerializzate dell'*exceptio doli* e dell'eccezione di titolarità, due rimedi tipici dei titoli di credito,

---

<sup>199</sup> Correttamente analizzando le questioni poste dall'introduzione del sistema di *record date* N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta”*, cit., affronta il problema della “proprietà nascosta di azioni” e dell'esercizio del voto vuoto. M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 262 nota come il fenomeno dell'*empty voting* non fosse in realtà estraneo neppure al sistema normativo vigente prima dell'emanazione del d.lgs. del 27 gennaio 2010, n. 27 sotto la precedente formulazione dell'art. 2370 del codice civile. In particolare, “[l]’individuazione del momento di apertura dell’assemblea quale termine rilevante per l’accertamento della legittimazione consentiva infatti l’intervento ad azionisti che avessero già alienato le proprie azioni, pur senza averle consegnate in ragione dello scarto temporale tra nascita e adempimento dell’obbligazione causato dall’ordinario ciclo di regolamento”.

<sup>200</sup> H. T. C. HU-B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 832 e ss. In particolare gli autori riportano alcuni esempi di *record date capture* fra i quali mette conto segnalare una vicenda verificatasi ad Hong Kong nel corso del 2006. In particolare, Henderson Land aveva offerto di acquistare una partecipazione di minoranza (pari al 25%) nel capitale sociale di Henderson Investment. La maggioranza degli azionisti era favorevole all'operazione e il prezzo delle azioni di Henderson Investment era salito significativamente. Ai sensi della normativa applicabile un voto contrario di tanti azionisti che rappresentasse circa il 2,5% del flottante avrebbe bloccato l'operazione. Alla data dell'assemblea circa il 2,7% dei votanti espresse voto contrario all'operazione e il valore delle azioni diminuì del 17% il giorno successivo all'annuncio. La spiegazione fu che uno o più fondi speculativi presero in prestito un quantitativo sufficiente di azioni per bloccare l'operazione, si legittimarono al voto alla data di registrazione e vendettero allo scoperto le azioni sicure di poter lucrare sul fatto che il prezzo sarebbe crollato successivamente all'annuncio degli esiti del voto.

<sup>201</sup> M. EREDE, *op. cit.*, p. 61.

per risolvere i casi di esercizio del diritto di voto in assenza dell'interesse "economico sostanziale", o meglio, i casi di esercizio del voto senza titolarità delle azioni<sup>202</sup>. Tuttavia, una volta acquisita la legittimazione a seguito dell'avvenuta registrazione, non sembra comunque sostenibile che il presidente dell'assemblea possa assumere una risoluzione di esclusione dal voto per il solo fatto che si è verificata una separazione fra titolarità delle azioni e legittimazione all'esercizio del diritto di voto. L'art. 83-*septies* del TUF ammette la possibilità che l'emittente opponga al soggetto legittimato le eccezioni personali e "*quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti*". Tuttavia, fra queste eccezioni sembra non poter rientrare il difetto di titolarità del legittimato per il solo fatto che quest'ultimo ha alienato la partecipazione successivamente alla registrazione, poiché una tale interpretazione sarebbe in contrasto con il comma 2 dell'art. 83-*sexies* e con le disposizioni dettate dal legislatore europeo<sup>203</sup>.

In dottrina è stato anche proposto di ritenere che, nonostante per espressa previsione legislativa il venditore conservi la legittimazione al voto, questi eserciti il diritto di voto in nome proprio ma per conto altrui dovendo attenersi alle indicazioni eventualmente ricevute dall'acquirente o, in assenza, nel rispetto del generale principio di correttezza<sup>204</sup>. Tale ricostruzione, tuttavia, non sembra sostenibile. Da un lato, infatti, la norma – che detta una regola di organizzazione del procedimento assembleare – non fornisce alcuna indicazione positiva in tal senso limitandosi a fissare la data entro la quale il soggetto interessato deve legittimarsi al voto e sancendo l'irrelevanza dei trasferimenti successivi a tale data. Inoltre, il testo dell'art. 2370, comma 1, del codice civile come modificato dal d.lgs. del 27 gennaio 2010, n. 27, stabilisce che sono legittimati ad intervenire in assemblea "*coloro ai quali spetta il diritto di voto*". La norma non fa, pertanto, più riferimento agli

---

<sup>202</sup> Si rimanda a N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta"*, cit., pp. 337-340 e ID., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 391-398 ed in particolare p. 394, nt. 24.

<sup>203</sup> In tal senso M. GARGANTINI, *op. cit.*, pp. 175-176, il quale fa riferimento anche alle difficoltà che l'emittente incontrerebbe nel sostenere una eccezione di legittimità in assenza di cooperazione da parte del venditore o dell'acquirente, nonché in assenza di specifici obblighi in capo agli intermediari presso cui sono registrate le azioni. Peraltro, l'Autore nota anche che "*il meccanismo della data di registrazione sembra operare su un livello diverso rispetto a quello in cui si inquadra, invece, il sistema delle eccezioni cartolari. L'effetto della record date è, infatti, quello di scollegare il diritto di voto dall'azione, in tal modo sottraendolo al regime di circolazione cartolare*"; se questo è vero "*a nulla varrebbe eccepire, a colui che sia legittimato, la mancata titolarità delle azioni: si tratterebbe infatti di un indebito tentativo di applicare la disciplina cartolare a una fattispecie che, si è detto, è ormai completamente scollegata dal destino del titolo*".

<sup>204</sup> M. EREDE, *op. cit.*, p. 65.

“azionisti” ma, più genericamente, a “*coloro*”. Tale modifica potrebbe sottintendere anche che la partecipazione all’assemblea spetta ad un ampio numero di soggetti che non sono necessariamente azionisti, ma a cui spetta il diritto di voto. Fra questi potrebbe rientrare il venditore di un pacchetto azionario che pur essendosi legittimato all’esercizio del diritto di voto abbia trasferito le proprie azioni successivamente alla data di registrazione perdendo lo *status* di azionista. È evidente che in assenza di specifiche indicazioni di diritto positivo sul punto non è possibile ritenere che sussista un generale obbligo del venditore di esercitare il diritto di voto in conformità alle indicazioni impartitegli dall’acquirente non legittimato (tale circostanza potrebbe verificarsi su base volontaria a seguito di uno specifico accordo intercorso tra le parti) o comunque nel rispetto di superiori principi di correttezza. Ciò a maggior ragione se si considera che la posizione dell’acquirente non legittimato (che abbia acquistato le azioni ottenendo la relativa registrazione in conto prima della data dell’assemblea) è comunque tutelata da quelle norme che lo considerano assente ai fini dell’eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dello stesso (ove la delibera assunta legittimi l’esercizio del recesso ai sensi dell’art. 2437 c.c.) e dell’eventuale impugnazione della delibera assembleare<sup>205</sup>.

Queste considerazioni sul meccanismo della *record date*, oltre a far riflettere sul ruolo che l’assemblea finisce per assumere<sup>206</sup>, portano ad una prima conclusione che verrà ripresa ed approfondita nel proseguo del discorso. Sembra, infatti, che il legislatore europeo (e di conseguenza quello italiano in sede di attuazione) non conferiscano una connotazione negativa al fenomeno della dissociazione della partecipazione azionaria. Ad esercitare il diritto di voto può legittimamente essere un *ex socio* che abbia trasferito la sua partecipazione fra la *record date* e lo

---

<sup>205</sup> Sottolinea come tale impostazione sia comunque coerente con le indicazioni provenienti dal diritto societario in generale, L. FURGIUELE, *Trasferimento della partecipazione e legittimazione all’esercizio dei diritti nelle società di capitali*, cit., p. 123 che aggiunge altresì che “[l]a disposizione, che legittima l’acquirente tanto all’impugnazione quanto al recesso, a prescindere dal contenuto del voto espresso dal soggetto legittimato a votare, è coerente con l’esigenza di evitare l’eventuale minor attrattività del disinvestimento della partecipazione, qualora il nuovo socio fosse stato privato non solo della prerogativa del voto, ma anche, e soprattutto, del recesso”.

<sup>206</sup> L’idea stessa di una democrazia assembleare (o di una *shareholders democracy*) rischia di scontrarsi con la realtà in base alla quale il voto può essere esercitato anche da un non-socio. Verrebbe, infatti, da chiedersi se la volontà che emerge da un’assemblea, in cui hanno votato *ex soci*, possa continuare ad essere considerata come espressione di una volontà sociale, intesa come volontà riferibile ai soci.

svolgimento dell'assemblea<sup>207</sup>.

Pertanto, ed a maggior ragione, non sarebbe neppure riscontrabile un atteggiamento negativo dell'ordinamento rispetto alla dissociazione causata dall'utilizzo di derivati azionari. In tal caso addirittura la legittimazione e la titolarità delle azioni appartengono allo stesso soggetto che rimane socio, ma trasferisce, con la proprietà economica, l'interesse tipico di socio. Nessuna limitazione al diritto di voto sembra in generale ammissibile e la soluzione di possibili situazioni patologiche deve essere ricercata su un piano diverso (come vedremo, quello del conflitto di interessi o del risarcimento del danno causato agli altri soci da comportamenti abusivi dell'*empty voter*). Peraltro, l'unico modo di evitare il verificarsi di fenomeni di *empty voting* sembra quello di prevedere un sistema che richieda il possesso delle azioni in due date che siano tra loro distanziate da un numero di giorni almeno pari all'intervallo previsto per il regolamento dei trasferimenti secondo le regole di borsa<sup>208</sup>.

## **6. Il diritto di voto nel pegno e nell'usufrutto di azioni.**

Un'analisi delle sorti del diritto di voto nelle fattispecie di pegno e usufrutto di azioni consente di mettere in luce le differenze che intercorrono fra tali ipotesi e gli strumenti analizzati nei precedenti paragrafi del presente Capitolo.

La costituzione di un diritto reale sulle azioni determina una sorta di "separazione" dei diritti derivanti dalla titolarità della partecipazione sociale e, di conseguenza, degli interessi riferibili alla stessa<sup>209</sup>. Nel caso del pegno e

---

<sup>207</sup> Ciò potrebbe anche indurre a riconsiderare il fenomeno classico della c.d. "vendita del voto" ovvero di quelle situazioni in cui due soggetti si siano accordati affinché un socio eserciti il diritto di voto in un determinato modo dietro corrispettivo. Tali ipotesi erano state duramente criticate dalla dottrina che le riteneva affette da nullità, si v. A. TUCCI, *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in E. Gabrielli-R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, UTET, Torino, 2004, p. 920 ss.; G. A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 3\*, UTET, Torino, 1994, p. 571, nota 2 e, per più ampi riferimenti, E. SCIMEMI, *op. cit.*, *passim*. In tal senso anche M. GARGANTINI, *op. cit.*, pp. 266-268, il quale addirittura fa riferimento a studi empirici, sviluppati in altri ordinamenti, che hanno dimostrato la presenza di un "mercato dei diritti di voto in prossimità della data di registrazione". Non è un caso, peraltro, che la dottrina americana che si è occupata del tema abbia fatto riferimento alle ipotesi di *empty voting* utilizzando la locuzione "new vote buying", proprio a testimoniare il fatto che tale ipotesi non si discosta nella sostanza dagli accordi tradizionali che veicolavano l'esercizio del voto dietro corrispettivo, cfr. H. T. C. HU-B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 812 ss.

<sup>208</sup> M. GARGANTINI, *op. cit.*, p. 264.

<sup>209</sup> M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 215 ss.

dell'usufrutto di azioni, in altri termini, si assiste ad una sorta di duplicazione di soggetti, entrambi titolari di proprie aspettative con riferimento alla partecipazione sociale le quali si presentano, tuttavia, disomogenee<sup>210</sup>. Nel caso dell'usufrutto, il nudo proprietario vanta un interesse rispetto al valore della partecipazione di cui egli rimane titolare, mentre l'usufruttuario diviene titolare di una aspettativa legata ai frutti (dividendi *in primis*) che la partecipazione può generare nel periodo di durata del vincolo. Nel caso del pegno, invece, il creditore pignoratizio e il socio debitore mantengono in comune un interesse alla conservazione del valore della partecipazione azionaria, ma non condividono eventuali aspettative di incremento della stessa in quanto il creditore pignoratizio non ha un forte interesse a valutare operazioni, magari rischiose, che potrebbero avere l'effetto di incrementare il valore delle azioni<sup>211</sup>.

Con riferimento alle sorti del diritto di voto nel caso di pegno e usufrutto di azioni, l'art. 2352, comma 1, del codice civile stabilisce che “[n]el caso di pegno o di usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario”. La norma è stata il risultato di un'evoluzione di un dibattito sviluppatosi in dottrina e in giurisprudenza sin dagli inizi del XX secolo<sup>212</sup> nel contesto del quale, tenuto conto dell'assenza di una disciplina di diritto positivo, una corrente minoritaria, seppur qualificata, tendeva a riconoscere il diritto di voto in capo esclusivamente al socio nudo proprietario e al debitore pignorato<sup>213</sup>.

Alla luce della disciplina introdotta nel codice civile del 1942, si può oggi affermare che il creditore pignoratizio e l'usufruttuario sono titolari del diritto di voto e sono legittimati, in via primaria, all'esercizio dello stesso<sup>214</sup>. Inoltre, l'art. 2352, comma 1, del codice civile fa salva la convenzione contraria mediante la quale le parti possono stabilire di attribuire (sempre in via primaria secondo la

---

<sup>210</sup> In tal senso, con riferimento al pegno di azioni, S. POLI, *Il pegno di azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 7.

<sup>211</sup> M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 217.

<sup>212</sup> Per un'analisi del dibattito e delle opinioni espresse dalla dottrina e dalla giurisprudenza si rimanda a E SCIMEMI, *op. cit.*, p. 176 ss. In materia di usufrutto di azioni si rinvia, da ultimo, a A. LUCIANO, *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2015, p. 194 ss.

<sup>213</sup> Cfr., fra gli altri, A VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, p. 85; A. LUCCI, *La cessione del diritto di voto nel pegno delle azioni* (nota a Trib. Napoli, 6 agosto 1909, Società di assicurazioni diverse c. Garofalo), in *Riv. dir. comm.*, 1910, p. 89; I. LA LUMIA, *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni* (nota a Trib. Roma, 14 luglio 1914, Banca di Firenze c. Caretti, Giani ed altri), in *Riv. dir. comm.*, 1915, II, p. 68 ss.

<sup>214</sup> Così S. POLI, *op. cit.*, p. 267; E SCIMEMI, *op. cit.*, p. 178.

concezione prevalente) la legittimazione al voto al socio debitore o al nudo proprietario.

Dall'attribuzione della legittimazione primaria all'esercizio del diritto di voto in capo al creditore pignoratizio e all'usufruttuario deriva, secondo la dottrina, un primo corollario. Il voto è esercitato da un soggetto che dispone di una titolarità, e legittimazione, conferitagli direttamente dalla legge a tutela di un interesse proprio che potremmo definire extrasociale e che si presenta come disomogeneo rispetto agli interessi di natura sociale di cui sono portatori il nudo proprietario e il debitore pignorato, nonché gli altri soci nel complesso<sup>215</sup>. In altri termini, il voto è esercitato non *uti socius* ma da un soggetto che non partecipa ai risultati della società ed il cui interesse non è, quindi, allineato a quello degli altri soci<sup>216</sup>.

Tuttavia, è stato notato come gli interessi del creditore pignoratizio e del nudo proprietario possono ritenersi pienamente coerenti e, in principio, non in contrasto con “gli schemi oggettivi” intorno ai quali è costruita la disciplina dell'organizzazione del fenomeno societario<sup>217</sup>. In altri termini, non sembra a prima vista che le ipotesi di pegno e usufrutto di azioni possano determinare una assoluta “indifferenza” del titolare del diritto frazionario rispetto all'andamento della società<sup>218</sup>. Peraltro, la presenza di forti divergenze di interessi è, in qualche modo, attenuata dalla sussistenza di specifici limiti all'esercizio del diritto di voto da parte del creditore pignoratizio e dell'usufruttuario. In particolare, su un piano di rapporti interni tra le parti, sussiste senza dubbio un obbligo di esercitare il diritto di voto in buona fede e rispettando il generale principio di correttezza<sup>219</sup>, senza abusare della

---

<sup>215</sup> M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 217 parla di “eterogeneità” degli interessi delle parti e di “*potenziale conflitto tra le stesse in ordine alle deliberazioni sociali*”; cfr. anche A. ASQUINI, *Usufrutto di quote sociali ed azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, p. 21.

<sup>216</sup> In relazione alle problematiche concernenti ipotesi di voto divergente si rinvia a S. POLI, *op. cit.*, pp. 274-276.

<sup>217</sup> C. ANGELICI, *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 139.

<sup>218</sup> Cfr. M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 221 il quale afferma che le soluzioni adottate in merito alla spettanza del diritto di voto e alla eventuale convenzione contraria “*si devono piuttosto ricondurre alla natura “sociale” dell'interesse del titolare del diritto parziario, e segnatamente alla sua connotazione ora tipicamente “finanziaria” (come nel caso dell'usufrutto), in quanto correlata ai tempi e alla consistenza dei dividendi erogati, ora tipicamente “patrimoniale”, in quanto riferibile al mantenimento e alla conservazione del valore posto a garanzia della pretesa creditoria*”. Si veda anche C. ANGELICI, *op. cit.*, pp. 123 e ss., il quale, con riguardo all'art. 2352 del codice civile osserva che pur non essendo titolare della partecipazione azionaria il creditore pignoratizio o l'usufruttuario hanno un interesse al positivo andamento della gestione sociale e sono comunque titolari di un diritto reale sulle azioni.

<sup>219</sup> Correttezza e buona fede in senso oggettivo sono qui intese come fonte di integrazione del rapporto contrattuale che viene improntato alla salvaguardia di interessi altrui, si veda S. POLI, *op. cit.*, p. 354 per ulteriori riferimenti.

propria legittimazione al voto<sup>220</sup>.

In ogni caso e pur senza considerare gli obblighi contrattuali di correttezza e buona fede, la posizione del creditore pignoratizio e quella dell'usufruttuario appaiono diverse dalle situazioni analizzate nei precedenti paragrafi. Si può quindi ritenere che, sebbene sia stata rilevata la disomogeneità degli interessi in caso di pegno o usufrutto di azioni, il creditore pignoratizio e l'usufruttuario mantengono comunque un interesse connesso al valore della partecipazione che costituisce addirittura, nel caso del pegno, la garanzia delle ragioni del creditore. Inoltre, a livello di prassi, il pegno e l'usufrutto di azioni rispondo ad esigenze concrete delle parti che decidono di stipulare i relativi contratti e non si prestano, almeno in teoria, ad usi strumentali da parte dei contraenti. In altri termini, è difficile ipotizzare che un *hedge fund* stipuli un pegno o un contratto di usufrutto di azioni al solo fine di coprire la propria esposizione in relazione all'andamento di un determinato titolo azionario, mantenendo comunque la possibilità di esercitare il diritto di voto. Ciò sembra pertanto escludere che tali fattispecie possano determinare ipotesi di *empty voting*.

---

<sup>220</sup> In tal senso, fra gli altri, F. FERRARA – F. CORSI, *op. cit.*, p. 450, T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari personalità giuridica e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, p. 395 ss.; S. POLI, *op. cit.*, pp. 355-356; E SCIMEMI, *op. cit.*, pp. 181-182, ove anche riferimenti giurisprudenziali.

## CAPITOLO II

### EMPTY VOTING E DIRITTO AZIONARIO: ANALISI DEL FENOMENO E POSSIBILI RIMEDI

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. L'empty voting: tra nuova vendita del voto e democrazia societaria - 2.1. Il fenomeno dell'empty voting: discussioni teoriche ed evidenze empiriche - 2.2. "Inscindibilità" della partecipazione azionaria e dissociazione fra diritto di voto e proprietà economica delle azioni - 2.3. Empty voting e separazione fra proprietà e controllo - 2.4. Empty voting e correlazione fra rischio e potere: "vendita del voto" e "new vote buying" - 3. Empty voting e interesse sociale - 3.1. La nozione di interesse sociale - 3.2 L'interesse del socio in conflitto con l'interesse sociale ai sensi dell'art. 2373 c.c. - 4. Empty voting e possibili rimedi: il conflitto di interessi

#### 1. *Introduzione.*

Il primo capitolo ha avuto ad oggetto l'analisi dei principali strumenti che possono dare luogo a fenomeni di *empty voting*. In particolare, è stato messo in luce come gli *equity derivatives*, unitamente a istituti tradizionali nell'ambito del diritto azionario italiano (quali il riporto e il prestito titoli) possano determinare una dissociazione della partecipazione azionaria separando la proprietà economica delle azioni dal diritto di voto che esse permettono di esercitare. In altre parole, il titolare del diritto di voto può esercitare diritti e prerogative connessi allo *status socii* restando sostanzialmente indifferente rispetto al ritorno economico legato all'investimento azionario, avendo ridotto o annullato lo stesso.

Il presente Capitolo cercherà di delineare il fenomeno dell'*empty voting* a cominciare da una descrizione dello stesso anche sulla base di analisi empiriche che hanno studiato la ricorrenza di ipotesi di svuotamento del voto e cercando di collocare tale fenomeno nell'ambito del diritto azionario del nostro ordinamento<sup>221</sup>.

---

<sup>221</sup> I primi studi in merito a tale argomento, sviluppati oltreoceano dalla dottrina americana, sono rappresentati da D. SKEEL, *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005, p. 28,

---

e S. MARTIN - F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, p. 775 ss., H.T.C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in *79 S. Cal. L. Rev.*, 2006, p. 811 ss., e ID, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in *156 U. Pa. L. Rev.*, 2008, 625 ss., i quali peraltro sono stati i primi ad utilizzare l'espressione "empty voting".

Successivamente si sono occupati, sotto vari punti di vista, del fenomeno, M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *155 U. Pa. L. Rev.*, 2007, p. 1021 ss.; L.E. RIBSTEIN - B.H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, in *U.C. Davies L. Rev.*, 2006, 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 University Press, 2008, p. 214 ss.; A. ZANONI, *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in *9 Global Jurist*, 2009, *Advances*, n. 4; 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'; 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.; 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. Unitamente all'analisi degli aspetti più prettamente giuridici, gli studiosi si sono concentrati anche sugli aspetti economici del fenomeno, fra gli altri si v. 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 sul sito www.ssrn.com; A. KALAY - S. PANT, *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, disponibile sul sito www.ssrn.com.

Più di recente, in relazione ad un caso di *empty voting* verificatosi in Canada (Cfr. Supreme Court of British Columbia, *TELUS Corp. v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350), si v. H.T.C. HU, *Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency*, in *70 Bus. Law.*, 2015, p. 347 ss.; e B.S. BLACK, *Equity Decoupling and Empty Voting: The Telus Zero-Premium Share Swap*, in *16 The M&A Lawyer*, 2012, 9, p. 3 ss. Si v. inoltre W.G. RINGE, *Empty Voting Revisited: The Telus Saga*, University of Oxford Legal Research Paper No. 18/2013, 2013, disponibile sul sito www.ssrn.com.

Oltre alla dottrina americana, anche la dottrina europea ha cominciato ad interessarsi alle problematiche connesse all'*empty voting*, per cui si v. E. WYMEERSCH, *Shareholders After the Crisis*, *Financial Law Institute, Universiteit Gent WP 2009-12*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com; M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010, p. 763 ss., anche reperibile sul sito www.ssrn.com; W.G. RINGE, *Hedge Funds and Risk Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union*, in *36 Seattle U.L. Rev.*, 2013, p. 1027 ss., anche reperibile sul sito www.ssrn.com.

Con riferimento alla dottrina italiana, cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 639 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), Giuffrè, Milano, 2010, p. 9 ss.; ID., *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011, p. 77 ss.; N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2010, p. 312 ss.; M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 107 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 283 ss.; A.D. SCANO, *Conflict of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 163 ss.; L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. Schiuma, Cedam, Padova, 2014, p. 1 ss., part. p. 28 ss.; M. ONZA, *"Record date", capitale sociale e partecipazione al rapporto sociale (appunti)*, *ivi*, p. 197 ss., N. ABRIANI, *Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati? Quasi una conclusione*, in *I contratti derivati*, a cura di Morera, Bencini, Bologna, 2013, p. 129 ss., e, da ultimo, G.

Inoltre, tenuto conto del fatto che l'*empty voting* consente l'esercizio del voto anche da parte di coloro i quali non sono nella sostanza portatori dell'interesse tipico di socio (avendo annullato o ridotto l'esposizione al proprio investimento azionario) si darà conto del dibattito circa il concetto di interesse sociale per comprendere come lo svuotamento del voto abbia inciso o possa incidere sullo stesso. Infine, si cercherà di verificare se, allo stato, una disciplina del fenomeno e dei relativi rimedi appare necessaria o se, invece, le ipotesi patologiche di *empty voting* possono essere affrontate facendo ricorso agli strumenti giuridici già presenti nel nostro ordinamento. Come anticipato, l'analisi condotta nel presente lavoro prende in considerazione esclusivamente gli impatti del fenomeno dell'*empty voting* sulle società con azioni quotate in mercati regolamentati. Rispetto ad esse, infatti, i problemi relativi alla tutela degli azionisti di minoranza e più in generale alle esigenze di trasparenza degli scambi e dei mercati sono più marcati. Inoltre, gli strumenti che possono dar luogo a fenomeni di svuotamento del voto (specie i derivati azionari), analizzati nel Capitolo I, difficilmente si presterebbero ad un utilizzo esteso anche ad azioni non quotate.

## **2. *L'empty voting: tra nuova vendita del voto e democrazia societaria.***

### *2.1. Il fenomeno dell'empty voting: discussioni teoriche ed evidenze empiriche.*

Come più volte sottolineato nel corso del presente lavoro, l'espressione *empty voting* fa riferimento a quelle situazioni in cui si verifica una asimmetria tra "potere di voto", da un lato, e "interesse economico" legato all'investimento azionario sottostante, dall'altro lato<sup>222</sup>. In sintesi, i principali strumenti che possono determinare fenomeni di dissociazione della partecipazione azionaria e quindi di "svuotamento" del voto sono rappresentati essenzialmente: (i) dall'utilizzo di derivati azionari; (ii) dal prestito titoli; e (iii) dallo sfruttamento del sistema della *record date* per ottenere la legittimazione al voto alienando, in un momento

---

SANDRELLI, *Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell' "esposizione economica" degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria*, in corso di pubblicazione, manoscritto consultato per cortesia dell'Autore.

<sup>222</sup> L'espressione e la ricostruzione sistematica della stessa è frutto del lavoro di H. T. C. HU and B. BLACK, *op., cit.*, p. 811 ss.

immediatamente successivo, le relative azioni<sup>223</sup>.

L'asimmetria che l'utilizzo degli strumenti sopra richiamati può realizzare è idonea a determinare una riduzione o una completa neutralizzazione del rischio di investimento in capo all'*empty voter*. In taluni casi, tuttavia, l'*empty voter* potrebbe assumere una posizione ribassista in relazione ad un determinato titolo azionario<sup>224</sup>. Peraltro, è evidente come l'innovazione finanziaria ha reso più rapida e meno costosa la possibilità di dissociare la partecipazione azionaria, separando la legittimazione al voto dalla proprietà economica delle azioni. I derivati azionari negoziati al di fuori di mercati regolamentati lasciano alle parti una grande autonomia nel configurare a loro piacimento l'operazione, incrociando e scambiandosi le reciproche posizioni. Così, chi vuole assumere una posizione lunga, investendo in azioni di una determinata società, non ha la necessità di operare sul mercato, potendo semplicemente replicare con un intermediario finanziario specializzato il finanziamento che avrebbe dovuto ottenere per l'acquisto dei titoli.

In sintesi dunque si potrebbe dire che il termine *empty voting* indica la

---

<sup>223</sup> Accanto a tali strumenti che rappresentano le ipotesi principali, vi sono anche strumenti più vicini alla tradizione giuridica del nostro ordinamento come il contratto di riporto. Per l'analisi di tali strumenti si rinvia al Capitolo I. Cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *op. cit.*, p. 816, i quali affermano che “[t]here are a number of ways to decouple votes from economic ownership. One method relies on the share lending market, which lets one investor borrow shares from another (...). A second approach employs an equity swap, in which the person with the long equity side (the «equity leg») of the swap acquires economic ownership of shares (but not voting rights) from the short side (the «interest leg»). (...) Other decoupling strategies are also possible, such as relying on put and call options or, where they exist, single-stock futures”.

A seguito della introduzione delle azioni a voto maggiorato di cui all'art. 127-*quinquies* del TUF, alcuni autori hanno messo in luce come l'utilizzo di tale opzione da parte delle società quotate, unitamente allo sfruttamento del sistema della *record date*, potrebbe essere idoneo a determinare ipotesi di *empty voting* “maggiorato”. Infatti, ove un azionista titolare di azioni a voto maggiorato si sia registrato per votare ad una determinata assemblea, la successiva alienazione delle azioni non influirebbe sulla legittimazione all'esercizio del diritto di voto e tale azionista avrebbe la possibilità di esercitare un voto doppio in assenza di interesse economico in relazione all'investimento azionario sottostante; l'asimmetria tra “potere di voto” e “proprietà economica” sarebbe in tal caso addirittura raddoppiata. Si v. a tal proposito, MARCHETTI-MOSCA, GALBIATI-SACCHI, ASSONIME, e LEGANCE in risposta alla consultazione della Consob del 5 novembre 2014, *Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo*, nonché I. POLLASTRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, p. 64.

<sup>224</sup> Ci si riferisce in particolare alle ipotesi in cui l'interesse dell'*empty voter* finisce per essere in contrasto rispetto agli interessi della società. Si parla in questi casi di “proprietà economica negativa”, cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *op. cit.*, p. 824. Gli autori, infatti, affermano che la proprietà economica “can be either positive, the same direction as the return on shares, or negative, the opposite direction from the return on shares”. Cfr. G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 9, il quale fa riferimento all'ipotesi in cui un investitore prende in prestito un determinato pacchetto azionario, ottiene la legittimazione al voto registrandosi entro la relativa *record date* e successivamente vende lo stesso pacchetto azionario allo scoperto.

situazione in cui un soggetto, avendo coperto in tutto o in parte il proprio rischio di investimento, finisce per esercitare il proprio diritto di voto in assemblea in maniera del tutto disinteressata o, talvolta, perseguendo interesse diversi e spesso contrastanti con quelli della società che ha emesso le relative azioni. Talvolta, tali finalità non solo sono contrastanti (in quanto l'*empty voter* ha assunto una posizione “ribassista” nei confronti della società), ma finiscono per essere concorrenti in quanto l'*empty voter* potrebbe voler favorire una società concorrente di cui sia al contempo socio<sup>225</sup>.

Proprio in relazione a tale ultimo aspetto, mette conto richiamare una delle vicende che vengono spesso citate per spiegare il fenomeno dell'*empty voting* associato all'utilizzo di derivati azionari. Si tratta del caso che ha coinvolto la società americana *Mylan laboratories Inc.* ed il fondo d'investimento *Perry Corporation*<sup>226</sup>. Nel 2004 la società *Mylan* ed un'altra società, la *King Pharmaceuticals*, raggiunsero un accordo per un'operazione di fusione per incorporazione in cui la prima era la società incorporante. *Perry corp.* era titolare di un considerevole numero di azioni di *King*, tanto che se l'operazione fosse andata a buon fine avrebbe realizzato un ingente profitto. Per poter influenzare, attraverso l'esercizio del diritto di voto, l'esito dell'operazione (che non era scontato dal momento che alcuni azionisti si erano espressamente opposti) *Perry* acquistò il 9,9 % di azioni di *Mylan* e contestualmente stipulò un'*equity swap* per coprire la propria esposizione trasferendo la proprietà economica dei titoli appena acquistati. Il complessivo interesse economico di *Perry* in *Mylan* finì per essere negativo in quanto il suo unico obiettivo era quello di ottenere che l'operazione di fusione andasse a buon fine per poter realizzare un profitto sulle azioni di *King*, senza preoccuparsi dei possibili effetti negativi su *Mylan*. Ci fu una denuncia da parte di un azionista la quale non portò ad una sentenza poiché l'operazione venne abbandonata per altri motivi.

Nella situazione appena descritta, l'*empty voter* agisce in una condizione riconosciuta da alcuni autori come di “conflitto d'interesse” derivante dalla

---

<sup>225</sup> Cfr. G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 9-10.

<sup>226</sup> Vicenda richiamata da H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., pp. 828-829; M. KAHAN and E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *University of Pennsylvania Law Review* 2007, pp. 1075-1077., oltre che da G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., pp. 638-639. La vicenda non ha portato ad una sentenza in quanto infine è venuto meno il motivo del contendere.

dissociazione fra diritto di voto (e titolarità delle azioni) e proprietà economica della partecipazione associata alla titolarità di un *related non-host asset* ovvero di azioni di un'altra società che rendevano negativo l'interesse complessivo di *Perry*<sup>227</sup>.

Un'altra ipotesi di *empty voting* potrebbe verificarsi quando gli amministratori esecutivi, ricevuto un certo numero di azioni come remunerazione o come *bonus* per obiettivi raggiunti, intendono coprire la propria esposizione cedendo la proprietà economica dei titoli, senza tuttavia perdere la possibilità di esercitare il diritto di voto. Essi potrebbero comprare una *put option* ottenendo l'effetto di dissociare la propria partecipazione azionaria, consci di poter esercitare l'opzione ad un prezzo prefissato, senza dover sopportare eventuali andamenti negativi del titolo<sup>228</sup>.

Il terzo tipo di operazione che potrebbe comportare un fenomeno di *empty voting* è rappresentato dalla *record date capture* a cui già si è fatto riferimento. In tal caso, l'istituto del prestito titoli (o anche del riporto) consente di dissociare la partecipazione mantenendo il diritto di voto senza avere la correlativa proprietà economica. Se il prestatario, dopo aver ottenuto la registrazione e quindi la legittimazione al voto, restituisce le azioni, si viene a creare una separazione fra

---

<sup>227</sup> Cfr. M. KAHAN and E. ROCK, *op. cit.*, p. 1076, gli autori affermano che il fenomeno dell'*empty voting* "is an example of an old problem" ovvero quello del "conflicts of interests created by exploiting the separation of legal and beneficial ownership". Peraltro viene anche sottolineato che questa vicenda è molto simile ad una fattispecie di "vote buying" guardata con sospetto dalla giurisprudenza, ma se ne differenzia, come si dovrà più avanti sottolineare, poiché risulta essere impossibile identificare un "venditore" ed un "compratore" in senso tecnico. Il caso *Perry/Mylan* è sicuramente qualificabile come un caso di *empty voting*, mentre un'operazione in cui la proprietà economica delle azioni eccede il potere di voto, nonostante l'utilizzo di strumenti derivati a copertura della propria esposizione, (ad esempio perché si hanno sia azioni con diritto di voto che azioni senza diritto di voto) non rappresenta un caso di *empty voting*. H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 831, riportano come esempio l'operazione *Liberty Media-News Corporation* in cui la prima società acquistò 192 milioni di azioni con diritto di voto di *New Corp.* che si aggiungevano ad altre azioni senza diritto di voto di cui era già titolare. Successivamente la società, per coprire parte della propria esposizione, stipulò con una banca una *future* su circa 150 milioni di azioni con diritto di voto. Come gli autori affermano "(...) Liberty Media was not an empty voter because its overall economic ownership exceed its voting interest."

<sup>228</sup> Si riferiscono ad operazioni di questo tipo S. MARTIN and F. PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *Univ. Ill. L. Rev.*, 2005, pp. 775 e ss.; ed H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., pp. 831-832 i quali descrivono un particolare strumento, fortemente utilizzato negli ultimi anni, che ha assunto la denominazione di *zero-cost collar* e che consiste nella acquisto di una *put option* e nella contestuale vendita di una *call option*, questa tecnica che rientra nelle opzioni convertite (per cui vedi retro, Capitolo I, para. 1.3.2.1.) consente di ottenere un "collare", inteso come uno spazio delimitato da un lato dal prezzo di esercizio della *put* e dall'altro da quello della *call*. L'operazione è poi a costo zero in quanto il premio per acquistare la *put* è coperto dal premio ricevuto per la vendita della *call*.

legittimazione e titolarità<sup>229</sup>.

Gli autori americani che si sono occupati di “nuova vendita del voto” riportano in particolare un esempio emblematico di *record date capture* verificatosi nel 2006 ad Hong Kong e che ha coinvolto la società Henderson Land. Quest'ultima aveva comunicato al mercato di voler riacquistare azioni di Henderson Investment il cui valore aumentò sensibilmente in conseguenza dell'annuncio. Di questa situazione profitto un *hedge fund* che prese a prestito azioni di Henderson Investment prima della *record date*, si legittimò all'esercizio del diritto di voto e votò contro il piano di *buyout* determinandone l'insuccesso con successivo crollo del valore delle azioni. Tuttavia, subito dopo aver votato, il fondo d'investimento vendette le azioni allo scoperto così profittando del fatto che il loro valore sarebbe diminuito in conseguenza dell'annuncio al mercato degli esiti della votazione ed avrebbe quindi potuto riacquistare le azioni sul mercato, per poterle restituire al prestatore, ad un prezzo inferiore<sup>230</sup>.

A tal proposito mette conto segnalare che alcuni studiosi hanno evidenziato che in prossimità della *record date* il numero di azioni oggetto di operazioni di prestito titoli aumenta di circa il 25% rispetto al normale, dato che segnala dunque l'esistenza di una prassi diffusa e significativa che sottintende una strategia volta ad accaparrare diritti di voto (senza rischio economico) in vista di una determinata assemblea<sup>231</sup>.

In tale contesto si inserisce una consultazione avviata dall'ESMA nel settembre del 2011 volta a verificare un eventuale consenso dei principali operatori finanziari europei in merito ad una regolamentazione organica del fenomeno dell'*empty voting*<sup>232</sup>. In maniera molto chiara l'ESMA ha affermato che nel corso degli ultimi anni, l'utilizzo di contratti derivati e di strategie di *trading* hanno reso

---

<sup>229</sup> Peraltro, il prestito titoli consente di evitare i costi di transazione che deriverebbero da un acquisto diretto delle azioni sul mercato, se tuttavia non fosse possibile prendere a prestito le azioni l'investitore potrebbe ottenere lo stesso risultato dal punto di vista del fenomeno dell'*empty voting* semplicemente acquistando le azioni subito prima della *record date* e rivendendole subito dopo.

<sup>230</sup> Si vedano H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 834, i quali affermano che “[a]s with Perry Mylan, one or more hedge funds held a negative economic ownership by the time the voting outcome was known. These hedge fund shareholders apparently blocked a deal that would benefit other shareholders.”

<sup>231</sup> Cfr. S. E. K. CHRISTOFFERSEN, C. C. GECZY, D. K. MUSTO and A. V. REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, p. 2897 ss.

<sup>232</sup> ESMA, *Call for evidence*, 14 settembre 2011, disponibile sul sito [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_288.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_288.pdf).

possibile la separazione del diritto di voto dalla proprietà economica dello strumento sottostante. Peraltro, le discussioni in merito al fenomeno dell'*empty voting* sono spesso accompagnate da riflessioni circa il fenomeno della proprietà nascosta di azioni (*hidden ownership*) che costituisce l'altra faccia della stessa medaglia, anche se non sempre ricorre simultaneamente in una determinata operazione. L'*empty voting* riguarda ipotesi in cui un azionista ha un potere di voto che eccede la propria esposizione verso un determinato titolo, mentre la proprietà nascosta di azioni riguarda quelle situazioni in cui un investitore acquista una esposizione economica rispetto ad un determinato strumento senza essere detentore del relativo potere di voto. Avendo ben presente le problematiche che potrebbero derivare da fenomeni di *empty voting*, l'ESMA ha chiesto agli operatori finanziari di esprimersi in merito ad una possibile regolamentazione del fenomeno, ritenendo tuttavia alla luce delle risposte ricevute in sede di consultazione che non vi fossero allo stato esigenze di procedere ad una disciplina unitaria ed armonizzata del fenomeno<sup>233</sup>.

## 2.2. "Inscindibilità" della partecipazione azionaria e dissociazione fra diritto di voto e proprietà economica delle azioni.

Alla luce di quanto sin qui discusso, è opportuno affrontare la questione del principio della "inscindibilità" della partecipazione azionaria<sup>234</sup>.

Il ragionamento della dottrina che ha elaborato questo principio si è basato sull'interpretazione dell'art. 2347, comma 1, del codice civile che sancisce il principio di "indivisibilità" a cui è stato logicamente connesso il principio di "inscindibilità". I due principi hanno, tuttavia, una portata operativa diversa che occorre sottolineare. Il principio di "indivisibilità" è infatti legato a quanto il legislatore afferma nel successivo art. 2348, comma 1, del codice civile disponendo che le azioni, in quanto frazione del capitale sociale, "devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti". Pertanto, dal momento che il valore di due identiche azioni non può essere diverso, l'azione costituisce un bene indivisibile.

---

<sup>233</sup> Si v. M. Erede, *Fenomenologia dell'empty voting in Europa: i risultati di una ricerca condotta dall'ESMA*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 297 ss.

<sup>234</sup> Contributo essenziale è quello di C. ANGELICI, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, cit., p. 123 ss.

A tal proposito dall'art. 2347, comma 1, del codice civile discende il fatto che seppure le azioni vengono a cadere in comproprietà, non è possibile modificarne il valore nominale se non tramite una modifica di tale valore nell'atto costitutivo (qualora quest'ultimo non indichi il valore nominale dell'azione, una riduzione del capitale sociale ne comporta la automatica variazione)<sup>235</sup>. In altri termini, la *ratio* dell'art. 2347 del codice civile consiste nell'esprimere una particolare “*tecnica organizzativa della società per azioni: quella per cui si procede, in via astratta ed a prescindere dalla posizione dei soci, alla predeterminazione di partecipazioni-tipo e di esse, le azioni appunto, ci si avvale quale unità di misura per l'esercizio dei diritti sociali*”<sup>236</sup>.

Il principio di “*inscindibilità*” si colloca invece su un piano diverso. Esso, infatti, concerne il contenuto delle azioni inteso come l'insieme dei diritti da esse derivanti e riguarda la titolarità di questi diritti che si ritiene non possa essere attribuita senza trasferire contestualmente la titolarità delle azioni. Pertanto, sulla base di questo principio, sarebbe impossibile una “*scissione*” della partecipazione azionaria in quanto non esisterebbe una titolarità di singoli diritti suscettibile di attribuzione separata, ma solo un insieme di diritti la cui titolarità discende da quella dell'intera partecipazione azionaria<sup>237</sup>. La possibilità di modulare in maniera differente i diritti sociali ricorre, quindi, solo nel caso in cui siano state create diverse categorie di azioni. Così, elemento di chiusura del ragionamento è oggi rappresentato dall'art. 2348, comma 2, del codice civile che conferisce ampia discrezionalità all'autonomia statutaria nel creare diverse categorie di azioni “*fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite.*”

Condivisibile sembra, quindi, l'affermazione per cui, a meno che lo statuto non crei una particolare “*classe*” di azioni, è vietato ai soci “*scindere*” la partecipazione azionaria con effetti reali nei confronti della società. Una conferma

---

<sup>235</sup> Cfr. F. FERRARA e F. CORSI, *op. cit.*, pp. 432-433. Dalla indivisibilità dell'azione gli autori fanno derivare tre conseguenze: “*a) la società non è tenuta a dividere la sua pretesa per i versamenti ancora dovuti fra i vari contitolari, ma può perseguire per l'intero ciascuno di essi, i quali rispondono solidalmente; b) ogni titolare ha di fronte alla società la c.d. rappresentanza passiva o recettiva degli altri, così che (in mancanza del rappresentante comune di cui appresso) la società non è obbligata a fare le comunicazioni e le dichiarazioni prescritte (es. di decadenza per morosità) a ciascuno dei titolari, ma basta che le faccia ad uno solo perché siano efficaci nei confronti di tutti; c) per esercitare i diritti sociali (es. partecipare in assemblea) è necessaria la nomina (secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 106) di un apposito rappresentante comune*”.

<sup>236</sup> C. ANGELICI, *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, cit., p. 124.

<sup>237</sup> Ivi, p. 125.

può derivare dalla considerazione del fatto che il presupposto per avere la titolarità di particolari diritti (magari privilegiati), sebbene separati dall'insieme dei diritti patrimoniali ed amministrativi, rimane comunque la titolarità di azioni. In altre parole, non potrebbe ammettersi l'attribuzione di un diritto di partecipazione agli utili, con effetti nei confronti della società, ad un soggetto privo della titolarità di azioni<sup>238</sup>. Poiché “la parità di diritti trova attuazione soltanto nell'ambito di ciascuna categoria di azioni<sup>239</sup>” è possibile, quindi, che a livello di organizzazione sociale lo statuto, prevedendo la creazione di azioni appartenenti a classi diverse e perciò “diseguali”, determini una correlativa “diseguaglianza” fra gli azionisti<sup>240</sup>.

Perciò, ammesso che non è possibile attribuire separatamente i diritti conferiti dalla partecipazione azionaria se non tramite la creazione di speciali categorie di azioni<sup>241</sup>, senza che questo rappresenti una “scissione” nel vero senso della parola, occorre passare al secondo interrogativo ovvero se a livello di rapporti personali fra soci sia invece possibile una circolazione separata dei diritti sociali con effetti meramente obbligatori. A tal proposito, rimane fermo il fatto che i soci non possono pretendere che il trasferimento di un singolo diritto derivante dalla loro partecipazione azionaria, abbia qualche effetto nei confronti della società. In conformità a quanto sostenuto dalla dottrina dominante, non è preclusa ai soci la possibilità di attribuire ad un altro soggetto il diritto alla percezione del dividendo deliberato ed è parimenti possibile impegnarsi ad esercitare in un certo modo

---

<sup>238</sup> O comunque un soggetto che abbia un interesse nella gestione della società testimoniato dal diritto reale sulle azioni che giustifichi l'attribuzione del diritto di voto, come nel caso del pegno e dell'usufrutto. Sembra ancora attuale l'affermazione di C. ANGELICI, *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, cit., p. 133, in base alla quale i diritti sociali sono configurabili in termini oggettivi ed infatti “la possibilità di isolare alcuni di essi presuppone necessariamente la loro oggettivizzazione in un'unità azionaria”. È pur vero che oggi è possibile che taluni limitati diritti siano attribuiti a titolari di strumenti finanziari partecipativi.

<sup>239</sup> F. FERRARA e F. CORSI, *op. cit.*, p. 461.

<sup>240</sup> Nella creazione di categorie di azioni occorre comunque rispettare una serie di principi inderogabili fra cui il divieto del patto leonino (di cui all'art. 2265), il divieto di emettere azioni a voto plurimo (art. 2351, comma 4) ed il divieto di creare categorie di azioni “senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative” in misura superiore alla metà del capitale sociale (art. 2351, comma 2).

<sup>241</sup> E questo secondo C. ANGELICI, *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, cit., p. 134, porterebbe ad affermare che “è estranea all'autonomia statutaria la possibilità di una scissione della partecipazione azionaria” poiché “i diritti sociali assumono rilievo nei confronti della società, quello che è ormai consueto denominare rilievo reale, secondo schemi conseguenti alla sua specifica tecnica organizzativa e sulla base pertanto del parametro rappresentato dall'unità di misura azionaria; la loro ripartizione è quindi possibile soltanto operando su quest'ultima, istituendo in sostanza diverse categorie di azioni.”

determinati diritti sociali<sup>242</sup>. Pertanto l'utilizzo di *equity derivatives*<sup>243</sup> si pone di sicuro su un piano “extrasociale” e non comporta una “scissione” (intesa come attribuzione a soggetti diversi dei diritti sociali con effetti nei confronti della società) della partecipazione azionaria. Però, seppur non è possibile parlare di “scissione”, il fenomeno può essere diversamente qualificato come “dissociazione”. Infatti, grazie ad un contratto di *equity swap*, si verifica una “dissociazione” fra diritto di voto, che spetta all'*equity amount payer* (o parte lunga), e proprietà economica delle azioni, che spetta invece all'*equity amount receiver* (o parte corta). Il rapporto che si viene a creare fra le parti non dispiega i suoi effetti sul piano societario e del resto la società, se non per profili attinenti alla trasparenza degli assetti proprietari o alla disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, rimane indifferente all'esecuzione del contratto. La parte lunga, mantenendo la titolarità della partecipazione azionaria, continua a percepire il dividendo che si impegna tuttavia a trasferire alla controparte.

Pertanto, i problemi che l'utilizzo di questi strumenti determina non riguardano la “scissione” della partecipazione azionaria, ma la sua “dissociazione” che provoca, si potrebbe dire, un “disallineamento” degli interessi. Infatti un soggetto esterno alla società, che con questa non ha alcun rapporto, finisce per nutrire un interesse alla buona amministrazione della stessa poiché destinato a percepire il dividendo ed a subire le diminuzioni del valore della partecipazione. Al contrario, il socio ha trasferito in tutto o in parte la proprietà economica della propria partecipazione, essendosi impegnato a versare alla controparte una somma pari ai dividendi percepiti ed avendo trasferito il rischio di una diminuzione del valore delle azioni. Questo comporta uno “svuotamento” del suo diritto di voto, il cui esercizio finisce per non essere connesso ad un interesse concreto alla buona amministrazione della società.

---

<sup>242</sup> Ivi, pp. 136-137. Si può anche fare riferimento alla ricostruzione del problema operata da E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 18-29, il quale tuttavia non condivide la tesi che individua nella titolarità di un diritto reale sulle azioni la possibilità di poter esercitare il diritto di voto. Richiamando la fattispecie della vendita a termine di azioni l'autore afferma che in tal caso si verifica comunque una “scissione” fra “ownership sostanziale” che spetta al compratore e “control” che spetta al venditore. In realtà, la terminologia più corretta è quella usata dalla, già richiamata, dottrina americana che distingue fra “voting ownership” ed “economic ownership” e comunque questo non riesce a confutare la “inscindibilità” della partecipazione azionaria, in quanto il diritto di voto segue comunque la titolarità formale delle azioni ed i frutti da queste generate sono trasferiti al compratore dal venditore e non direttamente dalla società. Sulla questione della legittimità della “vendita del voto” ci si dovrà più estesamente soffermare nel prosieguo.

<sup>243</sup> Per la cui analisi vedi *retro*, Capitolo I, Sezione I, para. 5.

Merita sottolineare che quanto si è detto circa la separazione fra legittimazione al voto e titolarità delle azioni, resa possibile dall'introduzione del sistema della data di registrazione, rischia di scontrarsi con il principio della “inscindibilità” della partecipazione azionaria<sup>244</sup>. L'utilizzo abusivo cui il meccanismo della *record date* si presta, ovvero la possibilità di prendere a prestito delle azioni a ridosso della data di registrazione e di restituirle subito dopo, e comunque prima che l'assemblea abbia avuto svolgimento, è un fenomeno che permette ad un non-socio di esercitare comunque il diritto di voto. Sotto un certo profilo la situazione che si viene a creare è del tutto coincidente con quella determinata dall'utilizzo di derivati azionari poiché proprietà economica e legittimazione al voto si ritrovano in capo a soggetti diversi. La differenza consiste nel fatto che, nel caso di un contratto di *equity swap*, titolarità delle azioni e legittimazione al voto appartengono alla parte corta, mentre la parte lunga ha la sola proprietà economica. Nel caso di fenomeni di *record date capture*, titolarità delle azioni e proprietà economica spettano all'acquirente (o al prestatore), mentre la legittimazione spetta all'ex socio. Peraltro, questo non provoca alcun contrasto con il principio di “inscindibilità” della partecipazione azionaria poiché la data di registrazione non determina una “scissione” della titolarità dei diritti sociali in quanto “*la regola consente l'esercizio (ma non l'attribuzione) del diritto di voto, indipendentemente dalla sussistenza del possesso azionario alla data dell'assemblea*”<sup>245</sup>. La legittimazione al voto è una regola che risponde ad esigenze di ordine organizzativo: pertanto non si tratta di un profilo soggettivo, quale quello della titolarità, ma di un profilo eminentemente oggettivo<sup>246</sup>.

D'altra parte la stessa dottrina che ha ricostruito il principio di “inscindibilità” aveva al contempo riconosciuto la possibilità di individuare una pluralità di indici di legittimazione ritenendo che fosse aprioristico esigere un unitario “indice di legittimazione utilizzabile per tutti i diritti sociali” ed ipotizzando, invece, “*l'eventualità che, essendo diversi gli indici di legittimazione, lo stesso soggetto si trovi in condizione di poter esercitare solo alcuni di quei diritti e non altri*”<sup>247</sup>. Pertanto, il meccanismo della *record date* porta a considerare il fatto

---

<sup>244</sup> Per un'analisi circa la disciplina italiana della *record date* si rinvia al Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 5.

<sup>245</sup> L. FURGIUELE, *op. cit.*, p. 1005.

<sup>246</sup> *Ivi.*, p. 1007.

<sup>247</sup> Così C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per*

che la separazione fra legittimazione e titolarità è una vicenda “esterna” al procedimento deliberativo: infatti, *“le vicende circolatorie successive alla data di registrazione sono ormai ininfluenti ai fini della “spettanza”, nel caso concreto, dei diritti di intervento e di voto e non valgono pertanto a precluderne l’esercizio neppure a soggetti i quali, per essersi disfatti delle azioni alla data della riunione assembleare, si trovano in posizione di indifferenza rispetto alla regola giuridica espressa dalla delibera”*<sup>248</sup>.

Peraltro, la portata del problema è, in parte, attenuata dalla fissazione della *record date* a ridosso dell’assemblea in modo tale che sia ridotto lo scarto temporale che intercorre fra l’ottenimento della legittimazione al voto e lo svolgimento dell’assemblea. In Italia, come già osservato in precedenza, il legislatore ha imposto un termine di sette giorni che quindi potrebbe limitare in concreto quello che, in astratto, rappresenta un problema per il diritto societario.

Inoltre, la questione è poi ulteriormente ridotta in quanto l’acquirente della partecipazione in data successiva a quella di registrazione, che non si è potuto legittimare al voto, è riconosciuto come “socio assente” ai fini dell’impugnazione della delibera assembleare e come socio che non ha “concorso all’approvazione delle deliberazioni” ai fini dell’esercizio del diritto di recesso (art. 127-bis del TUF).

A livello sistematico quest’ultima disposizione permette di compiere un’osservazione estremamente importante. Nel caso di alienazioni della azioni dopo la data di registrazione, infatti, si determina una situazione che *“non coinvolge una pluralità di soggetti comunque titolari di un interesse al valore e alla redditività dell’azione oggetto del negozio dispositivo”, ma una situazione che “recide, sia pure limitatamente alla singola deliberazione, ogni collegamento tra il voto e le modalità di soddisfazione di quell’interesse: logico risulta allora non tener conto, ai fini di queste ultime, della direzione assunta dal primo in sede assembleare”*<sup>249</sup>. Per tale motivo il socio che ha acquistato la partecipazione dopo la data di

---

azioni diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, Utet, Torino, 1994, vol. II, p. 258 ss.

<sup>248</sup> Così M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit., il quale aggiunge che la separazione fra voto e partecipazione è fenomeno esterno allo svolgimento della deliberazione assembleare, ma non anche ai suoi esiti. L’art. 2373 c.c., modificato proprio dal d.lgs 27/2010, risulta infatti applicabile anche ai non-soci: nella formulazione attuale il primo comma fa riferimento alle deliberazione “approvate col voto determinante *di coloro*” e non più “*dei soci*”.

<sup>249</sup> M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit. Pertanto, l’autore differenzia questa situazione da quella coinvolgente il creditore pignoratizio (o l’usufruttuario) ed il socio (o il nudo proprietario).

registrazione può esercitare il recesso ed impugnare la deliberazione assembleare ai sensi dell'art. 127-*bis* del TUF.

Tuttavia, questi accorgimenti non eliminano la possibilità che si verifichino comportamenti tali da determinare una separazione “patologica” fra legittimazione e titolarità che, occorre ribadirlo con forza, non è vietata in quanto il legislatore italiano, in attuazione della direttiva europea, ha espressamente previsto che colui che acquista le azioni dopo la data di registrazione non può acquistare anche la legittimazione.

Le situazioni patologiche, identificabili in comportamenti abusivi da parte di investitori istituzionali<sup>250</sup> che potrebbero avere esclusivo interesse ad acquistare la legittimazione al voto e non anche la titolarità della partecipazione, non possono essere risolte imponendo un divieto all'esercizio del voto da parte del non titolare. Questo sarebbe, infatti, in contrasto con la disciplina della legittimazione introdotta dal legislatore europeo e con la relativa implementazione a livello del nostro ordinamento. Rimane, invece, la possibilità che queste situazioni assumano rilevanza per l'ordinamento nei limiti dell'art. 2373 c.c., come si dovrà più compiutamente osservare nel prosieguo<sup>251</sup>.

Da un punto di vista comparatistico e senza da questo voler trarre alcuna conclusione circa la disciplina vigente, merita sottolineare che lo Stato del Delaware, negli Stati Uniti, a partire dal 2009 ha introdotto un sistema che bipartisce il meccanismo della *record date* dando la possibilità al consiglio di amministrazione di fissare due date diverse<sup>252</sup>: una per l'adempimento degli obblighi, discendenti dalla legislazione federale, di inoltre dei *proxy material* ai *beneficial owners*; l'altra, eventualmente coincidente con il giorno dell'assemblea,

---

<sup>250</sup> Per alcune ipotesi particolari attinenti all'ordinamento americano, dove tradizionalmente la *record date* è fissata piuttosto lontano dall'assemblea, si rimanda a N. DE LUCA, *Titolarietà vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta”*, cit., pp. 312-317; per maggiori dettagli si v. Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 5.

<sup>251</sup> Peraltro, un trasferimento di titoli volto soltanto ad acquistare la legittimazione al voto potrebbe costituire una fattispecie di “vendita del voto” guardata con sospetto dalla dottrina italiana che a lungo ha discusso sulla sua legittimità. Su questi profili ci si soffermerà più avanti, per cui vedi *infra*, para. 2.4. Per l'analisi del complesso tema della “vendita del voto” si rimanda alla recente ed esaustiva ricostruzione della fattispecie ad opera di E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, e ID., *Vote-trading in corporate America*, in *14 European Business Law Review*, 2003.

<sup>252</sup> Cfr. N. DE LUCA, *Titolarietà vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta”*, cit., p. 317, il quale afferma anche che “mentre l'Unione Europea introduceva il sistema della data di registrazione per l'esercizio del voto, il Delaware, e cioè la fonte di produzione del diritto statunitense delle società quotate, ne permetteva l'eliminazione”.

per stabilire la legittimazione all'esercizio del diritto di voto<sup>253</sup>. Come è già stato sottolineato, nulla impedisce che si possa arrivare anche in Italia ad una modalità di verifica della legittimazione che avvenga contestualmente al giorno fissato per l'assemblea garantendo al contempo le esigenze organizzative degli emittenti. In base alla disciplina vigente, tuttavia, è pienamente ammissibile che a votare sia un *ex socio*, senza che l'ordinamento dimostri un atteggiamento negativo rispetto a questa situazione ed anzi portando alla conclusione per cui non è possibile imporre un divieto di voto all'*empty voter*.

### 2.3. *Empty voting* e separazione fra proprietà e controllo.

Il fenomeno dello svuotamento del voto può incidere, non necessariamente in maniera negativa, sulla separazione fra proprietà e controllo. Se il fenomeno cui si fa riferimento con la locuzione “separazione fra proprietà e controllo” riguarda la concentrazione del controllo nelle mani del consiglio di amministrazione, ed in particolare degli amministratori esecutivi, le possibilità offerte dalle tecniche di “trasferimento” del voto potrebbero aumentare l'efficienza del sistema, determinando una concentrazione del diritto di voto, con ridotti costi di transazione, nelle mani dei soggetti che, disponendo di più informazioni, potrebbero esercitarlo in modo più efficiente.

I derivati azionari e le altre tecniche di “svuotamento” del voto potrebbero contribuire alla creazione di un sistema efficiente in cui gli azionisti esercitano il voto “correttamente” e la discrezionalità dei *managers* può essere controllata. D'altra parte, le stesse operazioni potrebbero invece aumentare lo spazio che intercorre fra proprietà della società e controllo della stessa, potendosi esse prestare

---

<sup>253</sup> Si veda la section 213 (a) del *Delaware Code*, TITLE 8, Chapter 1 (Delaware General Corporation law) che afferma: “(...) which record date shall not be more than 60 nor less than 10 days before the date of such meeting. If the board of directors so fixes a date, such date shall also be the record date for determining the stockholders entitled to vote at such meeting unless the board of directors determines, at the time it fixes such record date, that a later date on or before the date of the meeting shall be the date for making such determination. If no record date is fixed by the board of directors, the record date for determining the stockholders entitled to notice of and to vote at a meeting of stockholders shall be at the close of business on the day next preceding the day on which notice is given, or, if notice is waived, at the close of business on the day next preceding the day on which the meeting is held (...)”. Si dà quindi la possibilità al consiglio di amministrazione di fissare una data di registrazione contestuale allo svolgimento dell'assemblea. Se gli amministratori non specificano la *record date* questa è stabilita alla chiusura delle contrattazioni del giorno precedente l'assemblea.

ad intenti meramente speculativi delle parti oppure ad intenti elusivi di disposizioni di legge.

Una recente dottrina ha riflettuto sull'efficienza dei meccanismi di esercizio del diritto di voto<sup>254</sup>. Al di là delle riflessioni sugli interessi che spingono gli azionisti a votare in un certo modo e quindi al di là della questione se sia ancora attuale il principio dello *shareholder value*, è stato rilevato che l'utilizzo di strumenti finalizzati a dissociare la partecipazione azionaria, pur determinando ipotesi di *empty voting*, potrebbe essere considerato una scelta efficiente<sup>255</sup>. Infatti, tali meccanismi consentono di concentrare un grande potere di voto nella mani di soggetti che, disponendo di maggiori informazioni, faranno, con più probabilità, la scelta corretta. Di conseguenza, gli investitori istituzionali avrebbero, mediante il ricorso a tali strumenti, la possibilità di concentrare nelle loro mani la maggioranza dei diritti di voto a costi contenuti e questo potrebbe aumentare l'efficienza del sistema nel suo complesso<sup>256</sup>. Il beneficio rispetto alla *corporate governance* deriverebbe dal fatto che, poiché il trasferimento del voto avviene in maniera estremamente veloce ed economica, per un investitore istituzionale potrebbe essere molto semplice arrivare a detenere la maggioranza dei voti in assemblea per poter cambiare la composizione del consiglio di amministrazione. Da ciò conseguirebbe un incentivo per il *management* ad amministrare correttamente la società e la separazione fra proprietà e controllo potrebbe quindi ridursi<sup>257</sup>.

---

<sup>254</sup> Si rimanda a M. C. SCHOUTEN, *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1658937>. Si può, inoltre, fare riferimento a R. B. THOMPSON and P. H. EDELMAN, *Corporate Voting*, in 62 *Vand. Law Rev.*, 2009, p. 149 ss ed a S. E. K. CHRISTOFFERSEN, C. C. GECZY, D. K. MUSTO and A. V. REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, p. 2897 ss.

<sup>255</sup> Occorre sinteticamente ricordare che alcuni autori hanno mostrato un certo favore per una teoria introdotta da un filosofo francese del '700 conosciuta come *Jury Theorem*. In sostanza, essa sostiene che quando alcune persone devono esprimere una scelta attraverso il loro voto su due alternative una delle quali è corretta e l'altra sbagliata, se le probabilità che venga scelta la soluzione corretta sono più alte del 50% allora più aumenta la base di coloro che devono esprimere il loro voto più le probabilità di compiere la scelta corretta tenderanno ad aumentare. Il *Jury Theorem* è richiamato da M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, p. 6, e sembra accettato negli studi sul *corporate voting* da un crescente numero di autori, fra tutti si può fare riferimento a Z. GOSHEN, *Voting (Sincerely) in Corporate law II, Theoretical Inquires L.*, 2001, p. 815 ss., e R. B. THOMPSON and P. H. EDELMAN, *op. cit.*, p. 129 ss.

<sup>256</sup> Vedi M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, p. 41, il quale afferma che “[t]he new vote buying’s potential to enhance efficiency is thus similar to that of conventional vote buying”.

<sup>257</sup> Cfr. O. H. DOMBALAGIAN, *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?*, 42 *U.C. Davis L. Rev.*, 2009, p. 1231 ss. L'autore in particolare sostiene che il fenomeno dell'*empty voting* poiché coinvolge prevalentemente investitori istituzionali potrebbe portare benefici ai meccanismi di *corporate governance* combattendo la tendenza alla riduzione del coinvolgimento degli azionisti alla partecipazione assembleare. Ivi, p. 1273, l'autore afferma che “empty voting need not be dismissed as undesirable if it is designed to promote corporate transactions that

Tuttavia, non è chiaro quale sia lo scopo, o per meglio dire, l'interesse che gli azionisti perseguono nell'esercizio del proprio diritto di voto. Il ragionamento appena ricordato si basa sull'assunto che il principio cardine che orienta le decisioni sia quello tipicamente anglosassone dello *shareholder value*, della cui validità nel nostro ordinamento la dottrina più recente ha iniziato a dubitare.

D'altra parte, non sempre i derivati rendono possibile la concentrazione di un elevato potere di voto nelle mani di chi, disponendo di più informazioni, può prendere decisioni migliori. Talvolta, infatti, l'*empty voter* potrebbe essere semplicemente spinto ad agire da un interesse personale in conflitto con quello della società alla cui assemblea finisce per poter esercitare il diritto di voto. In tal caso, l'operazione non determina un aumento di efficienza del meccanismo di voto. Al contrario, la possibilità che i voti si concentrino nelle mani di chi non è spinto da un concreto interesse ad esercitarli nell'interesse della società potrebbe acuire ancora di più la separazione fra proprietà e controllo. Infatti, non esisterebbe un'unica proprietà delle azioni, ma una “duplice” proprietà che vede da un lato un soggetto che detiene la proprietà economica della partecipazione e che, quindi, almeno in teoria è portatore di un interesse alla massimizzazione del valore delle azioni e dei profitti distribuibili dalla società e dall'altro un soggetto che, senza dover subire alcun rischio, esercita il diritto di voto e che, quindi, potrebbe non avere alcun interesse a scegliere, fra due o più alternative, quella che possa portare i maggiori vantaggi alla società e ai suoi azionisti nel complesso.

#### *2.4. Empty voting e correlazione fra rischio e potere: “vendita del voto” e “new vote buying”.*

Lo “svuotamento” del voto incide fortemente sul principio di correlazione fra rischio e potere.

---

increase social wealth and if auxiliary mechanisms exist to ensure that shareholders are not treated unfairly (vis-à-vis other stakeholders or third parties who may wish to purchase votes). In other words, I argue that empty voting is not detrimental to social wealth if (i) a “significant” percentage of institutional shareholders are committed to maximizing the long-term wealth of the individual firms in which they invest; (ii) those institutional shareholders are empowered to borrow empty votes in opposition to or in support of, and on equal (or better) terms with, insurgents; (iii) the fiduciary duties of these institutional shareholders to their clients, and the manner in which they communicate and consult with the firms in which they invest, are re-imagined in a way to give them sufficient incentive to buy votes; and (iv) courts continue to scrutinize transactions effected with the use of empty votes and intervene in instances of substantial unfairness to affected shareholders.”

Quella parte della dottrina americana più vicina a tesi contrattualistiche giustifica l'attribuzione del diritto di voto agli azionisti sulla base della considerazione che essi sopportano il rischio dell'investimento poiché beneficiano dei profitti generati, ma subiscono per primi le perdite<sup>258</sup>. Un'ulteriore giustificazione potrebbe derivare dal fatto che l'attribuzione del diritto di voto ad una classe soltanto di soggetti permette un'aggregazione di interessi tale per cui l'obbiettivo prefissato sarà più o meno omogeneo<sup>259</sup>.

Gli stessi sostenitori dell'attribuzione del diritto di voto ai soci sul presupposto che essi sono i *residual claimants*, affermano che l'obbiettivo che i soci perseguono con le loro decisioni è quello della massimizzazione del “valore per gli azionisti” (traduzione della locuzione inglese *shareholder value*). Infatti, i soci ricevono come remunerazione del loro investimento ciò che residua dopo che tutti gli altri *stakeholders* hanno ricevuto quanto loro spetta. Pertanto, da un punto di vista economico, aumentare il “valore per gli azionisti” implica come conseguenza aumentare il valore della società nel suo complesso con conseguente incremento del benessere di tutti gli altri *stakeholders*<sup>260</sup>.

Tuttavia, i soci non sono necessariamente *residual claimants* in quanto potrebbero aver coperto il rischio connesso al loro investimento tramite la stipulazione di un contratto derivato che li porrebbe su un piano di (totale o parziale) indifferenza rispetto alle sorti della società, pur mantenendo la possibilità

---

<sup>258</sup> V., per tutti, F. H. EASTERBROOK and D. R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *Corporate Law*, 26 *J.L. & ECON.* 395, 402-06 (1983), p. 403 i quali affermano che la ragione per cui solo gli azionisti hanno il diritto di voto “*is that shareholders are the residual claimants to the firm's income*” ed in quanto tali “*the shareholders are the group with the appropriate incentives (collective choice problems to one side) to make discretionary decision*”. Questi incentivi positivi a prendere decisioni derivano dal fatto che “[t]he shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs”. La possibilità di prendere decisioni si trasferisce dagli azionisti ad altre categorie di *stakeholders*, in primo luogo i creditori, nel momento in cui la società si trova in stato d'insolvenza e questo costituisce una conferma del fatto che “[t]he right to vote (that is, the right to exercise discretion) follows the residual claim”.

<sup>259</sup> Ivi, p. 405. Si legge infatti che “*the shareholders of a given firm at a given time are a reasonably homogeneous group with respect to their desire for the firm. So firms with single classes of voters are likely to be firms with single objective, and single objective firms are likely to prosper relative to others*”.

<sup>260</sup> Cfr. J. E. FISCH, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 *J. Corp. Law*, 2005, p. 658. L'autore nel richiamare le ragioni economiche che giustificano la teoria dello *shareholder value* afferma che “[a]t its core, the economic argument is based on a truism. If stockholders are the residual claimants, by definition they receive the surplus that remains after all fixed claims are paid. Maximizing this surplus means maximizing total firm value, assuming that other stakeholder values remain unchanged. Consequently, maximizing firm value is the equivalent of maximizing shareholder value. Law and economics scholars argue that this approach gives residual claimants the appropriate incentives to maximize firm value. This theory, in turn, leads to the argument for vesting control rights in shareholders”.

di esercitare il diritto di voto. Se si spezza la correlazione biunivoca fra azionisti e *residual claims* viene anche a cadere la seconda parte del ragionamento che vede nella massimizzazione del “valore per gli azionisti” un obiettivo che può determinare un incremento del benessere di tutti gli *stakeholders*<sup>261</sup>.

Tornando all'ordinamento italiano, al di là delle questioni circa la validità del principio del “valore per gli azionisti” e del concetto di interesse sociale, di cui ci si dovrà più estesamente occupare, ciò che qui preme sottolineare è che il principio della correlazione fra rischio e potere è stato storicamente invocato per giustificare il divieto della “vendita del voto”<sup>262</sup>. Agli inizi del '900, infatti, la dottrina affermava che fra diritto di voto e proprietà delle azioni vi era un nesso tanto inscindibile che una circolazione del primo senza la seconda era vietata in quanto contraria all'ordine pubblico<sup>263</sup>. Non è mancato poi chi ha affermato che la

---

<sup>261</sup> Così M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, p. 11, il quale afferma che “[i]f the characterization of shareholders as sole residual claimants is inaccurate, this undermines the notion that maximizing shareholder value is an effective means of maximizing general welfare”. Si rimanda anche alle considerazioni di J. E. FISCH, *op. cit.*, pp. 659-660, il quale afferma che “[i]f the interests of fixed claimants are not fully protected by contract, increasing shareholder value may not increase the size of the corporate pie. Although shareholders can benefit from increasing productivity, they can also benefit by transferring value from fixed claimants to themselves. Perhaps the most obvious type of transfer is increasing the level of risk. Residual claimants may prefer excessive levels of risk in a corporation, particularly when their expected return is small in the absence of that risk”. In particolare, l'autore nota che il profitto degli azionisti ha più probabilità di crescere se il livello di rischio preso nella gestione della società è più elevato perciò “increasing the level of risk to further the interests of shareholders may harm other stakeholders. Greater risk may reduce the creditworthiness of the firm and hence the value of its debt, or reduce job security, thereby reducing the value of the firm to its workers”.

<sup>262</sup> Peraltro, la correlazione fra rischio e potere porterebbe a considerare un profilo interessante, che richiederebbe tuttavia un approfondimento maggiore. Ci si potrebbe infatti chiedere se ed in che misura influisce il divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 del codice civile su operazioni di “vendita del voto” o di “svuotamento” del voto. N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Giuffrè, Milano, 1994, pp. 69-77, ha ammesso l'applicabilità di questa norma anche alle società di capitali ed ha affermato che “la partecipazione dei soci ai risultati economici dell'impresa esercitata in forma collettiva, e dunque l'interesse di ciascuno di essi al funzionamento dell'organizzazione in ordine allo svolgimento dell'attività economica per cui il contratto fu stipulato, costituiscono un elemento caratterizzante ogni tipo di società”. Rispetto alle società per azioni lo stesso autore afferma che l'ordinamento ammette la creazione di soci a responsabilità limitata, tuttavia la presenza del divieto del patto del leonino esclude la possibilità che vengano create categorie di soci “illimitatamente irresponsabili”. In materia di correlazione tra diritto e potere, si veda da ultimo E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2012, in particolare, p. 220 dove l'autore afferma che “non soltanto non è affatto vero che il principio de quo debba essere riposto in cantina fra i vecchi cimeli di un diritto che fu, ma, esattamente all'opposto, a quel principio ben può continuare a attribuirsi il meritato fregio di canone fondamentale del diritto societario”.

<sup>263</sup> Così si esprimeva C. VIVANTE, *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, pp. 173-174. L'autore affermava a giustificazione di questa affermazione che “[l]'attività degli uomini procede ordinatamente, perché ad ogni loro atto e ad ogni loro parola si accompagna una certa responsabilità. Se [...] coloro che non sono azionisti potessero votare col voto altrui, quelli che deliberano [...] prenderebbero, senza il freno che

possibilità di alienare il proprio diritto di voto dietro corrispettivo, costituiva un atto contrario al buon costume<sup>264</sup>.

Una dottrina più recente ha affermato, invece, che la “vendita del voto” è da considerarsi illegittima poiché l'esercizio del diritto di voto da parte di un soggetto esterno alla società si porrebbe in contrasto con il principio in base al quale occorre una finalizzazione del voto al perseguimento di un (presunto) superiore interesse sociale<sup>265</sup>.

A conclusioni opposte rispetto a quelle appena ricordate è giunta la Corte di Cassazione nel 1996 decidendo il caso *Palasciano c. Flego*<sup>266</sup>. Infatti, seppur con una motivazione piuttosto sintetica, la Corte ha affermato che “*la legittimità di un compenso di carattere economico per l'esercizio del diritto di voto [...] non può essere, in linea di principio, esclusa*”.

La ricostruzione dei fatti alla base della decisione è opera necessaria per comprendere le ragioni della decisione. Il 10 novembre 1983 i soci di maggioranza della Flego e Messineo S.p.A. (il cui capitale sociale risultava interamente perduto) avevano stipulato un accordo con il socio di minoranza (la SOCSA S.p.A., società in liquidazione i cui due soci erano due persone fisiche) articolato in due punti. Il primo prevedeva che i soci di maggioranza si assumessero interamente l'onere della ricostituzione del capitale sociale impegnandosi a trasferire il 50% delle azioni di nuova emissione, al loro valore nominale, direttamente ai soci della SOCSA S.p.A. i quali garantivano che la loro società avrebbe votato a favore dell'aumento di capitale con contestuale rinuncia al diritto di opzione (il voto del socio di minoranza era necessario poiché lo statuto della Flego S.p.A. prevedeva un *quorum* deliberativo dell'assemblea straordinaria pari al 70%). Il secondo prevedeva, invece, che i soci della SOCSA S.p.A. si impegnassero a rinunciare alla distribuzione di utili, eventualmente generati, in loro favore fino al raggiungimento del 50% della somma necessaria a ripianare le perdite.

---

*viene dalla proprietà delle azioni, tutte le iniziative più audaci, senza pesare sufficientemente i rischi che questa speculazione porta a scapito degli azionisti.*” Peraltro, occorre non dimenticare che le considerazioni del VIVANTE toccavano il tema della “vendita del voto” nell'ambito del dibattito, oggi non più attuale, sulla liceità degli accordi parasociali, in particolare dei sindacati azionari aventi ad oggetto l'esercizio del voto in una S.p.A.

<sup>264</sup> In tal senso si veda G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Giuffrè, Milano, 1958, p. 233.

<sup>265</sup> V. G. SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1961, p. 311 ss.

<sup>266</sup> Cass. Civ., I sez., 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. Comm.*, 1997, II, p. 237 ss., con commento di P. G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. “vendita del voto”)*.

In esecuzione dell'accordo l'assemblea aveva quindi deliberato l'azzeramento e la ricostituzione del capitale sociale interamente sottoscritto dai soci di maggioranza della Flego S.p.A. che avrebbero poi dovuto trasferire il 50% delle azioni di nuova emissione ai soci della SOCSA S.p.A.. Al contrario, i soci di maggioranza agirono in giudizio con l'intenzione di far dichiarare la nullità dell'accordo che avevano concluso in quanto privo di causa o subordinatamente il suo annullamento ai sensi dell'art. 1438 del codice civile. Il tribunale di Bari, confermato dalla Corte d'Appello, accolse il secondo motivo affermando che con la pattuizione parasociale i convenuti avevano ottenuto vantaggi che eccedevano quanto potevano ragionevolmente aspettarsi dal diritto di voto di cui erano titolari e che tali vantaggi erano stati ottenuti minacciando agli attori la liquidazione della società. Al contrario, come già ricordato, la Corte di Cassazione ha ribaltato la decisione dei giudici di merito affermando la liceità dell'accordo e stabilendo che l'attribuzione del vantaggio patrimoniale (trasferimento delle azioni) direttamente ai soci della SOCSA S.p.A., società in liquidazione ed il cui voto era oggetto di scambio, era legittima purché i creditori sociali fossero già stati interamente soddisfatti<sup>267</sup>.

A seguito di questa sentenza la dottrina si è nuovamente espressa sulla ammissibilità della “vendita del voto” arrivando a conclusioni diverse rispetto a quelle che identificavano nell'ordine pubblico, nel buon costume o nell'interesse sociale l'elemento invalidante del trasferimento del voto dietro corrispettivo. In particolare, è stato sostenuto che l'impegno ad esercitare il proprio voto nel modo richiesto dalla controparte non è vietato nel caso in cui quest'ultima voglia soddisfare *“un interesse bensì personale, ma rientrante nella sfera degli interesse collettivi e sociali”*<sup>268</sup>. La stessa operazione non sarebbe ammissibile qualora l'esercizio del voto fosse finalizzato al perseguimento di un fine “individuale ed extrasociale” in quanto in tal caso *“il socio vota perseguendo un interesse estraneo a quello sociale”* e *“tale interesse si contrappone all'interesse (o a uno degli interessi) collettivo degli azionisti”* rendendo quindi applicabile l'art. 2373 del

---

<sup>267</sup> A tale proposito, la Suprema Corte si è pronunciata nuovamente nel 2005 affermando che la vicenda di vendita del voto oggetto di esame era illecita non di per sé, ma in quanto contrastante con le norme imperative in tema di acconti di distribuzione ai soci in sede di liquidazione. Si veda Cass., Civ., Sez. I, 31 agosto 2005, n. 17585, in *Società*, 2005, p. 855 ss., con commento di F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. “vendita del voto”*.

<sup>268</sup> P. G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. “vendita del voto”)*, cit., p. 246.

codice civile<sup>269</sup>.

Pertanto, non sarebbe possibile vietare la “vendita del voto” sulla base di un generale contrasto con l'ordine pubblico e neppure sarebbe possibile vietare tale operazione in quanto di per sé contrastante con l'interesse sociale, ma occorrerebbe valutare di volta in volta se il voto sia finalizzato al soddisfacimento di un interesse sociale oppure di un individuale del “compratore”. Questa conclusione sembra ricucire lo strappo che si verrebbe a creare col principio di correlazione fra rischio e potere, poiché sarebbe inammissibile la cessione del voto ad un soggetto che persegua interessi puramente egoistici senza correre alcun rischio. L'unico elemento che non sembra convincere in questa tesi riguarda il fatto che da una norma quale l'art. 2373 del codice civile si fa derivare non la impugnabilità della deliberazione presa con il voto determinante di chi agiva in conflitto di interessi, bensì la (in)validità stessa dell'accordo di cessione del voto<sup>270</sup>.

Peraltro, occorre notare che la fattispecie di “vendita del voto” ad effetti obbligatori consiste in un accordo in base al quale il socio si impegna a votare, o a non votare, in un certo modo in cambio di un corrispettivo. Così ricostruita, questa fattispecie appare diversa dagli istituti che determinano il fenomeno dell'*empty voting*. Infatti, attraverso l'utilizzo di contratti derivati (o delle altre tecniche richiamate) non si verifica un trasferimento del voto fra un compratore ed un venditore, ma la parte interessata acquista la partecipazione e procede successivamente ad una sua “dissociazione”, attribuendo la proprietà economica della stessa ad un altro soggetto e mantenendo esclusivamente il diritto di voto. Pertanto, l'operazione è articolata in due fasi: in un primo momento l'investitore acquista le azioni ed in un secondo momento copre la propria esposizione, ad esempio stipulando un contratto derivato, e trasferisce così la proprietà economica. Il risultato è l'acquisto del diritto di voto separato dal rischio derivante dalla

---

<sup>269</sup> *Ibid.* Peraltro come notato dallo stesso autore a p. 245, “l'assenza di una disposizione penalistica, o comunque di un divieto specifico, non esonera dalla ricerca se il comportamento violi altre regole”.

<sup>270</sup> In tal senso si esprime F. SPORTA CAPUTI, *op. cit.*, p. 868, il quale afferma che sarebbe “forzata la trasposizione di quello che è un vizio tipico della deliberazione assembleare al diritto di voto, derivando poi dal vizio del voto non l'annullabilità della deliberazione alla cui assunzione ha concorso il voto stesso ritenuto viziato, bensì la nullità del patto di vendita del voto”. Peraltro, occorre tenere presente che la tesi sostenuta da JAEGER si basa sulla formulazione dell'art. 2373 del codice civile antecedente alla riforma del 2003 che ha eliminato il divieto all'esercizio del voto in caso di conflitto d'interessi. Per una riflessione più ampia sul tema della “vendita del voto” si rimanda a E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, e ID., *Vote-trading in corporate America*, in *14 European Business Law Review*, 2003.

titolarità della partecipazione e quindi coincide, nella sostanza, con quello conseguibile tramite la tradizionale “vendita del voto”. Allo stesso modo, nelle operazioni di *record date capture* l'investitore prende a prestito i titoli, si legittima all'esercizio del voto e li restituisce subito dopo, potendo esercitare il diritto di voto senza essere titolare delle azioni. La dottrina americana definisce queste operazioni come “*the new vote buying*”, bipartendole nei due fenomeni di *empty voting* ed *hidden (morphable) ownership* ed affermandone al contempo la differenza rispetto alla tradizionale “vendita del voto”<sup>271</sup>.

Infatti, come è stato notato, in un'ipotesi di tradizionale “vendita del voto” si verifica un trasferimento del diritto di voto da un “venditore” ad un “compratore”. Invece, la “nuova vendita del voto” non implica una operazione di trasferimento avente come oggetto espressamente il diritto di voto<sup>272</sup> poiché un acquisto del voto, in senso tecnico, non è riscontrabile. Senza dubbio, però, “*dal punto di vista sostanziale, come nella vendita del voto, il voto è separato dalla proprietà economica*”<sup>273</sup>.

Per gli elementi di novità che le contraddistinguono, tali operazioni sono sfuggite fino a pochi anni fa all'attenzione del legislatore e della giurisprudenza. Epperò, attualmente si discute sulle possibili contromisure che sarebbe opportuno adottare rispetto a tale fenomeno e le risposte differiscono, come si dovrà più estesamente sottolineare, a seconda che si consideri il fenomeno dal punto di vista delle problematiche connesse all'*empty voting* ovvero alla *hidden (morphable) ownership*.

In conclusione, è possibile affermare che “vendita del voto” e “*new vote buying*” rappresentano fattispecie diverse. Nel secondo caso, infatti, non è riscontrabile un vero e proprio trasferimento del diritto di voto dietro corrispettivo. Tuttavia, il risultato sostanziale non differisce dalla tradizionale “vendita del voto”,

---

<sup>271</sup> Cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 818.

<sup>272</sup> *Ibid.* Gli autori ricordano che il caso *Schreiber v. Carney* (1982), *leading case* nel Delaware in tema di *vote buying*, definisce le operazioni di vendita del voto come “*a voting agreement supported by consideration personal to the stockholder, whereby the stockholder [...] votes as directed by the offeror*”. Peraltro, tale sentenza non ha imposto un divieto generale alla “vendita del voto”, ma ha affermato che sono vietate solo le operazioni che si pongono finalità abusive. Si rimanda a M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, p. 44, il quale afferma che “[a]t the same time, courts have recognized that vote buying may be accomplished for laudable purposes, which is why vote buying is not always considered illegal per se. Nevertheless, significant legal barriers remain. To begin, Schreiber implies that vote buying will be considered illegal per se if the vote buying agreement defrauds or disenfranchises the other shareholders”.

<sup>273</sup> G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 638.

poiché si viene a determinare una dissociazione della partecipazione azionaria con attribuzione separata della proprietà economica delle azioni.

Sulla base di queste considerazioni appare evidente che la correlazione fra “rischio e potere” non è riscontrabile in presenza di fattispecie che consentono l'esercizio del diritto di voto da parte di chi non subisce il rischio derivante dalla titolarità della partecipazione.

Anche gli Stati Uniti hanno dovuto affrontare il problema della legittimità della “vendita del voto” con risposte in qualche misura simili a quelle fornite dalla dottrina italiana.

Il dibattito sulla ammissibilità del “*vote buying*” nella dottrina americana si è intensificato alla fine del '900. Già intorno agli anni '80 alcuni autori si interrogavano sui vantaggi che sarebbero derivati dal consentire una separazione della partecipazione azionaria garantendo la possibilità che il diritto di voto circolasse in maniera autonoma rispetto alle azioni<sup>274</sup> ed affermavano che tramite operazioni di “vendita del voto” era possibile diminuire la separazione fra proprietà e controllo rendendo gli amministratori più responsabili nei confronti degli azionisti<sup>275</sup>.

Tuttavia, un'influente dottrina, peraltro con motivazioni molto articolate, sosteneva che non era possibile separare “*the voting right from the equity interest*”<sup>276</sup> e non riconosceva, quindi, la validità di operazioni di trasferimento del voto tramite corrispettivo. Le critiche alla “vendita del voto” riguardavano due aspetti: in primo luogo la possibilità di acquistare la totalità dei diritti di voto,

---

<sup>274</sup> Vedi R. C. CLARK, *Vote Buying and Corporate Law*, in 29 *Case west. L. R.*, 1978-1979, p. 776 ss. Si rimanda anche ad un interessante articolo che fornisce un'analisi economica dei benefici che potrebbero derivare dalla circolazione del diritto di voto separato dal titolo, D. H. BLAIR, D. L. GOLBE and J. M. GERARD, *Unbounding the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares*, in 97 *J. Pol. Econ.*, 1989, p. 420 ss.

<sup>275</sup> Vedi retro Paragrafo 2.3. In tal senso ad esempio R. C. CLARK, *op. cit.*, p. 793, affermava che “*vote buying may help to ensure that management will be cognizant of its fiduciary duty to the shareholders and perhaps, depending on the type of vote buying involved, aware of its social responsibilities*”. Vedi anche Ivi, p. 794-795, dove l'autore afferma che se fosse stato adottato un sistema in base al quale il diritto di voto incorporato in un “certificate” poteva circolare separatamente dalla partecipazione complessiva in questo modo ognuno avrebbe potuto acquistare una parte del controllo della società per far valere i propri interessi, così per esempio “*a labor union representing the corporation's production employees might legitimately attempt to buy a majority of the voting certificates in order to accomodate rank and file interests in labor negotiations*”.

<sup>276</sup> F. H. EASTERBROOK and D. R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, cit., p. 410 che aggiungono “[s]omeone who wants to buy a vote must buy the stock too. The restriction on irrevocable proxies, which are possible only when coupled with a pledge of the stock, also ensures that votes go with the equity interest”.

mantenendo una scarsa proprietà economica, riduceva le prospettive di crescita della società poiché il titolare dei diritti di voto non avrebbe avuto un forte interesse ad investire; in secondo luogo, la creazione di un mercato parallelo dove potessero circolare i diritti di voto poteva danneggiare gli investitori in quanto il prezzo offerto sarebbe stato insufficiente a coprire la minor tutela dei loro interessi<sup>277</sup>.

Più di recente altri autori hanno affermato che l'innovazione finanziaria, ed in particolare la “rivoluzione” rappresentata dai derivati azionari, ha reso più semplice e meno costoso separare il diritto di voto dalla proprietà economica delle azioni<sup>278</sup>. Tuttavia, questa possibilità impedisce al diritto di voto “*di esercitare il ruolo che gli è assegnato*”<sup>279</sup>: infatti un sistema che subordina le decisioni da prendere al voto degli azionisti richiede necessariamente che il voto non sia separato dall'interesse economico che deve orientarne l'esercizio<sup>280</sup>. Ciò mina il concetto stesso di democrazia azionaria, in quanto l'assemblea potrebbe, in teoria, finire per diventare un luogo in cui le scelte non sono prese dai soggetti che subiscono direttamente le conseguenze derivanti dall'andamento della società.

Peraltro, nel 2010 la Corte Suprema del Delaware si è pronunciata su un caso riguardante un'operazione di “vendita del voto”<sup>281</sup>. Al di là dei fatti alla base della decisione, la ricostruzione dei quali è particolarmente complessa in quanto coinvolge più di un aspetto della disciplina del diritto societario americano, merita sottolineare quanto la Corte ha sostenuto circa la legittimità di operazioni di “*vote buying*”.

La Chancery Court<sup>282</sup> aveva affermato che la mancanza di proporzionalità

---

<sup>277</sup> Ivi, p. 411. Inoltre, gli autori sostengono che un “mercato del voto” perfettamente concorrenziale in cui il prezzo offerto dai compratori riflettesse realmente quello della diminuzione di tutela dei loro interessi cui andavano incontro i venditori, sarebbe inutile in quanto in tal caso non vi sarebbe differenza fra l'acquisto del voto e l'acquisto delle azioni. Da ciò consegue che “[t]he only time buying the votes without the shares is advantageous is when the buyer is planning to dilute the interests of the other equity owners. [...] Thus the legal rules tying votes to shares increase the efficiency of corporate organization”.

<sup>278</sup> Cfr. R. B. THOMPSON and P. H. EDELMAN, *op. cit.*, p. 153 ss. Con espressione molto efficace gli autori affermano che “*the market permits providers to slice and dice the shareholder's interest in a variety of ways, and investors are willing to buy these separate interests*”. Si veda anche per una ricostruzione del fenomeno del *vote buying* negli stati Uniti, A. MONGA, *Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control*, in 12 *Stanford J. L., Bus. And Fin.*, 2006-2007, p. 190 ss.

<sup>279</sup> *Ibidem*.

<sup>280</sup> Ivi, p. 174, viene infatti affermato che “[i]t remains important to require an alignment between share voting and the financial interest of the shares”.

<sup>281</sup> *EMAK Crown Partners, LLC v. Kurz, Consol.*, nn. 64, 2010 e 85, 2010 (Del. Supr. 21 aprile 2010).

<sup>282</sup> *Kurz v. Holbrook*, C.A. No. 5019-VCL, (Del. Ch. Feb. 9, 2010).

che si veniva a creare fra interesse economico e diritto di voto (fra “rischio e potere” si potrebbe dire) era da considerarsi legittima solo se non vi fosse stata una “frode” nell’operazione (intesa come sottrazione ad obblighi di *disclosure*) e se l’interesse del compratore fosse stato in linea con l’interesse degli altri azionisti, identificato nello *shareholder value*. Il giudice ha affermato che la locuzione “vendita del voto” è pericolosa, infatti “*per i cittadini che credono nei valori democratici della Repubblica americana, l’affermazione che qualcuno è stato coinvolto in una vendita del voto evoca ipotesi di abuso d’ufficio e corruzione*”. Tuttavia si riconosce che “*i principi normativi che rendono la vendita del voto un anatema nel contesto politico, non sono applicabili totalmente al contesto societario*”.

Nel confermare questa parte della decisione della Chancery Court, la Corte Suprema ha affermato che nel caso di specie non vi erano problemi in quanto interesse economico e diritto di voto erano stati trasferiti insieme<sup>283</sup>.

Sarebbe interessante comprendere se le conclusioni della Corte Suprema del Delaware valgano anche per la “nuova vendita del voto”. La risposta può essere trovata nella decisione della Chancery Court che è stata successivamente confermata. È stato affermato che il concetto di “vendita del voto” può essere considerato abbastanza ampio da comprendere anche le nuove ipotesi di dissociazione fra proprietà economica e diritto di voto. I derivati azionari e le altre tecniche che permettono una dissociazione della partecipazione hanno permesso il superamento del principio in base al quale per trasferire il diritto di voto occorre sempre trasferire le azioni. Peraltro, la Corte ha notato che a livello legislativo un atteggiamento negativo nei confronti della circolazione separata del diritto di voto dalla proprietà economica si ritrova nella sec. 213 (a) del del *Delaware Code*<sup>284</sup> che autorizza il consiglio di amministrazione a fissare una duplice *record date*: la prima per dare notizia dell’assemblea agli azionisti e la seconda (anche contestuale all’assemblea) per determinare la legittimazione al voto<sup>285</sup>.

---

<sup>283</sup> La Corte Suprema ha anche affermato che “per molti anni le sentenze delle Corti del Delaware hanno espresso preoccupazione rispetto alle operazioni che creano una separazione fra potere di voto e proprietà economica associata alle azioni.” Si veda anche M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, pp. 44-45.

<sup>284</sup> Già ricordata, si veda nota n. 242.

<sup>285</sup> La Corte ribadisce inoltre la differenza che intercorre fra “vendita del voto” e *voting trusts* o *voting agreements* affermando che “[t]hese principles are not undermined by Section 218 of the Delaware General Corporate Law, which authorizes voting trusts and voting agreements. In a voting trust, stockholders pool their votes, maintaining the alignment between ownership and

Occorre ricordare che il legislatore europeo, da parte sua, introducendo il meccanismo della *record date* ed il principio in base al quale la legittimazione ottenuta al momento della registrazione non può essere successivamente trasferita, ha dimostrato di non considerare di per sé negativo che a votare in assemblea siano ex soci. Peraltro, la legittimazione al voto riguarda profili organizzativi del fenomeno assembleare; la disciplina vigente, inoltre, porta alla conclusione per cui la cessione delle azioni dopo la *record date* è un fenomeno che si colloca su un piano esterno rispetto allo svolgimento dell'assemblea. Tuttavia, nulla impedisce che la deliberazione assunta col voto determinante del non-socio assuma rilevanza nei limiti della disciplina dell'art. 2373 c.c.<sup>286</sup>. D'altra parte, proprio quest'ultima norma era stata utilizzata dalla dottrina che si era occupata della “vendita del voto” tradizionale per affermare che tali operazioni non erano da considerarsi legittime solo se il compratore aveva intenzione di perseguire interessi puramente individuali, e perciò extrasociali<sup>287</sup>. Come meglio evidenziato nel prosieguo, l'art. 2373 c.c., potrebbe, quindi, essere la disposizione che permetterebbe di risolvere le situazioni patologiche tanto del fenomeno del “*vote buying*” che del fenomeno del “*new vote buying*”.

---

voting rights. Through a voting agreement, stockholders may agree that the shares held by them shall be voted as provided by that agreement, or as the parties may agree, or as determined in accordance with a procedure agreed upon by them. Consistent with the assumption that stockholders act rationally to maximize the value of their shares, Section 218(c) recognizes that stockholders may reach agreements about how to vote. Entry into such an agreement implies a judgment that it will best maximize share value. Nothing in Section 218 states or implies that every voting trust or voting agreement is valid, and nothing in Section 218 speaks to arrangements producing voting incentives directly contrary to ownership interests”.

<sup>286</sup> In tal senso vedi M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit., p. 31 ss, il quale afferma che “il tipo di problema normativo sollevato dall’utilizzo ‘opportunistico’ della *record date* deve in vero rintracciarsi, più che nella potenziale ricorrenza di un conflitto con l’interesse sociale, nella mancanza di una sua condivisione, in forma diretta o ‘intermediata’, da parte del soggetto legittimato all’esercizio del voto”, pertanto si giustifica “non solo l’esigenza di sottoporre quell’esercizio ai limiti fissati dall’art. 2373 c.c., secondo un paradigma valutativo del resto sperimentabile per ogni ipotesi di conflitto ‘del terzo’, ma, prima ancora, l’irrelevanza della eventualità che egli orienti, nel caso concreto, il proprio voto al perseguimento dell’interesse sociale: ciò se non altro in quanto non risulterebbe ragionevole presumere un siffatto orientamento in un soggetto la cui sfera economica è destinata a rimanere insensibile alle oscillazioni di valore del patrimonio sociale”.

<sup>287</sup> Si rimanda a P. G. JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di “cessione” del voto in cambio di “corrispettivo” (con considerazioni in merito alla c.d. “vendita del voto”)*, cit.

### 3. *Empty voting e interesse sociale.*

#### 3.1. *La nozione di interesse sociale.*

È necessario affrontare a questo punto il tema, più volte accennato, del rapporto che intercorre fra interesse sociale ed *empty voting*. Una trattazione esaustiva delle problematiche connesse alla interpretazione del concetto di interesse sociale non rientra negli scopi di questo lavoro, mentre ciò che rileva è la comprensione di quale sia o debba essere l'interesse che dovrebbe orientare il socio ad esprimere il proprio voto in sede assembleare a favore di una certa alternativa. Da quanto finora è emerso, le tecniche di “svuotamento” del voto fanno, in una certa misura, decolorare sino, talvolta, scomparire questo interesse.

Recentemente sembra essersi in qualche misura attenuato il dibattito volto ad enucleare una definizione generale di interesse sociale, specie a seguito del codice civile del 1942 che introduceva, per la prima volta, una disciplina positiva del concetto di interesse sociale. Inoltre, l'evoluzione economica e commerciale aveva visto il proliferare di nuovi tipi di impresa societaria rispetto alla quale l'elaborazione di un concetto unitario di interesse sociale rappresentava operazione alquanto complessa e, per alcuni aspetti, inutile<sup>288</sup>.

Nonostante, dunque, la stessa dottrina che era stata assoluta protagonista del dibattito che aveva visto contrapporsi tesi “istituzionalistiche” a tesi “contrattualistiche” ammette oggi la relatività di una definizione in termini generali del concetto di “interesse sociale”<sup>289</sup>, una ricostruzione sintetica delle diverse concezioni appare necessaria e utile ai fini del discorso che qui interessa.

Come noto, in Italia si sono tradizionalmente confrontate due concezioni diverse di interesse sociale<sup>290</sup> che, a loro volta, sottintendevano due concezioni

---

<sup>288</sup> Cfr. A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 118 ss.

<sup>289</sup> Cfr. G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 471 ss.; G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, II, 693 ss.

<sup>290</sup> Secondo la dottrina, peraltro, con il termine “interesse” si indica la “relazione tra un soggetto ed un bene idoneo a soddisfare un suo bisogno”, così D. PREITE, *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\*\*, Torino, 1993, p. 5. Il medesimo autore precisa che per alcuni rientra nel concetto di interesse anche la “tensione psichica soggettiva (movente) ad ottenere il bene ove non se ne disponga”, mentre per altri è “opportuno distinguere da un lato la relazione oggettiva (verificabile da un punto di vista esterno (...), secondo criteri per esempio sociologici o economici o secondo la valutazione dell'ordinamento, nel qual caso si ha un interesse “tipico”), dall'altro la (...) valutazione soggettiva da parte del soggetto (movente), nonché infine la soddisfazione del bisogno (scopo)”.

diverse di società per azioni.

Da un lato si collocavano i sostenitori della concezione istituzionalistica che, ponendo l'accento sulla società come istituzione, identificavano l'interesse dell'impresa con un (presunto) superiore "interesse sociale". Dall'altro lato, si collocavano i sostenitori della concezione contrattualistica che, argomentando a partire dall'origine contrattuale della società, identificavano l'interesse dell'impresa nell'interesse comune di tutti i soci<sup>291</sup>. In particolare, la giurisprudenza – tradizionalmente più incline ad abbracciare una visione istituzionalistica dell'interesse e della società – sosteneva che il concetto di interesse sociale andasse in qualche modo "personificato" arrivando ad individuare una sorta di interesse superiore e distinto da quello dei singoli soci<sup>292</sup> e finendo per affermare il principio generale della funzionalizzazione del voto alla realizzazione di un superiore interesse sociale<sup>293</sup>.

Per quanto, come anticipato, le due concezioni manifestino oggi tutta la loro relatività, l'opinione maggioritaria che ha avuto maggiori consensi fra la dottrina è la concezione contrattualistica. Tuttavia, anche all'interno dell'opinione dominante, non vi è accordo sulla definizione in concreto dell'interesse sociale. Con tale termine, dunque, non si fa riferimento a nessun superiore interesse della società, ma si indica comunque un interesse che è comune ai soci. Pertanto, l'interesse sociale è stato definito come "il minimo comune denominatore che unisce i soci dalla fondazione della società al suo scioglimento"<sup>294</sup>. Partendo da tale definizione,

---

<sup>291</sup> Per considerazioni più ampie rispetto all'articolazione delle due concezioni si rimanda a P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milano, 1963, e più di recente dello stesso autore, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 795 ss. La letteratura sul tema è molto ampia, si rimanda senza alcuna pretesa di completezza a T. ASCARELLI, *Interesse sociale ed interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, p. 1145 ss.; G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, p. 314 ss.; G. SENA, *Contratto di società e comunione di scopo*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 730 ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 725 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società dai "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, p. 48 ss., e G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 693 ss.; per considerazioni sul rapporto fra la teoria del "valore per gli azionisti" ed i meccanismi di *corporate governance* si rinvia a G. FERRARINI, "Valore per gli azionisti" e governo societario, cit., p. 462 ss.

<sup>292</sup> V. Cass. Civ. 20 giugno 1958, n. 2148 e Cass. Civ. 25 ottobre 1958, n. 3471, entrambe in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959, p. 27 ss., con nota di G. FERRI, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi*, e in *Riv. dir. comm.*, 1959, II, p. 251 ss., con nota di E. SIMONETTO, *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci*.

<sup>293</sup> Così, fra le altre, Cass. Civ. 4 maggio 1994, 4323, in *Nuova giur. civ.*, 1995, I, p. 663 ss., con nota di A. DE BLASI, *L'Eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*, e Trib. Milano, 11 luglio 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, p. 830 ss.

<sup>294</sup> A. MIGNOLI, *op. cit.*, p. 748.

alcuni hanno abbracciato una concezione unitaria di interesse sociale, considerato come la destinazione tipicamente riconosciuta della società alla realizzazione del massimo lucro possibile da dividere tra gli azionisti ovvero come quello che la compagine societaria considera, adottando le proprie decisioni secondo le regole fissate dalla legge o dallo statuto, come il proprio interesse<sup>295</sup>. Secondo altri, invece, occorrerebbe adottare una visione pluralista di interesse sociale tale per cui occorrerebbe riconoscere la diversità di interessi collettivi “*appartenenti a tutti i membri del gruppo sociale, (...) compatibili con la causa del contratto di società*”<sup>296</sup>. All’interno di tale ultima concezione pluralista, l’interesse sociale (collettivamente inteso) viene tripartito in tre diverse correnti che danno prevalenza rispettivamente alla massimizzazione del profitto da parte della società, alla massimizzazione del dividendo (e alla distribuzione dell’utile) ovvero, infine, alla massimizzazione del valore globale delle azioni<sup>297</sup>.

Specie con riferimento alle società con azioni quotate, la massimizzazione del lucro soggettivo dell’azionista coincide non solo e non tanto con la massimizzazione del dividendo quanto più con l’accrescimento del valore di scambio delle azioni<sup>298</sup>.

Sulla base di quest’ultima declinazione, l’interesse sociale coinciderebbe, specie per le società quotate, con la teoria americana dello *shareholder value*<sup>299</sup>, ovvero della

---

<sup>295</sup> Per tutti v. T. ASCARELLI, *Fideiussione; conflitto di interessi, e deliberazioni del consiglio; oggetto e capacità sociale*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 737 e A. MIGNOLI, *L’interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 743. Peraltro, anche all’interno di tale concezione non mancano i contrasti tra chi ritiene che con tale interesse si debba intendere l’interesse dei soci attuali, per cui v., tra gli altri, G. FERRI, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1959, p. 33 e P. G. JAEGER, *L’interesse sociale*, cit., p. 162 ss., e chi invece propone una visione più dinamica volta a tener conto della “variabilità dei soci nel tempo” in tal senso soprattutto A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 617 ss. E si veda anche Cass. Civ. 25 ottobre 1958, n. 3471, cit.

<sup>296</sup> Per tutti, P.G. JAEGER, *L’interesse sociale*, cit., p. 208.

<sup>297</sup> Richiamano tale ripartizione, E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, cit., p. 109 e A. GUACCERO, *Interesse al valore per l’azionista e interesse della società*, cit. p. 130, il quale nota peraltro che la massimizzazione del valore di scambio delle azioni e la massimizzazione della distribuzione del dividendo costituiscono due direzioni in cui può estrinsecarsi l’obiettivo della massimizzazione del lucro soggettivo dell’azionista.

<sup>298</sup> A. GUACCERO, *op. cit.*, p. 130 ss., il quale nota anche che il riferimento al valore di scambio delle azioni “*presuppone la capacità del mercato di valutare prospetticamente la consistenza futura di esso*” e, se così è, “*la derivazione letterale dell’interesse sociale dalla definizione del contratto di società e del relativo scopo di lucro, ai sensi dell’art. 2247 c.c., concluderebbe anticipatamente ed in maniera aprioristica la ricerca dell’interesse sociale nelle società quotate, caratterizzate dalla negoziazione delle azioni sul mercato del capitale di rischio*”. Cfr. anche P. G. JAEGER, *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, cit., p. 811. L’autore afferma che “[l]a teoria dello *shareholder value* rappresenta, apparentemente, la più radicale delle concezioni contrattualistiche”.

<sup>299</sup> Secondo alcuni autori la teoria dello *shareholder value* prenderebbe elementi tanto della teoria

creazione di valore per gli azionisti determinato dalla massimizzazione dell'utilità economica derivante dall'investimento e coincidente con la massimizzazione del valore delle azioni<sup>300</sup>. Infatti, la tesi dell'autorevole dottrina americana che identifica nel fatto che i soci sono *residual claimants* la giustificazione dell'attribuzione del diritto di voto, compie, come già notato, un passo ulteriore identificando nella massimizzazione del "valore per gli azionisti" l'interesse che permea l'esercizio del diritto di voto.

Pertanto, partendo dal presupposto che l'interesse sociale non è altro che l'interesse comune dei soci orientato alla massimizzazione del valore della loro partecipazione, occorre chiedersi come questa concezione possa influenzare l'esercizio del diritto di voto. L'opinione che sembra prevalere è quella per cui l'esercizio del diritto di voto è rimesso all'apprezzamento discrezionale del socio il quale, tuttavia, incontra un limite nel suo esercizio rappresentato dal fatto che non può esercitarlo in modo da recare danno, anche solo potenziale, al patrimonio della società<sup>301</sup>.

Si può, quindi, certamente affermare che il diritto di voto è concesso al socio a tutela di un interesse che non è puramente personale, ma che coincide con l'interesse che egli ha nella società. Pertanto, non esistono limiti interni al diritto di voto, nel senso che questo può essere esercitato liberamente senza che vi sia una predeterminazione di una finalità da perseguire. Tuttavia, esiste un limite esterno rappresentato dall'interesse sociale inteso come interesse comune dei soci alla valorizzazione della partecipazione. Anello di chiusura del sistema è rappresentato, per le società per azioni, dall'art. 2373, comma 1, del codice civile che disciplina il conflitto d'interessi del socio<sup>302</sup>.

---

istituzionalistica quanto della teoria contrattualistica, cfr. P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, cit, p. 811. L'autore afferma infatti che "[l]a trionfante teoria che si impernia sulla Shareholder Value, a ben vedere, recepisce argomenti da entrambe, senza però confonderle, ma utilizzandole nell'ambito di diversi profili, peraltro conciliabili specialmente nelle applicazioni pratiche". Si rimanda anche a G. FERRARINI, "Valore per gli azionisti" e governo societario, cit., in particolare pp. 476-478.

<sup>300</sup> Per un'analisi di come il fine della massimizzazione del valore di scambio delle azioni possa influenzare l'attività gestoria degli amministratori si rinvia a A. GUACCERO, *op. cit.*, p. 139 ss., il quale afferma che "la prefissione agli organi societari di un parametro di comportamento gestionale che, ferme le altre variabili economico-patrimoniali, sia funzionale all'incremento del prezzo delle azioni sul mercato secondario è coerente con l'organizzazione societaria prevista sia per le società di diritto comune, sia per quelle "aperte" ed in particolare per quelle quotate".

<sup>301</sup> Vedi F. FERRARA e F. CORSI, *op. cit.*, pp. 562-564.

<sup>302</sup> La formulazione dell'art. 2373 è cambiata con la riforma del diritto societario: la norma attuale non pone, infatti, un divieto all'esercizio del voto per il socio che si trovi in una posizione di conflitto d'interessi. Per la disciplina precedente si può fare riferimento a G. SENA, *Il voto*

3.2. *L'interesse del socio in conflitto con l'interesse sociale ai sensi dell'art. 2373 c.c.*

Come noto, ai sensi dell'art. 2373 c.c., il socio che abbia un preesistente interesse (individuato in concreto) in conflitto con quello sociale dovrebbe evitare di far prevalere a danno di quest'ultimo il proprio interesse personale (extrasociale). Infatti, la deliberazione eventualmente assunta con il voto del socio in conflitto può essere impugnata se ricorrono due circostanze: da un lato, la deliberazione deve essere stata approvata con il voto determinante del socio (o del non-socio)<sup>303</sup>, dall'altro la deliberazione deve poter recare danno alla società<sup>304</sup>.

L'interesse del socio in conflitto rilevante ai sensi dell'art. 2373 c.c. non va identificato in un mero atteggiamento psicologico dello stesso, ma va individuato in concreto. Secondo alcuni, tuttavia, la necessità di individuare un interesse in concreto comporta che le uniche posizioni rilevanti ai fini della disciplina in esame sono quelle in cui l'azionista assuma effettivamente una posizione contrattuale di controparte nei confronti della società<sup>305</sup>. Tale ultima concezione, tuttavia, non risulta coerente né con le origini storiche né con il tenore letterale della norma che non contiene una indicazione precisa di situazioni tipiche, ma si preoccupa al contrario di mantenere una formulazione abbastanza ampia che possa abbracciare diversi tipi di fattispecie<sup>306</sup>. La dottrina prevalente, fermo il rigetto della teoria che

---

*nell'assemblea delle società per azioni*, cit. p. 345 ss. Peraltro, l'autore accoglie una tesi, che non appare condivisibile, per cui l'art. 2373 c.c. rappresenterebbe una conferma della "rilevanza del carattere teleologico del voto" che dovrebbe quindi essere indirizzato verso un determinato fine. In sostanza, il voto dovrebbe essere esercitato non soltanto nel proprio interesse, ma anche nell'interesse altrui. L'autore nota che una tale impostazione sembra in contraddizione con la concezione contrattualistica a cui egli dichiara di aderire. Tuttavia, l'autore sottolinea che "[l]a riprova che la rilevanza del fine, e quindi dell'abuso del conflitto d'interessi, si ricollega allo svolgimento dell'interesse altrui, si ha nel fatto che la norma di cui all'art. 2373 opera solo in quanto il voto determini la maggioranza, abbia cioè un'efficacia determinante nello svolgimento dell'interesse altrui." Pertanto la considerazione che il voto è diretto allo svolgimento dell'interesse altrui "è agli antipodi della concezione istituzionalistica della società".

<sup>303</sup> Si ricorda che l'introduzione del sistema della *record date* ha comportato la necessità di modificare l'art. 2373 c.c. che, nella formulazione attuale, dispone che "[l]a deliberazione approvata con il voto determinante di coloro [non più di soci] che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto (...)". Pertanto, l'art. 2373 si applica anche all'*ex socio* che trasferita la titolarità delle azioni dopo la *record date* ha comunque mantenuto la legittimazione e quindi la possibilità di votare.

<sup>304</sup> Rispetto all'interpretazione dell'art. 2373 in particolare con riferimento alla sua applicabilità alle ipotesi di "vendita del voto" tradizionale si rimanda a E. SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, cit., p. 89 ss.

<sup>305</sup> A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1987, pp. 180-181 e, in giurisprudenza, App. Milano, 14 luglio 1989, in Banca, borsa, tit., credito, 1990,II, p. 613.

<sup>306</sup> E. SCIMEMI, *op. cit.*, p. 119 e F. ALBANESE, nota a Trib. Trento 6 luglio 1999, in *Società*, 2000, p.

limitava le ipotesi di conflitto di interesse a quelle in cui il socio assumeva una posizione di controparte contrattuale della società, individua alcune caratteristiche fondamentali per identificare l'interesse in conflitto: (i) l'interesse personale deve essere individuato in concreto<sup>307</sup>; (ii) l'interesse personale deve preesistere alla deliberazione, ma può riferirsi ad un vantaggio futuro; (iii) il vantaggio può consistere nella realizzazione di un'utilità o nel riuscire ad evitare un sacrificio; (iv) l'interesse non deve necessariamente avere carattere economico-patrimoniale (potendo rilevare anche un interesse politico o familiare)<sup>308</sup>.

Uno dei problemi centrali relativi all'interpretazione del conflitto di interessi del socio è quello di capire se ai sensi della norma in esame rilevino esclusivamente "i rapporti di incompatibilità assoluta" tra l'interesse personale del socio e quello della società ovvero se rilevano anche "i rapporti di incompatibilità relativa"<sup>309</sup>. Un'interpretazione estensiva dell'ambito di applicazione della norma sembra preferibile anche alla luce dell'art. 47 della Costituzione che si preoccupa di fissare il principio della tutela del risparmio, nonché delle leggi speciali che si occupano dello sviluppo del mercato e della tutela delle minoranze<sup>310</sup>. Pertanto, l'art. 2373 c.c. si applica non solo ai casi di incompatibilità assoluta, in cui cioè l'interesse personale del socio è a priori incompatibile con l'interesse della società, ma anche ai casi di incompatibilità relativa, in cui cioè i due interessi potrebbero in concreto

---

470.

<sup>307</sup> Non manca chi ha criticato questo requisito ritenendo, invece, che l'interesse del socio e quello della società debbano essere individuati in astratto, cfr. E. SCIMEMI, *op. cit.*, p. 121. In sostanza, si è detto che il giudice non deve valutare in concreto la convenienza della delibera per il socio e per la società, ma deve limitarsi a fissare idealmente rispetto ad essa le posizioni dell'uno rispetto all'altra così da verificare se sussista o meno una situazione oggettiva che rilevi in maniera tipica la possibilità di un conflitto. In realtà, la distinzione tra individuazione in concreto e individuazione in astratto non convince: affermando che l'interesse del socio debba essere valutato in concreto, infatti, sembra esclusivamente che si voglia fare riferimento al fatto che l'interesse personale di cui è portatore il socio deve essere in contrasto rispetto all'interesse sociale in relazione all'oggetto della delibera che si vuole adottare. In altre parole, ove si prescindere dalla valutazione circa una determinata delibera è irrilevante che, in astratto, gli interessi personali dei soci e l'interesse sociale siano divergenti. Si vedano a tal proposito M. ROMANO, *Profili penalistici del conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1967, pp. 44-46 e G.B. PORTALE e M. ROMANO, "Ristrutturazione" delle casse di risparmio e conflitto di interessi, in Vita notar., 1992, p. 71 ss.

<sup>308</sup> Cfr. E. SCIMEMI, *op. cit.*, pp. 119-120, A. GAMBINO, *op. cit.*, pp. 205-206.

<sup>309</sup> D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in Riv. soc., 1988, p. 368.

<sup>310</sup> E. SCIMEMI, *op. cit.*, pp. 125. Vedi anche D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 401 secondo il quale occorre respingere qualsiasi tendenza ad interpretazioni restrittive della norma con riferimento "ai tipi di conflitto o di danno (solo incompatibilità assoluta o solo danno al patrimonio sociale)".

risultare compatibili<sup>311</sup>.

Posto che l'interesse in conflitto deve essere interpretato estensivamente abbracciando sia ipotesi di incompatibilità assoluta sia ipotesi di incompatibilità relativa, resta fermo che ai fini dell'applicazione della norma in esame è necessario che la delibera assunta con il voto determinante del socio in conflitto possa arrecare un danno potenziale alla società.

#### **4. *Empty voting* e possibili rimedi: il conflitto di interessi.**

Si è detto che il tentativo dell'ESMA di regolare in maniera autonoma il fenomeno dell'*empty voting* non ha avuto esito positivo essendosi scontrato con risposte prevalentemente negative da parte degli operatori che hanno risposto alla consultazione. Tali risposte hanno portato a far ritenere all'Autorità che allo stato non vi fossero evidenze empiriche sufficienti tali da richiedere un'azione regolatoria su base europea<sup>312</sup>.

Peraltro, l'introduzione di nuove norme potrebbe realmente non essere necessaria nella misura in cui si ritenga che il sistema già contenga un impianto normativo idoneo ad affrontare le ipotesi di *empty voting*.

Fra le norme a disposizione dell'interprete un ruolo centrale occupa, come anticipato, l'art. 2373 c.c. in materia di conflitto di interessi del socio ed occorre, pertanto, a questo punto comprendere come possa essere affrontato il fenomeno dell'*empty voting* nell'ambito del quadro appena fornito e rispetto al dettato dell'art. 2373 c.c.

Come già ricordato, un socio che mantiene comunque la legittimazione al voto, pur avendo trasferito la proprietà economica delle azioni, si trova in una condizione di neutralità rispetto alla decisione assembleare. Infatti, nonostante quest'ultima sia destinata ad influire sulla partecipazione di cui egli è titolare, non è destinata ad avere effetti sulla sua sfera patrimoniale. Nell'ipotesi in cui il suo voto sia semplicemente "svuotato" potrebbero non porsi in concreto profili di conflitto con l'interesse sociale, mentre più delicata appare l'ipotesi in cui l'interesse del

---

<sup>311</sup> E. SCIMEMI, *op. cit.*, pp. 125 e D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 440.

<sup>312</sup> G. SANDRELLI, *Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell'"esposizione economica" degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria*, cit., p. 12.

socio assuma una connotazione “negativa”.

Si ripensi, ad esempio, al caso *Perry/Milan* in cui un fondo d'investimento interessato ad una operazione di fusione fra due società dalla quale avrebbe ricavato un ingente profitto, stante la sua titolarità di azioni della società *target*, decise di agire acquistando una partecipazione del 9,9% anche in Mylan per scongiurare il rischio che la fusione tra quest'ultima e la società *target* (che doveva ricevere l'approvazione dall'assemblea) non andasse a buon fine<sup>313</sup>, stipulando contestualmente un derivato azionario a copertura del suo investimento in Mylan. L'operazione non giunse a termine, ma immaginiamo invece che la fusione fosse stata infine approvata con il voto determinante di Perry. A tal proposito, ci si potrebbe chiedere come una tale operazione dovrebbe essere affrontata dal punto di vista dell'ordinamento italiano. In primo luogo, occorre valutare se la disciplina dettata dall'art. 2373 c.c. sia applicabile in tale fattispecie. Il nodo da sciogliere riguarda la possibilità di ricostruire in capo a Perry una situazione di conflitto d'interessi e successivamente chiedersi se la delibera eventualmente approvata con il suo voto determinante possa recare danno a Mylan. Alla prima questione si può facilmente dare una risposta affermativa: è vero, infatti, che la titolarità di azioni in entrambe le società non genera di per sé un conflitto e che, allo stesso modo, non genera di per sé un conflitto l'aver coperto la propria esposizione nella società acquirente con un derivato azionario<sup>314</sup>, tuttavia la contestualità delle due situazioni porta invece a potere affermare che Perry abbia agito in conflitto d'interessi. Quest'ultimo infatti è stato portato a far prevalere il proprio interesse di azionista della società *target* sull'interesse sociale di *Mylan* (inteso come interesse comune dei soci) a non dover sopportare un costo eccessivo per l'operazione<sup>315</sup>. Ipotizzando che la deliberazione fosse stata approvata col voto determinante dell'azionista in

---

<sup>313</sup> D'altra parte il valore delle azioni di Mylan cominciò a diminuire a partire dal momento stesso in cui l'operazione fu annunciata. Si rinvia sempre a H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., pp. 828-829.

<sup>314</sup> In tal senso vedi G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 640. L'autore afferma giustamente che nessuna delle due situazioni (titolarità di partecipazioni in entrambe le società e stipulazione di un derivato) è singolarmente idonea a generare un conflitto d'interessi, ma non compie il passo ulteriore.

<sup>315</sup> Si rimanda alla descrizione del caso in H. T. C. HU and B. BLACK, *Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.*, 2007, p. 346. Gli autori affermano infatti che “*Perry bought 9.9% of Mylan, becoming Mylan's largest shareholder, but hedged its market risk on the Mylan shares. Perry thus had a 9.9% voting ownership but zero economic ownership. Including its position in King, Perry's overall economic interest in Mylan was negative. The more Mylan (over)paid for kKng, the more Perry would profit.*”

conflitto, il problema resta la dimostrazione del danno alla società acquirente<sup>316</sup>.

In conclusione, è possibile affermare che l'*empty voting* non crea necessariamente una situazione di conflitto d'interessi ex art. 2373 c.c. Infatti, qualora l'operazione consista in un acquisto di azioni con successiva stipulazione di un derivato azionario che trasferisca la proprietà economica si viene semplicemente a creare uno "svuotamento" del voto che diventa indifferente rispetto alla decisione. In sostanza, in questi casi, il problema riguarda la mancanza di incentivi economici adeguati in capo all'*empty voter* nel momento in cui esprime il suo voto in assemblea.

Tuttavia, in altri casi, si pensi appunto alla situazione di un socio titolare di partecipazioni in due società che si trovano ad avere rapporti reciproci, il quale abbia contestuale stipulato un derivato che copra il rischio assunto in una di queste due società, si crea quantomeno una situazione di conflitto potenziale che può successivamente manifestarsi in concreto. Pertanto, la situazione che si viene a creare può assumere rilevanza per l'ordinamento nei limiti di quanto disposto dall'art. 2373 c.c. La norma sul conflitto di interessi del socio, come modificata dal d.lgs 27/2010 per adeguarne la formulazione al meccanismo della *record date*, sembra potersi prestare anche perfettamente alla risoluzione di possibili conflitti che potrebbero insorgere fra il non-socio (nel caso di cessione delle azioni dopo la registrazione), o comunque il socio privo di proprietà economica, e la società<sup>317</sup>.

La possibilità di dissociare la partecipazione azionaria separando la proprietà economica dal diritto di voto, spezza il nesso che dovrebbe intercorrere fra "rischio e potere". Gli azionisti sono titolari del diritto di voto poiché essi sono *residual claimants* e sono portatori di un interesse comune, che si identifica nell'interesse sociale e che coincide con la massimizzazione del valore della loro

---

<sup>316</sup> Da questo punto di vista non sarebbe stato possibile, nel caso di specie, arrivare una dichiarazione di invalidità della deliberazione assembleare perché la convenienza della fusione non sarebbe stata valutabile nel merito dal giudice. Cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 640.

<sup>317</sup> In tal senso M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, cit., p. 31 ss; di differente opinione sembra essere G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 642, il quale afferma che "i rimedi tradizionali del diritto societario non sembrano idonei ad affrontare la problematica oggetto di studio". L'autore propone una possibile soluzione dei fenomeni più problematici attraverso l'utilizzo del concetto di "abuso del voto" della maggioranza ai danni della minoranza. Peraltro, la conclusione a cui giunge non sembra smentire quanto sostenuto circa la possibilità di applicare l'art. 2373 c.c. Si potrebbe, infatti, dire che l'*empty voting* assume rilevanza per l'ordinamento *nei limiti* in cui risulta applicabile la norma sul "conflitto d'interessi" oppure *nei limiti* in cui si scontri comunque con altri principi generali dell'ordinamento, quale quello di correttezza, in modo tale da creare un'ipotesi di abuso del voto della maggioranza ai danni della minoranza.

partecipazione. L'innovazione finanziaria e quella che è stata definita come la “rivoluzione dei contratti derivati”<sup>318</sup> hanno permesso di svuotare con estrema facilità la partecipazione azionaria da ogni correlativo interesse economico. Infatti, un azionista che possieda il 3% delle azioni di una società potrebbe, tramite l'utilizzo di un derivato azionario, coprire la propria esposizione dissociando la partecipazione e trovandosi così a detenere il 3% dei diritti di voto, ma una minima (o addirittura nulla) proprietà economica. In tal modo il rischio economico di un azionista con una partecipazione significativa potrebbe risultare più basso rispetto al rischio economico di un azionista che abbia un potere di voto estremamente inferiore.

Le ragioni che potrebbero giustificare operazioni di questo tipo, sulla base di argomenti che ne sottolineino la (presunta) efficienza, si scontrano con gli aspetti negativi che il fenomeno dell'*empty voting* presenta. In particolare, tramite questo tipo di operazioni la giustificazione stessa del meccanismo di *corporate voting* perde fondamento e le situazioni di conflitto d'interessi potenziale si moltiplicano. Inoltre, la separazione fra proprietà e controllo aumenta poiché i soci che hanno completamente coperto il loro rischio d'investimento attraverso un trasferimento della proprietà economica, finiscono per essere del tutto disinteressati rispetto alla gestione della società. Come è stato affermato, “[i]l diritto di voto spettante agli azionisti è un mezzo fondamentale attraverso il quale i sistemi di *corporate governance* limitano il potere discrezionale che i *managers* detengono rispetto ad una proprietà (*aggregations of property*) che non posseggono”<sup>319</sup>.

Si potrebbe, quindi, immaginare di spostare il divieto dall'effetto (*empty voting*) alla causa (*equity derivatives* ed altre tecniche). Non potendo, tuttavia, vietare alla radice la possibilità di servirsi di derivati azionari, i quali possono avere comunque effetti positivi sul mercato, potrebbe essere imposto un limite alla quantità di proprietà economica che non possa comunque essere trasferita. In

---

<sup>318</sup> Vedi C. L. FORD and C. M. LIAO, *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in 33 *Seattle University L. Rev.*, 2010, in particolare p. 897 ss. Il problema che gli autori si pongono riguarda le possibilità offerte dai contratti derivati di separare “la proprietà dal potere”; se per proprietà intendiamo la proprietà economica delle azioni, che tramite un *equity swap* può essere facilmente trasferita senza un contestuale trasferimento del potere di voto, allora il discorso sostanzialmente coincide con la possibilità di separare “rischio e potere”.

<sup>319</sup> A. MONGA, *op. cit.*, p. 186. L'autore prosegue affermando che “[t]he efficacy of that constraint, depends upon the existence of shareholders who will vote in their own economic interest. Vote buying, by definition, divorces this link between voting and equity, thus eroding one of the main theoretical underpinnings of our corporate governance framework.”

pratica, però, se il limite fosse fissato ad un livello piuttosto basso, ad esempio il 3%, questo non risolverebbe il problema di chi in possesso del 20% di azioni si spogli del 17% della proprietà economica, mantenendo così un piccolo interesse economico a fronte di un potere di voto nettamente superiore<sup>320</sup>.

Pertanto, la soluzione che sembra più efficacemente affrontare il problema dell'*empty voting* è quella che prevede un'applicazione della norma in materia di conflitto di interessi del socio. È evidente che al fine di poter funzionare tale soluzione presuppone che le situazioni di *empty voting* siano portate a conoscenza della società e del mercato<sup>321</sup>. A tal proposito, sarà necessario verificare nel prossimo Capitolo l'adeguatezza delle norme in materia di *disclosure* di partecipazioni rilevanti sia sufficiente<sup>322</sup>. Certamente, gli effetti di una modifica in senso più ampio della disciplina della trasparenza degli assetti proprietari non sono necessariamente positivi. Infatti, i costi aumenterebbero ed, in generale, una siffatta soluzione non sarebbe efficace per tutte quelle situazioni in cui l'operazione avviene in maniera molto rapida. Si pensi, ad esempio, ad un fondo d'investimento che prende in prestito delle azioni, si legittima all'esercizio del voto, restituisce i titoli ed esercita il voto, tutto nello spazio di tempo che intercorre fra data di registrazione ed assemblea. La maggiore trasparenza sarebbe probabilmente inutile in questo caso e comunque non idonea ad incidere sul voto che ormai è stato

---

<sup>320</sup> Ivi, p. 215.

<sup>321</sup> G. SANDRELLI, *Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell'“esposizione economica” degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria*, cit., p. 32 secondo il quale “nei limiti in cui si ritenga appropriata l'applicazione di misure di ordine sostanziale nei confronti di alcune forme patologiche di *empty voting*, la conoscibilità delle situazioni di “svuotamento” rappresenta un presupposto indispensabile in un'ottica di *enforcement*”.

<sup>322</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., pp. 646-648; H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, pp. 885-886, e A. MONGA, *op. cit.*, p. 218, il quale afferma che “[i]f investors are forced by disclosure rules to reveal their net position [...], then they are implicitly also divulging their concern for the companies welfare. [...] As long as shareholders know that there are investors who are voting without the appropriate equity interest, and as long as these investors and their election positions can be identified, other institutional investors and shareholders can act to publicize and criticize these tactics while voting against (or for) the merger.” Si rimanda anche a M. C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 2009, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1327114>, p. 51, il quale, dopo aver analizzato come le vigenti norme comunitarie affrontano il problema dell'*empty voting* e della *hidden ownership*, afferma che “ownership disclosure can improve market efficiency through various mechanisms. By creating transparency of the voting structure and of changes in the voting structure, ownership disclosure enables investors to anticipate agency costs and to assess the implications for the value of a firm's share”. L'autore prosegue sostenendo che un altro modo attraverso il quale la disciplina della comunicazione degli assetti proprietari potrebbe rendere più efficiente il mercato è proprio attraverso la trasparenza degli interessi economici degli azionisti.

esercitato magari anche in assenza di conflitto d'interessi<sup>323</sup>.

Anche alla luce di tali considerazioni, è stato proposto di imporre dei limiti all'esercizio del diritto di voto qualora il potere di voto ecceda la proprietà economica<sup>324</sup>.

In altri ordinamenti, questa rimane probabilmente la soluzione migliore per i casi in cui la parte in posizione corta finisce per avere un interesse economico negativo, ovvero contrario alla massimizzazione del valore della società. Tuttavia, non è chiaro come questo meccanismo debba essere attuato specialmente rispetto ai contratti derivati.

Tuttavia, in Italia, come più volte è stato sottolineato, non è possibile introdurre un divieto all'esercizio del diritto di voto da parte dell'*empty voter* in quanto questo finirebbe per contrastare con il d.lgs. 27/2010 che ha attuato la Direttiva 2007/36/CE, prevedendo espressamente la possibilità che a votare sia un non-socio privo, quindi, di titolarità e proprietà economica delle azioni. Nel quadro di questa disciplina non troverebbe, perciò, fondamento un divieto di voto imposto ad un soggetto che, pur essendo titolare della partecipazione, risulta privo di qualunque interesse economico. Pertanto l'*empty voting* non assume necessariamente una connotazione negativa per l'ordinamento e le situazioni patologiche che questo potrebbe determinare sono destinate ad assumere rilevanza nei limiti dell'art. 2373 c.c.<sup>325</sup>.

Peraltro in dottrina è stato notato che la condotta di voto dell'*empty voter* può assumere rilevanza come un “fatto causativo di danno”<sup>326</sup>: la possibilità che i soci danneggiati ottengano un risarcimento potrebbe, addirittura, fungere da elemento deterrente rispetto a comportamenti di tipo abusivo. In base a questa impostazione, ancora tuttavia da verificare, vi sarebbe addirittura la possibilità di prevenire le situazioni patologiche evidenziate nel corso di questo lavoro.

---

<sup>323</sup> Cfr. H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, p. 891.

<sup>324</sup> Come già ricordato, S. MARTIN and F. PORTNOY, *op. cit.*, p.776, affermano che “the shareholders with substantial short positions should not be entitled to vote” ed aggiungono che il diritto di voto dovrebbe essere impedito anche a chi ha acquistato o venduto un'opzione.

<sup>325</sup> Oppure nei limiti in cui vi sia un contrasto con un principio generale previsto dall'ordinamento, come il principio di correttezza.

<sup>326</sup> Cfr. M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 39.

## CAPITOLO III

### LA PROPRIETÀ NASCOSTA DI AZIONI

#### SEZIONE I

#### ANALISI DI ALCUNI CASI CONCRETI

SOMMARIO: 1. *Introduzione* - 2. *L'“occultamento” della proprietà azionaria. Le pionieristiche modifiche introdotte nella disciplina sull'offerte pubbliche di acquisto applicabile nel Regno Unito* - 3. *Le vicende verificatesi in tre ordinamenti di common law* - 3.1. *Il caso Ithaca (Custodians) Ltd v. Perry Corporation* - 3.2. *Il caso CSX Corporation et al. v. The Children's Investment Fund et al.* - 3.3. *Il caso Glencore v. The Takeovers Panel* - 4. *Due vicende tratte dall'esperienza europea* - 4.1. *Il caso Schaeffler v. Continental* - 4.2. *Il caso Exor/IFIL c. Consob*

#### 1. *Introduzione.*

Una volta compiuta l'analisi del fenomeno dell'*empty voting*, è necessario concentrare l'attenzione sul secondo tipo di situazione che la “nuova vendita del voto” determina e che è stata identificata nel fenomeno della *hidden ownership*.

Lo “svuotamento” del voto riguarda la situazione di un investitore che ha trasferito il rischio connesso all'investimento in azioni e l'interesse tipico di socio mediante, ad esempio, la stipulazione di un derivato azionario e che finisce, pertanto, per detenere un potere di voto che eccede la proprietà economica delle azioni di cui è titolare. La proprietà nascosta di azioni riguarda, invece, la situazione di un investitore che, trasferita la propria partecipazione, stipula un derivato azionario positivamente correlato all'andamento del titolo e finisce per detenere una proprietà economica che eccede il suo potere di voto<sup>327</sup>. Tuttavia, se alla proprietà economica si accompagna anche la possibilità di esercitare

---

<sup>327</sup> Oppure di un investitore che non era titolare di una partecipazione azionaria ed acquista semplicemente la proprietà economica grazie all'acquisizione di una posizione lunga per effetto della stipulazione di un derivato azionario. Per questa impostazione si rimanda a H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., pp. 815-816. In particolare, gli autori affermano: “[w]e use the term 'hidden ownership' to refer to the undisclosed economic ownership, and the term 'hidden (morphable) ownership' to refer to the combination of undisclosed economic ownership plus probable informal voting power. We refer to empty voting and hidden (morphable) ownership together as 'the new vote buying' or simply as 'decoupling'”.

informalmente il diritto di voto, magari istruendo il titolare formale della partecipazione o influenzandone in altro modo l'esercizio, il fenomeno viene definito utilizzando la locuzione “*hidden (morphable) ownership*”. Questo concetto è difficilmente comprensibile se ci si limita ad una traduzione letterale che porterebbe a parlare di “proprietà nascosta (mutevole o formabile)”; a tal proposito si è affermato che in alcuni casi la posizione di un soggetto che ha esclusivamente una esposizione economica ad un determinato titolo potrebbe tramutarsi (da cui l'uso del verbo inglese “*to morph*”) in una posizione che comprenda tanto l'esposizione economica quanto i relativi diritti di voto<sup>328</sup>. Nel proseguimento dell'analisi si userà la locuzione “proprietà nascosta” per fare riferimento ad ipotesi di “*hidden (morphable) ownership*” ossia a situazioni in cui alla proprietà economica delle azioni (in assenza di titolarità delle stesse) si accompagna comunque la possibilità di esercitare informalmente i relativi diritti di voto.

Il capitolo sarà suddiviso in due Sezioni: la prima avrà ad oggetto l'inquadramento del fenomeno della proprietà nascosta di azioni e dei problemi che esso pone, riguardanti essenzialmente la disciplina della trasparenza degli assetti proprietari e delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie e proseguirà analizzando alcuni dei principali casi di “proprietà nascosta” che hanno suscitato l'interesse della dottrina.

La Seconda Sezione, invece, avrà ad oggetto una analisi della disciplina applicabile in materia di comunicazione di partecipazioni rilevanti e di offerte pubbliche di acquisto che è stata oggetto di modifiche nel corso degli ultimi anni anche grazie alla pubblicazione da parte di Consob di un *Position Paper* nell'ottobre del 2009 avente ad oggetto le principali problematiche in materia di trasparenza dei derivati *cash settled*.

In particolare, anche in una prospettiva *de iure condendo*, si cercherà di verificare se la disciplina attualmente vigente nel nostro ordinamento rappresenta una risposta sufficiente al fenomeno della proprietà nascosta di azioni o se, al contrario, sono necessarie ulteriori modifiche. In tale contesto si analizzeranno, tra l'altro, le disposizioni della Direttiva 2013/50/UE che ha modificato la Direttiva 2004/109/CE (Direttiva *Transparency*) e le relative norme di attuazione a livello

---

<sup>328</sup> H. T. C. HU and B. BLACK, *op. cit.*, pp. 815-816; J. M. BARRY, J. W. HATFIELD & S. D. KOMINERS, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=2134458>, p. 13.

primario, contenute nel d.lgs. del 15 febbraio 2016 n. 25, e secondario, ossia le modifiche al Regolamento Emittenti (Delibera Consob 11971/1999) introdotte dalla Delibera Consob n. 19446 del 25 novembre 2015 e alle ulteriori modifiche da ultimo introdotte con delibera Consob delibera n. 19614 del 26 maggio 2016 .

## **2. *L’“occultamento” della proprietà azionaria. Le pionieristiche modifiche introdotte nella disciplina sull’offerte pubbliche di acquisto applicabile nel Regno Unito.***

Sebbene non sia necessario dilungarsi nella descrizione delle tecniche di “occultamento” della proprietà azionaria poiché queste consistono sostanzialmente nell'utilizzo di *equity derivatives* che sono già stati analizzati in maniera unitaria<sup>329</sup>, è comunque opportuno compiere una serie di precisazioni fondamentali per il proseguimento del discorso.

La differenza fondamentale che intercorre fra le tecniche di “svuotamento” del voto e le tecniche di “occultamento” della proprietà azionaria riguarda, in particolare, i motivi che spingono un investitore ad entrare in tali operazioni. Infatti, nel caso di occultamento, egli non ha come obiettivo l'accumulo di un grande potere di voto in vista di un'assemblea, ma vuole soltanto nascondere la propria esposizione nei confronti di un determinato titolo azionario, per poter eventualmente influenzare (tramite l'esercizio di una certa “pressione” sul titolare formale della partecipazione) la gestione della società, oppure per poter costruire una partecipazione rilevante e acquistare il controllo della società, senza dover sottostare alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (se prevista)<sup>330</sup>. Pertanto, il fenomeno della “proprietà nascosta” può prestarsi ad eludere da un lato la disciplina della comunicazione delle partecipazioni rilevanti, dall'altro la disciplina che regola le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

I derivati azionari sono stati spesso impiegati nel contesto di importanti

---

<sup>329</sup> Si rimanda al Capitolo I, Sezione I.

<sup>330</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (eds), *La società per azioni oggi, Collana della Rivista delle Società*, 2007, p. 648. Si rimanda anche a H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., p. 839, i quali affermano che “[h]idden (morphable) ownership can be used for other purposes beside avoiding disclosure. One use involves avoiding mandatory bid rules.” Degli stessi autori si veda anche ID., *Empty Voting ed Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, 61 *Bus. Law*, 2006, p. 1030 ss., e ID., *Debt Equity and Hybrid: Governance and Systemic Risk Implications*, 14 *Europ. Finan. Manage.*, 2008, p. 676 ss.

scalate societarie ed il loro crescente utilizzo ha suscitato un forte interesse del pubblico grazie al risalto che ne è stato dato nelle cronache finanziarie di numerosi paesi (europei e non europei).

In dottrina si è fatto riferimento a tali fenomeni utilizzando la locuzione inglese “*stealth takeovers*” che indica quelle ipotesi in cui un investitore riesce ad accumulare una rilevante esposizione economica nei confronti di un determinato emittente di cui intende acquisire il controllo. In tali ipotesi, la proprietà economica delle azioni è concentrata nelle mani di un soggetto che non dispone della proprietà dei titoli sottostanti e, almeno formalmente, dei relativi diritti di voto. Si fa riferimento alla detenzione di “posizioni lunghe” proprio per indicare la situazione di chi ha stipulato un derivato azionario che replica fedelmente l’andamento di un determinato titolo e la cui posizione corrisponde, da un punto di vista finanziario, alla posizione del titolare effettivo delle azioni in quanto il derivato replica sostanzialmente i flussi generati dai titoli sottostanti<sup>331</sup>. Inoltre, i contratti derivati azionari, quando utilizzati per evitare la disciplina della comunicazione di partecipazioni rilevanti o per aggirare la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto, si prestano ad una “conversione” del meccanismo di regolazione alla scadenza del contratto da *cash settled* a *physical settled*. Ciò è possibile in quanto l’investitore sottoscrive il derivato azionario con un operatore professionale (banca o intermediario finanziario) che, nell’ambito della propria strategia di copertura, sarà portato a neutralizzare il proprio rischio attraverso l’acquisto di azioni (che costituiscono il sottostante del derivato) sul mercato. In tal modo l’intermediario diviene detentore di una posizione diametralmente opposta a quella assunta nei confronti dell’investitore quale controparte del contratto derivato<sup>332</sup>.

È evidente che l’utilizzo di derivati azionari permette la creazione di forti situazioni di “potere” che spesso sono slegate dalla titolarità di titoli rappresentativi del capitale sociale di un emittente. Ciò porta a riflettere sul concetto di “titolarità” per

---

<sup>331</sup> G. SANDRELLI, *La nuova disciplina degli “strumenti finanziari derivati” nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 135; E. G. LEVIN, *Stealth Swaps, Stale Pills and Mystery of Non-Voting Shareholders. Examining a Loophole on Ownership and Disclosure*, in *New York L.J.*, 2008, disponibile anche sul sito [www.law.com/jsp/nylj](http://www.law.com/jsp/nylj), il quale nell’incipit del suo articolo afferma efficacemente “[i]nvestors don’t like surprises”.

<sup>332</sup> G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 138-139. L’autore afferma che “*il possesso delle azioni da parte dell’intermediario è temporaneo: venuto meno il rischio per cui le azioni sono state acquistate, queste ultime si trasformano, a loro volta, in fonte di rischio per l’intermediario. Esse, pertanto, sono destinate a essere cedute dall’intermediario a terzi (c.d. hedge unwinding) una volta che il contratto derivato si sia sciolto, vuoi per naturale scadenza, vuoi per risoluzione anticipata (solitamente consensuale)*”.

comprendere se lo stesso debba essere inteso in maniera unitaria<sup>333</sup>. La stipulazione di un derivato azionario, infatti, consente in astratto di assumere una posizione correlata all'andamento di un determinato titolo azionario senza avere, dall'altro lato, la titolarità dello strumento. Al contrario il titolare dello strumento, controparte di un derivato azionario, è sicuramente legittimato all'esercizio dei diritti corporativi inerenti allo *status socii* quali, fra tutti, il diritto di voto, ma pur avendo la titolarità formale delle azioni non è esposto all'andamento delle stesse e non ha, quindi, la proprietà economica derivante dall'aver assunto la qualifica di azionista di una determinata società.

L'intensificarsi dell'utilizzo di derivati azionari per determinare situazioni di occultamento della proprietà azionaria ha suscitato negli ultimi anni un forte interesse della dottrina a livello globale. Tale fenomeno non è sfuggito all'esame dei legislatori nazionali e delle Autorità di vigilanza che lo hanno affrontato in modi e tempi diversi. L'analisi della normativa vigente nel nostro ordinamento sarà oggetto della Sezione II del presente capitolo unitamente alle norme contenute nella Direttiva 2013/50/UE, di modifica della Direttiva 2004/109/CE. Tuttavia, mette conto focalizzare l'attenzione sin d'ora sulla risposta che è stata data al fenomeno nel Regno Unito anche al fine di comprendere chiaramente i profili problematici che sono posti dall'utilizzo di derivati azionari finalizzati all'"occultamento" della proprietà azionaria.

Nel 2005 il *London City Panel*<sup>334</sup> ha avviato una consultazione che ha portato ad alcune modifiche del *City Code* sulle offerte pubbliche di acquisto<sup>335</sup>. In particolare, questo documento si concentra sull'utilizzo di contratti derivati da parte di soggetti interessati ai risultati di un'offerta pubblica di acquisto oppure da parte di soggetti che detengono una partecipazione significativa (fra il 30% ed il 50%) in

---

<sup>333</sup> A. LUPOI, *Total return equity swap*, in *Trattato dei Contratti* diretto da Pietro Rescigno ed Enrico Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di Enrico Gabrielli e Raffaele Lener, Utet, Torino, 2011, p. 1444.

<sup>334</sup> Per un'analisi del ruolo del *London City Panel* che consiste essenzialmente nel dare attuazione al *City Code on Takeover and Mergers* ed i cui poteri statutari sono conferiti dalla sec. 942 del Companies Act 2006 si rimanda a P. DAVIES, *Gower and Davies's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 2008, pp. 961-976.

<sup>335</sup> Un riferimento a questo *consultation paper* ed alle proposte di modifica del Codice è contenuto in G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 649. Si rimanda inoltre al sito <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/consultation> dove è possibile trovare il *Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel: Dealings in Derivatives and Options*, PCP 2005/1, del 7 gennaio 2005 ed il successivo *Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel: Dealings in Derivatives and Options*, PCP 2005/2, del 13 maggio 2005.

un emittente.

Particolare rilevanza assumono per l'analisi del fenomeno della “proprietà nascosta” le considerazioni che vengono fatte riguardo ai contratti derivati e, principalmente, riguardo ad una categoria di contratti derivati: i *contract for differences*<sup>336</sup> (o CfD) che è stata già richiamata e che difficilmente può essere tradotta con l'espressione italiana “contratto differenziale” poiché quest'ultima si riferisce ad un istituto completamente diverso. I CfD sono complessi strumenti finanziari il cui “detentore” beneficia dell'aumento del prezzo delle azioni, se in posizione lunga, o della sua diminuzione, se in posizione corta. Perciò, nel caso in cui il prezzo delle azioni diminuisca, il “detentore” in posizione lunga subirà una perdita pari al differenziale fra prezzo fissato al momento della conclusione e prezzo alla scadenza. La controparte di un CfD, normalmente una banca d'investimento o altro intermediario finanziario, quasi sempre procede a coprire la propria esposizione attraverso un acquisto allo scoperto (o una vendita, se è in posizione lunga) del sottostante ad un prezzo che si avvicini il più possibile a quello stabilito nel contratto<sup>337</sup>.

Da un punto di vista della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto e della disciplina della comunicazione di partecipazioni rilevanti, i CfD non sembrano creare particolari problemi. Infatti, il “detentore” del contratto acquista esclusivamente l'interesse economico associato all'andamento del prezzo del titolo. Tuttavia, egli può spesso esercitare un controllo di fatto sull'esercizio del diritto di voto della controparte che abbia acquistato azioni in copertura, poiché quest'ultima non corre alcun rischio d'investimento legato alla sua esposizione e se dovesse esercitare autonomamente il diritto di voto eserciterebbe un voto “vuoto”. Al contrario, il suo interesse è quello di mantenere buone relazioni con l'investitore per avere la possibilità di concludere con quest'ultimo in futuro nuovi affari<sup>338</sup>. Perciò, per quanto concerne l'esercizio del diritto di voto la banca d'investimento seguirà,

---

<sup>336</sup> Si rimanda alla efficace descrizione contenuta nel *Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel: Dealings in Derivatives and Options*, cit., sec. 2.2.

<sup>337</sup> *Ibid.*, rispetto alle modalità di “chiusura” del contratto il documento stabilisce che “[w]hen the holder of the CfD closes out the contract, the counterparty will then flatten its position, in the case of a long CfD by selling the shares which it acquired to hedge its position (‘the hedge shares’), possibly to the CfD holder, or in the case of a short CfD by purchasing shares to fill its short position, in each case at around the price at which the contract is closed out. In many cases, the closing out price is actually determined by reference to the price at which the hedge shares are sold or purchased”.

<sup>338</sup> Vedi G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 650; G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 139.

nella maggior parte dei casi, le indicazioni del “detentore”.

Questo meccanismo crea un fenomeno di “occultamento” della proprietà azionaria visto che il mercato non è a conoscenza dell'operazione e di conseguenza non può sapere che il voto della banca è in realtà parametrato agli interessi economici di una controparte che rimane “nell'ombra”. Chiaramente, nessun problema è posto, invece, dai CfD in cui il “detentore” assume una posizione corta poiché in tal caso la controparte coprirà la propria esposizione attraverso una vendita allo scoperto delle azioni sottostanti, senza creare alcun problema rispetto all'esercizio del diritto di voto.

L'incremento nell'utilizzo di derivati che si è registrato negli ultimi anni ha reso necessario in Inghilterra un ripensamento della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e, più di recente, della disciplina della trasparenza degli assetti proprietari. In particolare, le modifiche al *Takeover Code* hanno riguardato la specificazione del concetto di “interesse sulle azioni”. Infatti quest'ultimo, secondo l'attuale disciplina, si applica ad ogni persona che si trovi in una posizione lunga rispetto alle azioni. Pertanto verrà considerato “interessato” l'investitore che sia parte di un derivato “*a) il cui valore sia determinato con riferimento al loro [delle azioni] prezzo; e b) che assuma, o possa assumere, una posizione lunga su di loro [sulle azioni]*”<sup>339</sup>.

Al di là degli aspetti più specifici della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto e della comunicazione di partecipazioni rilevanti, per il momento merita sottolineare un punto fondamentale. I derivati, nella forma dei *contract for differences* o in forme diverse, hanno cominciato a destare negli ultimi anni preoccupazioni tali da determinare modifiche in senso restrittivo degli obblighi di trasparenza. Essi, infatti, possono consentire di creare posizioni lunghe anche rilevanti su titoli azionari determinando il rischio che l'investitore possa “occultamente” esercitare in maniera informale il diritto di voto, senza che il mercato possa avere in alcun modo notizie dell'operazione. Infatti, alcuni casi concreti hanno visto investitori sottoscrivere contratti derivati e comportarsi come azionisti di riferimento di società quotate pur non essendo titolari formali delle

---

<sup>339</sup> Vedi *The Takeover Code, section C-11*. Si rimanda anche a P. DAVIES, *op. cit.*, p. 1024, il quale afferma che “*unlike the FSA's proposals for CfDs under its general disclosure powers, the Panel's rules contain no safe harbour for purely economic interests in shares arising out of CfDs. A person might trigger the mandatory bid rule purely on the basis of such interests, and would be reliant on the consent of the Panel to escape the consequences of that rule*”.

azioni sottostanti<sup>340</sup>.

### 3. *Le vicende verificatesi in tre ordinamenti di common law.*

È stato evidenziato prima il fatto che i problemi giuridici derivanti dal fenomeno della *hidden (morphable) ownership* riguardano essenzialmente due aspetti fondamentali: da un lato la disciplina della trasparenza degli assetti proprietari, dall'altro la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Rispetto a quest'ultima, in particolare, le problematiche possono essere di due tipi: la “proprietà nascosta” può infatti influire sul raggiungimento delle condizioni che determinano il sorgere dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto oppure può influire negativamente su un'offerta pubblica di acquisto in corso, impedendone il successo.

Verranno presi in considerazione tre casi di “proprietà nascosta” verificatisi in ordinamenti di *common law*. In particolare, ai fini dell'analisi che si sta svolgendo, si è scelto di considerare una vicenda neozelandese (*Perry Corp. V. Ithaca*) e una vicenda americana (*CSX Corp. V. TCI*), entrambe inerenti agli aspetti legati alla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari. Infine, verrà brevemente descritta un'operazione posta in essere in Australia che, invece, mette in luce l'influenza dei derivati azionari con regolamento in contanti su un'operazione di offerta pubblica di acquisto (*Glencore International v. The Takeovers Panel*).

#### 3.1. *Il caso Ithaca (Custodians) Ltd v. Perry Corporation.*

Il caso che ci si appresta ad analizzare e commentare può essere considerato il *leading case* in materia di *hidden ownership* e di sicuro è uno degli esempi più risalenti di utilizzo di derivati azionari per aggirare gli obblighi di *disclosure*. La divergenza fra le decisioni del giudice di prima istanza e della Corte d'Appello permette di riflettere sull'esistenza di un contrasto tra “forma e sostanza” nelle operazioni che coinvolgono la stipulazione di contratti derivati con il fine di aggirare le norme sulla comunicazione di partecipazioni rilevanti.

Nel 2003 la High Court di Auckland<sup>341</sup> ha dato prevalenza alla “sostanza”

---

<sup>340</sup> A. LUPOLI, *op. cit.*, p. 1434.

dell'operazione posta in essere da Perry Corp., mentre l'anno successivo la Court of Appeal di Wellington<sup>342</sup> ha rovesciato la decisione di primo grado sulla base di considerazioni legate più alla “forma” e ad una diversa interpretazione delle norme applicate.

In primo luogo occorre analizzare brevemente i fatti che hanno dato origine al contenzioso<sup>343</sup>. Perry Corporation era una società americana impegnata nella gestione di una serie di fondi d'investimento che iniziò a mostrare interesse per Rubicon, società quotata neozelandese, arrivando a detenere nell'aprile del 2001 una partecipazione pari al 10,18%, di cui dette regolare comunicazione alla Autorità di vigilanza in base alla *section 2* del Securities Market Act del 1988 (successivamente modificato, ma ancora vigente all'epoca in cui si svolsero i fatti) che imponeva un obbligo di comunicazione qualora si acquistasse un “rilevante interesse” su almeno il 5% dei diritti di voto di una società quotata.

A fine maggio del 2001 Perry procedette a vendere una parte consistente della propria partecipazione a Deutsche Bank ed a UBS Warbug, comunicando all'Autorità di vigilanza di essere scesa al di sotto della soglia rilevante, e concluse contestualmente con le due banche due complessi *equity swaps* che potevano essere risolti anticipatamente con un certo preavviso e grazie ai quali manteneva la proprietà economica delle azioni<sup>344</sup>. Le banche acquistarono e dettennero le azioni a copertura della loro esposizione per tutta la durata dell'operazione poiché “*come spesso avviene quando i titoli sottostanti non sono particolarmente liquidi e non facilmente interscambiabili con altre azioni, la parte corta acquista le medesime azioni su cui si basa il derivato per coprire la propria esposizione economica*”<sup>345</sup>.

---

<sup>341</sup> *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2003], (H.C.) 2 N.Z.L.R., 216.

<sup>342</sup> *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2004] (C.A.), 1 N.Z.L.R., 731; e [2004] (C.A.) 2 N.Z.L.R., 182, con cui il *Privy Council* ha negato l'appello contro la sentenza di secondo grado.

<sup>343</sup> Per un commento di questa vicenda si rimanda a G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., pp. 650-658; F. DIALTI, *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006, p. 428 ss.; H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, cit., pp. 836-838; e G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, in *Liber Amicorum for Klaus J. Hopt*, De Gruyter, Berlin, 2010, p. 1803 ss. Un commento interessante alla sentenza di primo grado è stato scritto da D. CRAIG, partner dello studio legale che difendeva Perry Corp., il titolo dell'articolo è *New Zealand court orders share forfeiture in equity swap case*, del 2003 disponibile sul sito [http://www.bellgully.com/resources/pdfs/Finance\\_0303.pdf](http://www.bellgully.com/resources/pdfs/Finance_0303.pdf).

<sup>344</sup> L'analisi delle operazioni compiute da Perry fra la stipulazione dei due *equity swaps* ed il riacquisto delle azioni è complessa e comunque non particolarmente rilevante, poiché pur procedendo a nuovi acquisti di azioni, Perry rimase sempre al di sotto delle soglie di comunicazione. Si rimanda alla descrizione del giudice Potter, *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2003], (H.C.) 2 N.Z.L.R., 216, paragrafi 65 e 66.

<sup>345</sup> Ivi, para. 51.

L'11 luglio 2002 gli *equity swaps* conclusi da Perry vennero risolti anticipatamente e regolati in contanti tramite la liquidazione del differenziale. Tuttavia, Perry procedette contestualmente ad acquistare le azioni detenute dalle banche, che non avevano più alcuna esposizione da coprire, e comunicò la titolarità di una partecipazione in Rubicon pari al 15,98%<sup>346</sup>.

Nel frattempo, fra il giugno ed il luglio del 2002, un'altra società, la Guinness Peat Group PLC (società inglese che operava in Nuova Zelanda col nome di Ithaca Ltd), incaricò un *broker* di condurre un'indagine per scoprire quali fossero gli azionisti rilevanti di Rubicon, non aveva avuto notizie circa l'enorme interesse economico che Perry deteneva ed aveva cominciato ad acquistare azioni di Rubicon fino ad arrivare a detenere una partecipazione di poco inferiore al limite del 20%, oltre il quale sarebbe scattato un obbligo di offerta pubblica d'acquisto.

Una volta venuta a conoscenza della partecipazione di Perry, GPG intentò una causa lamentando la violazione della disciplina sulla comunicazione di partecipazioni rilevanti e chiedendo il risarcimento del danno per il premio che aveva pagato per comprare le azioni di Rubicon oltre che l'imposizione a Perry di un obbligo di alienare le azioni accumulate in violazione degli obblighi di *disclosure*.

La sentenza di primo grado ha dimostrato, come già accennato, di dare prevalenza alla “sostanza” dell'operazione. In particolare, la Corte doveva stabilire se l'interesse economico che Perry aveva continuato a detenere, unito alla possibilità di sciogliere anticipatamente il contratto, fosse qualificabile come una “proprietà nascosta” di azioni. Il giudice Potter ha sottolineato il fatto che la semplice stipulazione di un *equity swap* con esecuzione in contanti non era sufficiente a far sorgere alcun obbligo di comunicazione secondo la legge neozelandese<sup>347</sup>. Pertanto, la questione principale affrontata dalla Corte non

---

<sup>346</sup> Ivi, para. 84. Si veda inoltre il paragrafo 109 dove la Corte afferma che la ragione per cui Perry volle riacquistare le azioni fu la volontà di dare supporto al *management* di Rubicon particolarmente impegnato nella negoziazione di un'altra operazione.

<sup>347</sup> Ivi, paragrafi 59-64. In particolare, il giudice Potter afferma che rispetto ad un *cash settled equity swap* “*the floating rate payer has no direct interest in or right to acquire or dispose of the underlying securities, nor the opportunity to control voting or other rights in relation to the securities. The interest it acquires under the equity swap contract is purely economic or financial. It follows that in equity swap contracts such as documented by the standard ISDA agreement, the floating rate payer will have in the underlying shares no 'relevant interest' as defined in s 5 which would require disclosure under the Act*”. La situazione era diversa rispetto ai derivati con *physical settlement clause* che invece sottostavano al regime di comunicazione. Si veda per questi profili D. CRAIG, *New Zealand court orders share forfeiture in equity swap case*,

riguardava l'obbligo di comunicare l'interesse economico acquistato grazie ai contratti di *equity swap*, bensì la possibilità di riconoscere in capo a Perry Corp. un "interesse rilevante", ai sensi della *section 5(1)(f)*<sup>348</sup>, rispetto alle azioni detenute come copertura dalle banche<sup>349</sup>. Rispetto a tale profilo la Corte ha affermato che fra le parti degli *equity swaps* poteva riconoscersi un "arrangement" (accordo formale) o un "understanding" (accordo informale) che conferiva a Perry il potere di acquistare in ogni momento le azioni detenute da Deutsche Bank e da UBS Warburg<sup>350</sup>. In particolare, il giudice Potter ha sostenuto che, pur non essendo in grado di stabilire quali fossero i termini esatti dell'accordo intercorso fra le parti, era comunque possibile affermare che fra di esse si era costituito "un consenso, un *meeting of minds* [...] che ha determinato la creazione di un accordo, formale o informale"<sup>351</sup> tale per cui le azioni di Rubicon, inizialmente trasferite alle banche,

---

cit.

<sup>348</sup> Questa afferma che ha un "rilevante interesse" sulle azioni la persona che "[u]nder, or by virtue of, any trust, agreement, arrangement, or understanding relating to the voting security (whether or not that person is a party to it): (i) May at any time have the power to exercise any right to vote attached to the voting security; or (ii) May at any time have the power to control the exercise of any right to vote attached to the voting security; or (iii) May at any time have the power to acquire or dispose of the voting security; or (iv) May at any time have the power to control the acquisition or disposition of a voting security by another person". Come si può notare il "rilevante interesse" non era legato solo alla diretta "beneficial ownership" delle azioni, ma più ampiamente a tutta una serie di situazioni che conferiscono un potere di controllare l'esercizio del diritto di voto. La formulazione di questa norma è peraltro molto simile alla Rule 13d-3(b) contenuta nel regolamento di attuazione dello Williams Act americano del 1968 che verrà commentata nel prossimo paragrafo. Entrambe, infatti, utilizzano un sistema basato su *standards* (e non su "regole") tale per cui la garanzia del sistema è fornita da un'indagine ex post che ricostruisca la vicenda cercando di dimostrare l'intento elusivo delle parti, per la contrapposizione fra *rule* e *standards* si rimanda a G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit., pp. 1819-1821, ed in generale a L. KAPLOW, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L. J.*, 1992, p. 552 ss., il quale compara da un punto di vista dei costi generati "rule-based systems" e "standard-based systems".

<sup>349</sup> Una delle questioni centrali per risolvere questo punto era rappresentata dall'individuazione dei motivi che potevano aver spinto Perry a stipulare i contratti derivati. La Corte non ha accettato la giustificazione addotta dal convenuto che ricollegava la conclusione degli *swaps* a finalità di natura prevalentemente fiscale. Viene infatti affermato che nonostante il motivo fiscale potesse costituire uno dei motivi, ne esisteva senza dubbio uno prevalente esplicitato dal direttore finanziario di Perry che aveva dichiarato: "[w]e don't want to broadcast our purchases and sales. It would be counter to the interests of our investors". Sulla base di tale affermazione la Corte sostiene che "Perry Corporation wanted to play their cards close to their chest. Meeting the disclosure requirements of the Act did not suit that intent and purpose. Perry Corporation made Rubicon aware of their attitude to disclosure and of the mechanism of equity swaps employed to avoid the requirements to disclose, while maintaining a significant economic interest in the company".

<sup>350</sup> Si veda *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2003], (H.C.) 2 N.Z.L.R., 216, para. 183 ss. In particolare, la Corte sottolinea che Rubicon trattava Perry come un socio detentore di una partecipazione rilevante più che come un investitore con un forte interesse economico (e questo è testimoniato dai numerosi contatti fra le due società). Inoltre, Perry contava di poter riacquistare le azioni che infatti erano state a sua disposizione in diverse occasioni.

<sup>351</sup> *Ivi.*, para. 219. Questo veniva dimostrato sulla base di alcune risultanze fattuali: 1) lo scopo dei derivati conclusi era quello di aggirare la disciplina della trasparenza; 2) Rubicon continuava a

sarebbero state a disposizione di Perry che poteva riacquistarle in ogni momento (stante la possibilità di sciogliere anticipatamente il contratto). La Corte ha pertanto ordinato a Perry di vendere le azioni che risultavano in eccesso rispetto alla comunicazione al mercato con cui affermava di essere scesa al di sotto della soglia rilevante. Mentre non veniva riconosciuto a GPG il diritto al risarcimento del danno per mancanza della prova della sussistenza di un danno effettivamente subito.

La sentenza della Corte d'Appello ha rovesciato la decisione del giudice di prima istanza ed è sembrata orientata a dare maggiore considerazione alle possibili conseguenze che una decisione che imponesse uno *standard* di *disclosure* troppo elevato avrebbe determinato sul mercato dei derivati <sup>352</sup>. La decisione della Corte ha smentito quanto il giudice Perry aveva affermato circa la sussistenza fra le parti di un “*arrangement*” o di un “*understanding*”. Infatti, il giudice di secondo grado si è chiesto se il semplice fatto che il riacquisto delle azioni di Rubicon da parte di Perry fosse inevitabile, stante la natura illiquida delle stesse, costituisse di per sé un elemento sufficiente a configurare un’ipotesi di “*arrangement*” o “*understanding*” ai sensi della *section* 5(1)(f) del Securities Market Act.

In primo luogo, la Corte ha analizzato il rapporto contrattuale fra le parti giungendo alla conclusione che era altamente probabile che le banche avrebbero detenuto le azioni per tutta la durata del contratto (per non rimanere prive di copertura) e che al momento della scadenza le avrebbero rivendute a Perry, sia per la natura illiquida del titolo sia perché esse volevano mantenere buoni rapporti con Perry per poter concludere altri affari in futuro<sup>353</sup>. Tuttavia, la situazione sostanziale, rappresentata dai rapporti che si vengono a creare fra le parti, non è sufficiente a determinare un “*arrangement*” o un “*understanding*”. Infatti, anche se questi ultimi concetti indicano un accordo che si pone su un piano “inferiore”

---

trattare Perry come azionista rilevante; 3) Perry confidava di poter riacquistare le azioni in ogni momento e questo era realmente avvenuto in più circostanze.

<sup>352</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit., p. 1816.

<sup>353</sup> *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2004] (C.A.), 1 N.Z.L.R., 731, paragrafi 57-67. In particolare, si veda il paragrafo 66 dove la Corte afferma: “[w]e conclude therefore that it was almost certain that the shares would be sold to Perry Corporation upon termination of the swaps if Perry Corporation wished to buy, provided the counterparties held the shares (and we have found in the case of UBS Warburg that this was almost certain and in the case of Deutsche Bank that this was highly likely). We consider that this market reality would have been obvious to any reasonably informed market participant. Mr Rosen, head tender at Perry Corporation, said in evidence that he had always thought it likely that the shares would be held by the counterparties as a hedge. He also said he had thought that, if he wanted to terminate the swaps and purchase the shares, it would be commercially sound for the equity swaps counterparties to sell him those shares”.

rispetto ad un vero e proprio contratto, per dimostrare il consenso nella forma del “*meeting of minds*” occorre dimostrare che vi è stata una qualche comunicazione fra le parti<sup>354</sup>. In altri termini, le semplici risultanze fattuali, che costituivano una sorta di *market reality*, non erano elementi sufficienti a dimostrare la sussistenza di un accordo che poteva dirsi formato solo se vi fosse stato fra le parti un “*meeting of minds*” dimostrabile attraverso una qualche forma di comunicazione intercorsa fra le stesse<sup>355</sup>. Poiché quest'ultima mancava del tutto non era possibile affermare che fra Perry e le due banche d'investimento vi fosse stato un “*arrangement*” o un “*understanding*” e pertanto nessun obbligo di *disclosure* poteva essere imposto al convenuto.

In secondo luogo, la Corte ha motivato la decisione sulla base di un'ulteriore argomentazione, affermando che l'imposizione di uno standard di *disclosure* tanto elevato rischiava di generare incertezza nel mercato finendo poi per determinare una situazione tale per cui quasi tutti i contratti di *equity swap* avrebbero dovuto, anche se *cash settled*, essere pubblicizzati. In tal modo si sarebbe inciso negativamente sul mercato dei derivati e si sarebbero distorti anche gli obiettivi della disciplina della trasparenza la quale tradizionalmente si preoccupa del diritto di voto associato ad una determinata partecipazione più che dell'interesse economico sulle azioni<sup>356</sup>.

### 3.2. *Il caso CSX Corporation et al. v. The Children's Investment Fund et al.*

Per una comprensione immediata della vicenda da analizzare è utile partire

---

<sup>354</sup> Ivi., para. 69, dove la Corte afferma che “[i]t is clear from those cases that the terms ‘*arrangement*’ and ‘*understanding*’ describe something less than a formal contract. [...] The *meeting of minds* embodies an expectation as to future conduct, meaning that there is consensus as to what is to be done. This necessarily involves communication. The communication does not, however, need to be formal or even verbal”.

<sup>355</sup> Si veda il paragrafo 73 dove la Corte afferma che “[a]s there must be a *meeting of minds* and communication, mutual expectations based on commercial reality (but without such consensus or communication) are not sufficient to give rise to an *arrangement* or *understanding*”.

<sup>356</sup> G. FERRARINI; *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit., p. 1810, afferma che “[t]he Court also motivated in terms of policy [...]”. Infatti si veda *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2004] (C.A.), 1 N.Z.L.R., 731, para. 76, dove la Corte afferma: “[f]inally if we hold that knowledge of market reality suffices to create an *arrangement* or *understanding* [...] and that consensus or communication are not required, this would create uncertainty as to the scope of disclosure generally [...]. In particular it would, in effect, mean that the majority of equity swaps in New Zealand would create disclosure requirements, whether cash settled or not. There are obvious policy issues involved in extending disclosure requirements to interests under equity swaps as the regime conceptually is directed at voting rights rather than economic interests. Most equity swaps create only economic interests”.

dalla frase con cui il giudice Kaplan ha esordito nella sua lunga sentenza. Egli, infatti, afferma che “[a]lcune persone, quando vedono una sufficiente aspettativa di profitto, si avvicinano deliberatamente al confine che separa ciò che è legale da ciò che è illegale. Alcuni poi superano questo confine e, se vengono scoperti, cercano di giustificare il loro comportamento sulla base di argomenti formali anche quando è del tutto evidente che hanno aggirato lo scopo della legge”<sup>357</sup>. Difatti, l’analisi di questa sentenza mette in luce lo scontro fra forma e sostanza che le situazioni di *hidden ownership* determinano. Da un lato, il soggetto interessato può aggirare le disposizioni che regolano la trasparenza dei mercati senza superare formalmente il confine della legalità, dall’altro, tuttavia, l’operazione determina nella sostanza un aggiramento degli scopi della legge. Pertanto, la questione fondamentale rimane quella del rapporto fra “forma” e “sostanza” e viene da chiedersi, “quando deve prevalere la sostanza”<sup>358</sup>?

La vicenda alla base di questa sentenza è piuttosto complessa, ma occorre ripercorrerne brevemente gli sviluppi prima di passare a commentare la decisione del giudice. Nel 2008 i convenuti, The Children's Investment Fund e 3G Capital Partners (due *hedge funds*), si accingevano ad intraprendere una *proxy fight*<sup>359</sup> per riuscire, fra le altre cose, ad eleggere cinque dei dodici membri del consiglio di amministrazione di CSX Corporation e a modificare lo statuto della stessa società in modo tale da conferire il diritto di richiedere in ogni momento la fissazione di un'assemblea a chiunque detenga una partecipazione pari o superiore al 15%.

L’analisi deve, tuttavia, partire dalla fine del 2006 quando TCI aveva

---

<sup>357</sup> Si rimanda alla sentenza *CSX Corporation v The Children's Investment Fund (UK) LLP*, et al, S.D.N.Y 08 Civ. 2764 (11 giugno 2008), 562 F Supp. 2D 511, p. 516. La sentenza è stata successivamente confermata dalla Court of Appeal senza sostanziali variazioni. Pertanto, l’analisi può essere limitata alla lunga esposizione del giudice Kaplan in primo grado. D’ora in avanti, per brevità, ci si riferirà alla sentenza in esame come al caso *CSX Corp.*

<sup>358</sup> Questa espressione è utilizzata in un recente scritto da G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit., p. 1803 ss., il quale analizza anche il caso *CSX et al., v TCI et al.* Per ulteriori commenti sul caso in esame si può fare riferimento a 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. 1031 ss.; M. C. SHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 2009, disponibile sul sito <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/14880/>, in particolare p. 33 ss.; J. ARMOUR and B. CHEFFINS, *The Rise and Fall of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 2009, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1489336>, in particolare p. 34 ss.; A. LUPOI, *op. cit.*, p. 1434 ss.

<sup>359</sup> Locuzione con cui, nell’ordinamento americano, si indica la “battaglia” per la raccolta delle deleghe necessarie a “vincere” una certa votazione assembleare.

iniziato a concludere una serie di *total return equity swaps*<sup>360</sup> arrivando a detenere nel febbraio del 2007 posizioni lunghe pari al 14% della azioni di CSX. Prima di questo momento, mentre stava ancora costruendo la sua posizione nella società, TCI aveva comunque avvertito il *management* di CSX che aveva stipulato una serie di contratti derivati finalizzati a creare un interesse economico rilevante e che, peraltro, potevano essere convertiti in “proprietà diretta” del titolo sottostante in ogni momento<sup>361</sup>.

A partire da febbraio 2007 TCI cominciò a contattare anche altri fondi d'investimento che riteneva propensi a perseguire i suoi stessi obiettivi, chiedendo loro di iniziare ad acquistare azioni di CSX. Il fondo 3G rispose positivamente ed acquistò una partecipazione del 4,9%, quindi al di sotto della soglia di comunicazione prevista dalla *section* 13(d) del Williams Act del 1968, e concluse un *total return swap* pari a circa l'1%. Nell'ottobre 2007 TCI cominciò a chiudere le posizioni con le numerose banche con cui aveva concluso i contratti e procedette a stipulare nuovi derivati con Deutsche Bank e Citigroup. Il giudice non ha accettato la motivazione economica fornita a giustificazione di tale operazione ed ha ritenuto, invece, che la scelta di Deutsche Bank e Citigroup come controparti rispondeva all'aspettativa di TCI di poter meglio influenzare le controparti ad esercitare il diritto di voto relativo alle azioni in linea con i suoi interessi. Nel dicembre 2007 TCI e 3G resero noto, compilando l'allegato 13D, che avevano proceduto a formare un gruppo<sup>362</sup>, ma continuarono a negare, o meglio a nascondere, che insieme erano beneficiari di un'ingente partecipazione in CSX. La data per la *proxy fight* fu fissata il 25 giugno 2008, ma contestualmente CSX, in precedenza informata da TCI della stipulazione di derivati azionari quando ancora la partecipazione interessata ammontava al 2,7%, venne a conoscenza del fatto che l'attuale partecipazione superava abbondantemente la soglia del 5% fissata dalla *section* 13(d). Pertanto, ritenendo che TCI potesse essere considerato il “*beneficial owner*” delle azioni, la

---

<sup>360</sup> Si tratta di *equity derivatives* ascrivibili all'insieme delle *equity swap transaction* tramite il quale una parte acquista la proprietà economica di determinate azioni (o anche indici azionari), mentre la controparte ha diritto a ricevere una somma calcolata applicando al *notional amount* (corrispondente al valore iniziale dei titoli) un certo tasso d'interesse. Si rimanda alla descrizione degli *equity derivatives* contenuta nel Capitolo I; si può inoltre fare riferimento anche alla sentenza in esame *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 521-528. Il giudice Kaplan fornisce infatti una descrizione sintetica ma estremamente chiara di un *total return equity swap*.

<sup>361</sup> *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 524. Peraltro nel novembre 2007 TCI aveva proposto al *financial advisor* di CSX la conclusione di un'operazione di *leveraged buy out* che fu però rifiutata dalla società che affermò di “*non essere in una posizione tale da poter rispondere*”.

<sup>362</sup> *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, pp. 535-536.

società ha intentato una causa contro il fondo d'investimento per violazione della *section 13(d)*, chiedendo, fra l'altro, la sterilizzazione del diritto di voto delle azioni sopra il 5%.

Già a partire da questa sintetica descrizione dei fatti è possibile rendersi subito conto della complessità della vicenda. La decisione in primo grado del giudice Kaplan ha, peraltro, suscitato reazioni contrastanti e spesso critiche. Per comprendere la motivazione della decisione occorre richiamare brevemente la norma della cui violazione TCI veniva accusato. Il Williams Act del 1968<sup>363</sup> ha emendato alcune disposizioni del Securities and Exchange Act del 1934 modificando fra l'altro la *section 13 (d)*<sup>364</sup> che, nella versione attuale, richiede agli investitori che accumulino una partecipazione superiore al 5% di compilare un modulo da inviare alla Securities Exchange Commission (la *Schedule 13D form*) attraverso il quale si pubblicizza la propria partecipazione e si rivelano eventuali intenzioni di influenzare la gestione della società. La *ratio* di questa disciplina è rappresentata dalla necessità di informare gli altri azionisti degli acquisti di rilevanti quantità di azioni che potrebbero influire sul controllo della società<sup>365</sup>.

Il requisito a cui la *section 13(d)* collega l'obbligo di *disclosure* è rappresentato dal fatto che l'investitore<sup>366</sup> sia il “*beneficial owner*” della partecipazione. Occorre, quindi, interpretare il concetto di “*beneficial ownership*” basandosi su quanto stabilito dalla Rule 13d-3, norma contenuta in un regolamento attuativo del Williams Act. In particolare, la disposizione è divisa in due parti:

- (i) la Rule 13d-3(a) stabilisce che il beneficiario della partecipazione è chiunque detiene il “potere di voto”, che include il potere di votare o indirizzare il voto, oppure chiunque detiene il “potere d'investimento”, che include il potere di disporre o indirizzare la disposizione delle azioni;
- (ii) la Rule 13d-3(b) stabilisce, invece, che deve essere considerato beneficiario

---

<sup>363</sup> Per un commento analitico al Williams Act, cfr. J. C. COFFEE, J. SELIGMAN, H. A. SALE, *Securities Regulation*, New York, 2007, p.717.

<sup>364</sup> Per un commento della *section 13(d)* si può rinviare a D. BERTACCINI, *op. cit.*, pp. 271-274; a B. T. SULLIVAN, *op. cit.*, pp. 1302-1312 e a H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, *cit.*, pp. 867-883.

<sup>365</sup> Così si esprime D. BERTACCINI, *op. cit.*, p. 272, il quale afferma a tal proposito che “[t]he purpose of the reporting requirement is to inform investors. In particular, a Schedule 13D may alert existing shareholders to a potential shift in a company's direction when one or more shareholders increase their voting power by accumulating a large number of shares.”

<sup>366</sup> La norma usa il termine “*person*” che indica tanto le persone fisiche quanto le persone giuridiche ed anche i “gruppi di persone” che agiscono per acquistare partecipazioni azionarie ai sensi della Rule 13d-3, contenuta nel regolamento attuativo dello Williams Act,

della partecipazione chiunque attraverso meccanismi, anche contrattuali, cerchi di aggirare gli scopi della *section* 13(d) trasferendo fittiziamente la “*beneficial ownership*”. La differenza fra le due disposizioni riguarda il fatto che la prima si concentra sulla “*beneficial ownership*” diretta, mentre la seconda afferma che deve essere considerato beneficiario chiunque abbia cercato di aggirare gli scopi della legge<sup>367</sup>.

Richiamate sinteticamente le norme rilevanti, occorre comprendere come queste siano state interpretate dalla sentenza in esame. Il giudice, per stabilire l'eventuale violazione dell'obbligo di comunicazione, si è dovuto chiedere se TCI potesse essere considerato il beneficiario della partecipazione. Per giungere ad una conclusione, egli ha dovuto valutare l'applicabilità nel caso di specie della Rule 13d-3(a) e della Rule 13d-3(b).

In primo luogo, la Corte si è chiesta se ricorressero i presupposti per riconoscere TCI come beneficiario diretto della partecipazione ai sensi della Rule 13d-3(a). Il ragionamento del giudice su questo punto appare particolarmente chiaro e lineare nelle premesse, mentre sembra diventare più ambiguo nelle conclusioni. Occorre sottolineare che, pur arrivando a riconoscere una “*beneficial ownership*” diretta in capo a TCI ai sensi della Rule 13d-3(a), il giudice Kaplan ha scelto di decidere il caso sulla base della Rule 13d-3(b). Pertanto, le affermazioni contenute nella sentenza su questo punto rappresentano *obiter dicta* non vincolanti e fanno pensare che la decisione costituisca, almeno in parte, “un'occasione mancata”.

La Corte ha affermato che l'espressione “*beneficial ownership*” deve essere interpretata in maniera ampia tanto da comprendere ogni “*persona che abbia la possibilità di influenzare il controllo della società o determinarne un cambiamento*”<sup>368</sup>. Sebbene i derivati conclusi da TCI non gli conferissero la proprietà “legale” delle azioni, gli stessi erano idonei a conferirgli la possibilità di influire nella sostanza sull'esercizio del potere di voto o del potere d'investimento<sup>369</sup>. Infatti, rispetto al “potere d'investimento” è stato sottolineato che TCI aveva un'influenza notevole nell'indirizzare gli acquisti di azioni delle controparti degli *swaps* poiché queste ultime, per coprire la propria esposizione,

---

<sup>367</sup> Vedi M. C. SHOUTEN, *op. cit.*, pp. 32-34.

<sup>368</sup> *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 538.

<sup>369</sup> *SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc.*, 837 F. Supp. 587, 607 (S.D.N.Y. 1993), cit. da *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 540.

avevano acquistato in copertura azioni di CSX e questo era proprio l'obiettivo di TCI. A ciò bisogna aggiungere il fatto che la *cash settlement clause* poteva essere variata dalle parti cosicché, in ogni momento, TCI avrebbe potuto chiudere le posizioni aperte e chiedere la consegna del sottostante<sup>370</sup>. Rispetto al “potere di voto” la Corte ha sostenuto che, nonostante non vi fossero accordi espliciti fra le parti sull'esercizio del diritto di voto, poteva essere riconosciuta la possibilità per TCI di “influenzarne” l'esercizio<sup>371</sup>. Tuttavia, pur essendosi dilungata nell'analisi di queste circostanze, la Corte non ha ritenuto possibile decidere il caso riconoscendo TCI come beneficiario diretto delle partecipazioni, ma ha proseguito l'analisi sulla base della successiva Rule 13d-3(b).

Probabilmente, il giudice Kaplan non ha voluto stabilire una “presunzione” rispetto ai derivati azionari (ed in particolare agli *equity swaps*) tale per cui ogni contratto attribuendo la “*beneficial ownership*” delle azioni ricadrebbe all'interno della disciplina sulla trasparenza stabilita dalla *section* 13(d). Due ordini di ragioni potrebbero giustificare questa scelta: da un lato si potrebbe affermare che, stante il fatto che non tutte le operazioni in derivati si pongono come obiettivo la costruzione di “proprietà nascoste”, una presunzione tanto forte rischierebbe di ridurre eccessivamente il volume delle operazioni, con effetti negativi per il mercato<sup>372</sup>. Dall'altro, si potrebbe dire che, poiché il Williams Act del 1968 non poteva considerare anche gli *swaps* (le cui prime negoziazioni risalgono, come

---

<sup>370</sup> Con un'immagine suggestiva e particolarmente efficace la Corte ha affermato che le azioni di copertura detenute dalle controparti “*pendevano, come la spada di Damocle, sul collo di CSX.*” Vedi *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 542.

<sup>371</sup> Ivi, p. 547. La Corte cita infatti un orientamento della SEC in base al quale una persona ha il “potere di voto” sulle azioni ai sensi della Rule 13d-3(a) “*if that party has the “ability to control or influence the voting [...] of the securities.”* Il riconoscimento di un'abilità di “influenzare” l'esercizio del voto dipendeva dalla constatazione che TCI aveva proceduto a chiudere i *total return swaps* con le precedenti controparti e li aveva stipulati nuovamente con Deutsche Bank e Citigroup che credeva più facilmente inclini a perseguire i suoi obiettivi. D'altra parte, poiché le banche d'investimento concludono derivati sulla base di ragioni essenzialmente economiche, esse non hanno un reale interesse ad un esercizio personale del diritto di voto (che determinerebbe, peraltro, un'ipotesi di *empty voting*) ed è quindi pratica normale che esse lo esercitino secondo i desideri della parte lunga, anche per avere possibilità di concludervi nuovi affari. Come è stato notato “*[w]hen a dealer hedges through share ownership, a de facto practice is apparently emerging, at least in the UK, in which dealer, if asked, will either unwind the swap and sell the shares to its client [...] or vote the shares as its client wants [...]. To refuse would risk the dealer's business relationship with its client, and perhaps its market reputation as a reliable counterparty*”, vedi H. T. C. HU and B. BLACK, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, 61 *Bus. Law*, 2006, pp. 1030-1031.

<sup>372</sup> Cfr. D. BERTACCINI, *op. cit.*, pp. 289-290, il quale è comunque critico rispetto a questo rilievo poiché afferma che “*[t]hese types of fears, however, are unfounded. First, Section 13(d) only enters the picture when the beneficial ownership of publicly traded securities exceeds five percent; TRSs that use different underlying assets do not trigger the statute and therefore would be unaffected by the presumption*”.

visto, agli anni '70<sup>373</sup>), il compito di allargare gli scopi della norma in esame per comprendervi anche le nuove fattispecie<sup>374</sup> non spetta ai giudici, ma eventualmente al legislatore. Peraltro, una ragione a favore dell'applicabilità della Rule 13d-3(a) potrebbe derivare anche dal fatto che in tal modo si sarebbe potuta promuovere l'efficienza giudiziaria. Difatti, i giudici non avrebbero più dovuto condurre tutte le complesse analisi che, come verrà osservato fra breve, costituiscono il presupposto all'applicazione della successiva Rule 13d-3(b)<sup>375</sup>.

Non è mancato chi ha criticato l'interpretazione della Corte della Rule 13d-3(a) poiché, pur non avendola utilizzata per risolvere il caso in esame, la sentenza ha fatto intendere che sarebbe astrattamente possibile riconoscere una “*beneficial ownership*” diretta nel caso in cui un fondo d'investimento abbia concluso un *total return swap*. Secondo un autore, la Corte avrebbe errato nel credere sufficiente, per riconoscere un investitore come beneficiario diretto della partecipazione, la possibilità di esercitare una semplice “influenza” sul potere di voto o di investimento<sup>376</sup>. Questa impostazione contrasterebbe con la lettera della norma e con l'interpretazione della stessa ad opera della SEC<sup>377</sup>. Peraltro, viene notato che gli operatori attivi nel mercato dei derivati hanno più volte fatto presente che un *total return swap* non conferisce di per sé la “*beneficial ownership*” delle azioni sottostanti<sup>378</sup>.

Tuttavia, come già ricordato, la decisione della Corte si fonda sulla Rule 13d-3(b), norma che si articola in tre elementi: in primo luogo, deve essere dimostrato l'uso di uno degli strumenti indicati (fra cui il *trust*) o comunque di un contratto (o altro meccanismo); in secondo luogo, deve essere dimostrato che tali

---

<sup>373</sup> Vedi *retro*, Capitolo I, par. 1.2.1, 1.3.3 e per gli *equity derivatives* 1.5.1.

<sup>374</sup> *Ibid.* Rispetto a tale considerazione l'autore afferma che la risposta proveniente dal legislatore sarebbe di sicuro preferibile, tuttavia non vi sono indizi tali da far ritenere imminente una riforma della *section* 13(d). Pertanto, “[a]bsent a statutory reform, a judicial decree is necessary to prevent the policy goals of Section 13(d) from being contractually circumvented”. Si veda anche B. T. SULLIVAN, *op. cit.*, p. 1316, il quale afferma che “[a]ny law finding beneficial ownership in the long party to a TRS should not come from the courts, but from the SEC”.

<sup>375</sup> *Ivi.*, p. 288.

<sup>376</sup> Cfr. B. T. SULLIVAN, *op. cit.*, pp. 1307-1311.

<sup>377</sup> La SEC, infatti, interpellata dalla Corte aveva risposto affermando che “[a]s a general matter, economic or business incentives, in contrast to some contract, arrangement, understanding or relationship concerning voting power or investment power between the parties to an equity swap, are not sufficient to create a beneficial ownership under Rule 13d-3”.

<sup>378</sup> *Ivi.*, p. 1331, dove l'autore afferma che “US law firms most familiar with the derivative markets have issued guidance that total return equity swaps do not establish beneficial ownership of shares held by the counterparty under Rule 13d-3(a). It would appear from the SEC's guidance in *CSX Corp.* that market participants were justified in reaching such a conclusion regarding beneficial ownership”.

strumenti trasferiscano (o prevenzano l'acquisizione) della “*beneficial ownership*” ed infine, occorre dimostrare che l'operazione sia finalizzata ad aggirare gli obblighi di *disclosure*. Posto che la sussistenza del primo di questi elementi non era messa in discussione, poiché era pacifico che TCI avesse stipulato una serie di derivati, la Corte ha affermato che la norma si applica quando una “*persona entra in una operazione con l'intento di creare la 'falsa apparenza' che non vi sia stato un rilevante 'accumulo' di azioni che potrebbe determinare un cambiamento del controllo della società attraverso un aggiramento degli obblighi di disclosure [...] poiché idoneo a prevenire l'acquisizione della beneficial ownership*”<sup>379</sup>. Sulla base di questa enunciazione la Corte ha ritenuto che TCI potesse essere considerato beneficiario ai sensi della Rule 13d-3(b), adducendo fra gli altri argomenti a sostegno della propria decisione, un commento del direttore finanziario del fondo d'investimento il quale rivelava che gli *swaps* vengono, in genere, stipulati proprio per aggirare le disposizioni sulla comunicazione delle partecipazioni rilevanti<sup>380</sup>.

Le critiche rispetto a questa decisione hanno riguardato il fatto che la Corte ha utilizzato il concetto di “falsa apparenza di non-accumulo”, mentre la SEC si serviva dello *standard* della “falsa apparenza di non-proprietà” e questo non sarebbe stato integrato nel caso di specie poiché TCI non è mai stato proprietario delle azioni<sup>381</sup>. Viene sostenuto che il concetto di “*beneficial ownership*” dovrebbe essere ampliato per coprire gli interessi economici sulle azioni derivanti dalla conclusione di un *total return equity swap*, ma in una maniera tale da creare certezza nell'applicazione e *standards* certi per il futuro. Pertanto la sentenza non sarebbe idonea a fornire una guida interpretativa per le future applicazioni delle norme considerate, in quanto si risolverebbe soltanto nella decisione di un caso particolare i cui fatti “straordinari” hanno guidato il giudice nella sua interpretazione e che quindi non potrebbe essere applicata a casi diversi<sup>382</sup>.

Al di là di alcune criticità del ragionamento della Corte, la sentenza in

---

<sup>379</sup> *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 550.

<sup>380</sup> *Ivi.*, p. 549, dove il giudice afferma che “*Joe O'Flynn, the chief financial officer [of TCI], told its board, albeit not in the specific context of CSX, that one of the reasons for using swaps is 'the ability to purchase without disclosure to the market or to the company'.*”

<sup>381</sup> Si veda per un'argomentazione in tal senso, B. T. SULLIVAN, *op. cit.*, p. 1313, il quale afferma in maniera molto esplicita che “[*t*]he court was incorrect in deeming Children's Fund beneficial owner of the CSX shares held by its counterparties under Rule 13d-3(b). The court avoided the plain language of the SEC's guidance in favour of a strained interpretation of Rule 13d-3(b)'s intent requirement”. Se TCI non è mai stato proprietario delle azioni era impossibile che avesse creato una falsa apparenza di non proprietà.

<sup>382</sup> *Ivi.*, p. 1316.

esame approda ad una conclusione che era da sempre stata auspicata e che, per tornare a quanto detto ad inizio paragrafo, mostra di aver scelto di dare prevalenza alla “sostanza sulla forma”<sup>383</sup>. Tale considerazione è supportata anche dalla affermazione del giudice Kaplan il quale sottolinea che “[l]’ *Exchange Act* si preoccupa della sostanza e non delle formalità”<sup>384</sup> e, pertanto, egli si preoccupa più delle evidenze fattuali date dal comportamento delle parti rispetto al diritto inteso in senso formale<sup>385</sup>.

Questa sentenza risolve, sebbene non completamente, i problemi posti dal fenomeno della “proprietà nascosta” giungendo alla conclusione che è possibile in qualche caso “squarciare il velo”<sup>386</sup> delle operazioni che si servono di derivati azionari per creare una falsa rappresentazione della realtà. Queste operazioni infatti rispettano, nelle forme, le norme sulla comunicazione di partecipazioni rilevanti, mentre sostanzialmente aggirano gli scopi della legge con effetti potenzialmente negativi per il mercato (ed in particolare per il mercato del controllo).

Non bisogna peraltro dimenticare che, anche se in una determinata operazione non è riscontrabile un’ipotesi di “proprietà nascosta” (e quindi di violazione delle regole di *disclosure*) difettando in capo alla parte lunga quel “potere di influenza” descritto nel caso *CSX Corp.*, tuttavia l’utilizzo di derivati determina comunque uno “svuotamento” del voto poiché la parte corta si priva, con il rischio d’investimento, di ogni interesse economico inerente alle azioni acquistate in copertura<sup>387</sup>.

Pertanto, una maggiore trasparenza è senza dubbio necessaria e, nel modificare le regole esistenti, i legislatori dovrebbero considerare il fenomeno della “*new vote buying*” nella sua interezza senza concentrarsi separatamente su *empty voting* e *hidden (morphable) ownership*. In tal modo, l’imposizione di un obbligo di comunicazione della proprietà economica (o meglio dell’interesse economico)

---

<sup>383</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit., p. 1803 ss.

<sup>384</sup> *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511, p. 517.

<sup>385</sup> A LUPOI, *op. cit.*, p. 1439 il quale nota che “[l]’aspetto della motivazione dell’agire è un momento essenziale della regolamentazione del mercato finanziario, volta alla trasparenza dei comportamenti e al flusso ordinato e disciplinato delle informazioni”.

<sup>386</sup> “*To lift the veil*” è un’espressione tipica della dottrina anglosassone che se ne serve per indicare la possibilità, in alcune circostanze, di superare il limite della responsabilità limitata, garantita dalla “incorporazione”, ed attribuire ai soci la responsabilità illimitata.

<sup>387</sup> In generale si può affermare che la stipulazione di un derivato azionario comporta il contestuale insorgere dei due fenomeni dell’*empty voting* e della *hidden ownership*. Quanto alla *hidden (morphable) ownership*, quest’ultima ricorre soltanto qualora vi sia la possibilità per la parte lunga di influenzare l’esercizio del voto della parte corta.

acquistato da TCI risolverebbe in partenza il problema circa la possibilità di considerare il fondo d'investimento come il beneficiario della partecipazione. TCI, infatti, anche se non avesse potuto esercitare alcun potere di “direzione del potere di voto o d'investimento”, avrebbe comunque dovuto comunicare l'acquisizione, tramite la stipulazione di derivati azionari con regolamento in contanti, di una rilevante proprietà economica, e quindi di un forte interesse sulle azioni e sull'esercizio del diritto di voto. Il discorso è, tuttavia, più complesso e di meno agevole soluzione. Infatti, l'imposizione di un obbligo generale di *disclosure*, tale da coprire tanto i derivati *physically settled* che quelli *cash settled*, rischia di creare per il sistema economico costi superiori ai benefici che dalla maggiore trasparenza potrebbero derivare. Per un'analisi più specifica con riferimento all'Italia ed all'Europa, si rimanda alle osservazioni contenute nell'ultimo paragrafo.

Le sentenze relative al caso Ithaca e al caso CSX riguardano esplicitamente il problema della “proprietà nascosta” di azioni determinato dall'utilizzo di derivati azionari che permettono, con estrema facilità, un aggiramento degli scopi della legge.

Come è stato sottolineato, sia la vicenda americana sia la vicenda neozelandese avevano come protagonisti due fondi d'investimento che volevano esercitare un ruolo attivo, attraverso l'acquisizione di una partecipazione rilevante, per poter influenzare le scelte della società, con l'obiettivo di massimizzare il valore delle partecipazioni di cui spettava loro la proprietà economica<sup>388</sup>. La sentenza del giudice Kaplan, confermata in appello, e la sentenza del giudice Potter, rovesciata invece dalla Court of Appeal, dimostrano di aver scelto di dare rilevanza alla “sostanza” delle operazioni poste in essere dalle parti<sup>389</sup>.

Le regole applicate, previste dal Securities Market Act neozelandese e dal Williams Act americano, hanno, peraltro, ambiti di applicazione simili ed utilizzano concetti pressoché identici<sup>390</sup>. Entrambe le operazioni determinavano un problema simile, poiché attribuivano artificialmente il diritto di voto ad un soggetto che lo avrebbe esercitato in maniera conforme ai desideri della controparte (*CSX Corp. v. TCI*) oppure che non avrebbe esitato a ritrasferirlo in ogni momento (*Ithaca v Perry*

---

<sup>388</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When should Substance Prevail?*, cit., p. 1814.

<sup>389</sup> *Ibid.*

<sup>390</sup> Si pensi al concetto di “*beneficial ownership*” ed al riferimento agli “*arrangements*” ed “*understandings*”.

Corp.). Il problema era quindi legato alla possibilità che l'azionista "occulto" disponesse di un potere "di fatto" sull'esercizio del diritto di voto<sup>391</sup>. Tuttavia, la Corte d'Appello neozelandese ha mostrato di non voler accettare una ricostruzione basata su semplici risultanze fattuali, legate alla "realtà del mercato", poiché il concetto di "potere" implica la sussistenza di un accordo che attribuisca la capacità di conseguire l'effetto desiderato<sup>392</sup>. Sulla base di questa argomentazione è stato superato il ragionamento della Corte di grado inferiore, basato sulla sostanza dell'operazione. Non sarebbe sufficiente stabilire che nei fatti vi è un accordo fra le parti, ma tale accordo andrebbe dimostrato sulla base di una comunicazione, anche informale, avvenuta fra le stesse. Analoghe critiche potrebbero essere mosse contro la sentenza del giudice Kaplan che ha dato prevalenza alla circostanza per cui la finalità dell'operazione era quella di eludere la disciplina vigente.

Come già sottolineato, il problema rimane quello del rapporto fra "forma e sostanza"<sup>393</sup> o, per dirla come il giudice Kaplan, della relazione tra diritto inteso in senso formale e evidenza empirica dei comportamenti tenuti dalle parti.

### 3.3. *Il caso Glencore v. The Takeovers Panel.*

Prima di passare ad analizzare i due casi europei, è necessario richiamare brevemente una vicenda verificatasi in Australia che permette di comprendere come la stipulazione di derivati azionari possa influire negativamente su un'offerta pubblica di acquisto in corso.

L'analisi della sentenza richiederebbe la considerazione di profili complessi attinenti alla possibilità di impugnare giudizialmente una decisione di un organo amministrativo come il Takeovers Panel, problema che tuttavia non rientra negli scopi di questo lavoro<sup>394</sup>. Ci si limiterà, pertanto, a fornire un breve quadro dei fatti

---

<sup>391</sup> In tal senso G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Trasparenza: When should Substance Prevail?*, cit., p. 1814 ss; e H. T. C. HU and B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, pp. 836-837, i quali, rispetto al caso neozelandese, affermano che "Perry held long equity swaps in Rubicon shares to achieve economic ownership without formal voting power, which would have triggered disclosure. At the same time, Perry retained de facto voting rights exercisable at Perry's discretion, because it could return to the investment banks at any time and unwind the swap".

<sup>392</sup> *Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2004] (C.A.), 1 N.Z.L.R., 731, paragrafi 74-75.

<sup>393</sup> G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Trasparenza: When should Substance Prevail?*, cit., p. 1803 ss.

<sup>394</sup> Si rimanda per completezza a E. ARMSON, *The Australian Takeover Panel and Judicial Review of its Decisions*, in 26 *Adel. L. Rev.*, 2005, p. 327 ss.

rilevanti ed un commento della sentenza della Federal Court del 2006 che ha rovesciato quanto disposto dal Takeovers Panel in sede di revisione di una sua precedente decisione<sup>395</sup>.

Nel 2005 la società australiana Centennial lanciò un'offerta pubblica di acquisto amichevole su un'altra società australiana, la Austral Coal. Contestualmente, la Glencore International acquistò una partecipazione pari al 4,99% in Austral Coal (giusto al di sotto della soglia prevista per la comunicazione di partecipazioni rilevanti) e concluse una serie di *equity swaps* con due banche d'investimento fino a detenere un interesse economico (esclusa la partecipazione diretta) pari al 7,4%. Soltanto due settimane dopo aver acquistato la partecipazione e concluso i contratti derivati, Glencore rese noto al mercato il suo complessivo interesse economico superiore al 10%, senza tuttavia essere tenuta a farlo poiché le norme australiane sulla *disclosure* incentravano la pubblicità delle partecipazioni rilevanti esclusivamente sul diritto di voto<sup>396</sup>.

Centennial non fu quindi in grado di superare la soglia del 90% che le avrebbe permesso di poter acquistare le partecipazioni restanti (c.d. *squeeze out*) proprio perché Glencore era riuscita a creare un “blocco” di azioni che non potevano essere acquistate ed infatti anche le due banche controparti degli *equity swaps*, che avevano acquistato le azioni in copertura, si rifiutavano di alienare la partecipazione a Centennial.

La decisione del Takeovers Panel, anche quella in sede di revisione, è andata nel senso di riconoscere che la condotta di Glencore ha costituito una “*unacceptable circumstance*” ai sensi della *section 657A(2)* del Corporation Act australiano. Sulla base di questa dichiarazione il Panel ha preso una serie di

---

<sup>395</sup> La scansione temporale delle decisioni è la seguente: 1) decisione del Takeovers Panel, denominata Takeovers Panel (2005) *In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(R), ATP 16, 20 July; 2) decisione della Federal Court, denominata *Glencore International AG & Anor v Takeovers Panel & Ors* [2005] FCA 1290; 3) nuova decisione del Takeovers Panel denominata Takeovers Panel (2005) *In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(RR), ATP 20, 15 November; ed infine 4) nuova decisione della Federal Court, denominata *Glencore International AG (ACN 114 271 055) v Takeovers Panel* [2006] FCA 274.

<sup>396</sup> Si veda il comunicato di Glencore contenuto in Takeovers Panel (2005) *In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(RR), ATP 20, 15 November, para. 53; la società afferma, infatti, che “[i]n addition Glencore announces that it has entered into a number of cash settled equity swap agreements with well regarded investment banks. Glencore has no legal obligation to disclose these swap arrangements but it does so to assist the market. In aggregate, these swaps relate to approximately 7.4 per cent of the ordinary shares in Austral. Glencore is currently considering its position in relation to Austral and the takeover bid made for Austral by Centennial Coal Company Limited. In this regard, Glencore is assessing a number of options. These options include, but are not limited to, the possibility of a cash takeover bid being made for Austral by a party other than Centennial”.

provvedimenti contro Glencore, fra cui quello di compensare gli azionisti che avevano venduto le loro azioni fra il momento in cui Glencore superava il 5% (dell'interesse economico complessivo) e la comunicazione al mercato. Al di là dei profili meno interessanti, ciò che in questa sede preme sottolineare riguarda la possibilità di qualificare Glencore come un soggetto che ha un “rilevante interesse” sulle azioni di Austral Coal, pur detenendo formalmente una partecipazione inferiore alla soglia di comunicazione.

Il Takeovers Panel ha sottolineato che un *equity swap* regolato in contanti non conferisce di per sé alcun potere sulle azioni. Tuttavia, dal momento che fin dall'inizio dell'operazione era probabile che le banche avrebbero coperto la propria esposizione attraverso un acquisto delle azioni su cui insistevano i derivati e che le avrebbero detenute fino al termine dell'operazione, Glencore poteva essere considerato come un soggetto che esercitava un “controllo di fatto” sulle azioni. La situazione venutasi a creare risultava sufficientemente stabile e la parte lunga poteva fare affidamento sul fatto che la parte corta non avrebbe mai alienato le azioni prima della scadenza degli *swaps*<sup>397</sup>.

Epperò, questo “potere” negativo di cui disponeva Glencore, inteso come “potere” idoneo a prevenire l'alienazione di azioni a Centennial da parte delle banche, non era idoneo secondo il Panel ad integrare la nozione di “interesse rilevante”, uno dei presupposti per l'obbligo di comunicazione. Tuttavia, è stato sostenuto che il “potere di fatto” detenuto da Glencore integrasse gli estremi della nozione di “interesse sostanziale”<sup>398</sup>. Pertanto, Glencore avrebbe dovuto

---

<sup>397</sup> Si rimanda a Takeovers Panel (2005) *In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(RR), ATP 20, 15 November, paragrafi 182-183. Il Panel sostiene infatti che per poter essere considerato come una persona che ha un “rilevante interesse” non è necessario avere un diritto contrattuale sulle azioni, ma è sufficiente avere il “potere” di controllarne la disposizione; si legge infatti che “*Glencore and the banks argued that Glencore could not have had relevant interests in the hedge shares during the Non-disclosure Period, because it had had no contractual or proprietary rights in respect of the shares. We do not accept this argument. Relevant interest is defined in terms of power, not of rights. Subsection 608(2) is clear that power wrongfully exercised may amount to a relevant interest*”.

<sup>398</sup> Nozione complessa, la cui comprensione completa non rientra negli scopi di questa analisi. Si rimanda a Takeovers Panel (2005) *In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(RR), ATP 20, 15 November, paragrafi 233-259. In particolare, al paragrafo 256 il Panel afferma: “[w]e found above that Glencore’s swap exposure gave it a degree of de facto power to prevent the banks from disposing of the hedge shares. Although not enough to give rise to relevant interests over those shares, the banks’ economic incentive not to dispose of the shares has enabled Glencore to prevent Centennial from achieving compulsory acquisition. Glencore’s degree of control over disposal of the hedge shares and the aggregate size of Glencore’s swap exposure and its direct holding are such that it is appropriate to consider Glencore’s position as one substantial interest for the purposes of sections 602 and 657A”.

comunicare subito al mercato il proprio interesse in Austral Coal e la sua mancata comunicazione ha determinato l'insorgere di “circostanze inaccettabili” legate alla diminuzione dell'efficienza del mercato, specialmente nello stabilire il prezzo delle azioni.

Questa decisione dimostra di dare prevalenza alla situazione di fatto che si era venuta a creare e che aveva determinato il blocco di una partecipazione superiore al 10% impedendo a Centennial di acquistare il completo controllo di Austral Coal.

Tuttavia, la Federal Court ha rovesciato nel 2006 la decisione del Panel dimostrando di non accettare la soluzione per cui un “potere di fatto” di natura negativa (ovvero idoneo a bloccare la circolazione delle azioni) potesse costituire il presupposto per un obbligo di comunicazione. Il giudice Emmett ha affermato che il Panel ha sbagliato nel considerare Glencore come titolare di un “interesse sostanziale”. Quest'ultimo, infatti, riguarda un qualcosa di più rispetto ad una situazione in cui si ha la possibilità di esercitare un “potere negativo” sulle azioni acquistate in copertura, senza detenere alcun diritto contrattuale sulle azioni stesse. Per questo, la decisione del Panel “è viziata per un errore di diritto poiché il ragionamento su cui si fonda è stato basato sull'affermazione che Glencore avesse acquistato un interesse sostanziale nella società”<sup>399</sup>

#### **4. Due vicende tratte dall'esperienza europea.**

Fra le vicende di “proprietà nascosta” di azioni che si sono verificate in Europa, quelle che pongono i problemi più interessanti sono rappresentate dal caso *Schaeffler v. Continental*, che ha riguardato l'ordinamento tedesco, e dal caso *Exor/IFIL v. Consob*, che ha invece interessato l'ordinamento italiano.

Nell'analisi di queste due complesse vicende ci si concentrerà in particolar modo sugli aspetti che maggiormente interessano la descrizione dei problemi derivanti dal fenomeno della proprietà nascosta di azioni.

Peraltro, il caso *Exor/IFIL* (o caso Fiat) ha avuto anche dei risvolti penali legati alla sussistenza del reato di manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 185 del TUF che, ai fini dell'analisi del tema della “proprietà nascosta di azioni”, non

---

<sup>399</sup> Si rimanda a *Glencore International AG (ACN 114 271 055) v Takeovers Panel* [2006] FCA 274, para. 91.

verranno presi in considerazione.

#### 4.1. *Il caso Schaeffler v. Continental.*

La complessa vicenda che ha interessato due società tedesche, la Schaeffler KG e la Continental AG, permette di riflettere da un punto di vista della disciplina europea, armonizzata grazie alla Direttiva 2004/109/CE come modificata dalla Direttiva 2013/50/UE, sui problemi posti dall'utilizzo dei derivati azionari volti ad aggirare le norme sulla comunicazione di partecipazioni rilevanti.

Innanzitutto, occorre ripercorrere brevemente i fatti che hanno innescato un'indagine dell'autorità di vigilanza tedesca (la BaFin) pervenuta, come verrà osservato, a conclusioni che hanno suscitato reazioni contrastanti fra i commentatori<sup>400</sup>. Il caso in esame, quindi, non ha avuto risvolti giudiziari, come le vicende su cui ci si è già soffermati, ma è rappresentato da un semplice procedimento amministrativo svoltosi di fronte all'Autorità di vigilanza.

Il Gruppo Schaeffler, interessato a conquistare il controllo di Continental AG, una delle più grandi società quotate tedesche, aveva acquistato una partecipazione complessiva pari al 36% del capitale della società servendosi di tre diverse modalità: (i) da un lato, aveva acquistato direttamente il 2,97% di azioni; (ii) dall'altro aveva stipulato uno *swap* con regolamento in contanti su circa il 4,95% di azioni; (iii) infine aveva assunto una posizione lunga su circa il 28% di Continental grazie alla conclusione di un contratto di *equity swap* con regolamento in contanti. Nessuna di queste posizioni assunte da Schaeffler andava comunicata secondo quanto disposto dalla normativa tedesca all'epoca vigente che prevedeva due soglie di *disclosure* da considerare separatamente (ovvero senza aggregazione delle posizioni): la prima, valevole per la proprietà diretta (o indiretta), di azioni era fissata al 3%, la seconda, fissata al 5%, si applicava, invece, alle posizioni *call*, fra cui i derivati con regolamento per consegna fisica del sottostante.

Il quadro di questa disciplina è variato nel 2009 con l'entrata in vigore di una modifica al Securities Trading Act (*Gesetz über den Wertpapierhandel/*

---

<sup>400</sup> Si rimanda per commenti ed osservazioni rispetto a questa vicenda a G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When should Substance Prevail?*, cit., pp. 1805-1806; e più estesamente a D. ZETSCHE, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement?*, in *CBC-RPS* n. 0039, 2008; e ID., *Hidden Ownership in Europe: BaFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, in *10 EBO L. Rev.*, 2009, p. 115 ss.

Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) che ha previsto il calcolo congiunto fra proprietà diretta e posizioni *call*, cosicché una posizione complessiva maggiore del 5% deve essere comunicata<sup>401</sup>.

Con riferimento alla posizione lunga, derivante dalla stipulazione di un derivato azionario con regolamento in contanti, la disciplina sulla trasparenza in Germania, e più in generale in Europa, era all'epoca carente. Schaeffler, infatti, ha potuto detenere un rilevante interesse economico in Continental senza che il mercato, ma soprattutto la società, ne fossero a conoscenza. Da questo punto di vista, quindi, Schaeffler è stato, per un considerevole lasso di tempo, un *hidden owner*.

Nel suo Documento di Offerta, reso pubblico il 30 luglio 2008, Schaeffler ricostruiva la propria posizione in Continental dichiarando che dal marzo del 2008 deteneva una posizione lunga pari al 28% del capitale della società grazie ad un contratto di *equity swap* concluso con Merrill Lynch. Peraltro, anche se non pubblicamente affermato, è stato comunque ricostruito che, per coprire il suo rischio d'investimento, la banca aveva stipulato altri derivati con almeno nove controparti (tutte banche d'investimento) le quali a loro volta si erano coperte acquistando sul mercato le azioni, finendo per detenere ognuna una partecipazione del 2,99%, al di sotto quindi della soglia prevista per l'obbligo di comunicazione.

Non appena scoperto il rilevante interesse economico detenuto da Schaeffler sulle sue azioni, Continental pubblicò un comunicato in cui rifiutava l'offerta con parole particolarmente dure<sup>402</sup> sostenendo che la modalità con cui Schaeffler aveva acquistato la partecipazione complessiva del 36% fosse “illecita”<sup>403</sup>. I risultati dell'indagine compiuta dalla BaFin, tuttavia, hanno stabilito che nessun obbligo di comunicazione poteva essere imposto poiché l'*equity swap* con regolamento in contanti non garantiva di per sé la futura consegna delle azioni.

Inoltre non era neanche possibile considerare esistente fra Schaeffler e la controparte un accordo in base al quale la società avrebbe potuto acquistare le

---

<sup>401</sup> Si veda D. ZETZSCHE, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement?*, cit., p. 9.

<sup>402</sup> *Ibid.*, dove l'autore afferma che “[e]mphasizing a legal defence strategy, Continental's press release used, by the standards of corporate Germany, unusually harsh words”.

<sup>403</sup> Si veda “*Continental rejects takeover offer by the Schaeffler Group*” disponibile sul sito [http://www.contionline.com/generator/www/com/en/continental/portal/themes/ir/news\\_adhoc/archive/news/080716\\_schaeffler\\_en,version=7.html](http://www.contionline.com/generator/www/com/en/continental/portal/themes/ir/news_adhoc/archive/news/080716_schaeffler_en,version=7.html). Si legge, infatti: “[a]ccording to our analysis, the Schaeffler Group has secured access to 36 percent of the outstanding capital of Continental in an unlawful manner, with the help of derivative positions and collaborating banks”.

azioni in ogni momento, previa richiesta in tal senso. Neppure era possibile dimostrare l'esistenza di un accordo in base al quale i diritti di voto inerenti le azioni sottostanti il contratto derivato dovessero essere esercitati secondo le direttive di Schaeffler, oppure in base al quale Merrill Lynch deteneva le azioni per suo conto. D'altra parte, per le stesse ragioni nessun obbligo di offerta pubblica di acquisto poteva essere imposto a Schaeffler poiché quest'ultima non aveva superato la soglia prevista che corrispondeva al 30% dei diritti di voto<sup>404</sup>.

La decisione ha suscitato reazioni contrastanti fra la dottrina tedesca<sup>405</sup> in quanto alcuni autori hanno sostenuto che i derivati azionari con regolamento in contanti dovevano già essere considerati come rientranti nella disciplina della comunicazione di partecipazioni rilevanti, mentre altri si sono fermamente opposti a questa tesi concentrandosi, invece, sulle modifiche che *de iure condendo* potevano essere apportate per garantire una maggiore trasparenza.

Ai fini dell'analisi che si sta svolgendo, una considerazione conclusiva permette di collegare trasversalmente questa vicenda con i tre casi precedentemente discussi. Un autore ha sostenuto, infatti, che l'operazione posta in essere da Schaeffler è stata attentamente costruita per evitare violazioni della legge vigente “*ponendosi a cavallo del sottile confine che separa ciò che è legale da ciò che è illegale*”<sup>406</sup>. Tuttavia, basandosi sui fatti che emergono dalla ricostruzione della vicenda, ed interpretando più ampiamente le norme a disposizione, sarebbe stato possibile dare prevalenza alla “sostanza sulla forma”, ritenendo ad esempio che Merrill Lynch (e le altre banche) detenessero le azioni per conto di Schaeffler<sup>407</sup>. Tale circostanza andava tuttavia provata e non sembrano esservi evidenze empiriche utili per supportare tale tesi. In conclusione, è possibile affermare che il

---

<sup>404</sup> Si veda per queste considerazioni, il comunicato di BaFin del 21 agosto 2008: “*BaFin: No breach of reporting requirements identified in Continental AG takeover procedure*”, disponibile sul sito [http://www.bafin.de/nr\\_721140/SharedDocs/Mitteilungen/EN/2008/pm\\_080821\\_conti.html](http://www.bafin.de/nr_721140/SharedDocs/Mitteilungen/EN/2008/pm_080821_conti.html).

<sup>405</sup> Si veda la dottrina citata da G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Transparency: When should Substance Prevail?*, cit., pp. 1805-1806, in particolare le note 14 e 15. Per un'argomentazione organica si rimanda a D. ZETZSCHE, *Continental AG vs. Shaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement?*, cit., p. 1 ss.; e ID., *Hidden Ownership in Europe: BaFin's Decision in Shaeffler v. Continental*, p. 115 ss.

<sup>406</sup> D. ZETZSCHE, *Hidden Ownership in Europe: BaFin's Decision in Shaeffler v. Continental*, p. 141, sembrano riecheggiare, peraltro, le parole del giudice Kaplan all'inizio della sentenza CSX Corp. per cui vedi *retro*, Paragrafo 3.2.

<sup>407</sup> Ivi, pp. 139-141. L'autore cerca di dimostrare che la BaFin ha sbagliato a ritenere che le banche non detenessero nel caso di specie le azioni per conto di Shaeffler. Egli afferma, infatti, che “[w]hile the regulatory scrutiny that the Shaeffler's scheme attracted rendered it unlikely that the banks would vote in favour of Schaeffler, the banks were equally unlikely to vote against Schaeffler”.

caso Schaeffler v. Continental “ha dato colore al problema generale posto da situazioni di hidden ownership che è: la difficoltà a reperire prove”<sup>408</sup>. Pertanto, la difficoltà di dimostrare di volta in volta la sussistenza di accordi fra le controparti di derivati azionari volti a regolare l'esercizio del diritto di voto, rende particolarmente complesso affrontare il fenomeno della “proprietà nascosta”. Per tale motivo, come verrà meglio osservato, i legislatori nazionali hanno allargato nel corso degli ultimi anni e, grazie anche agli interventi a livello comunitario, stanno considerando di allargare ulteriormente, i “confini” della disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari.

#### 4.2. Il caso Exor/IFIL c. Consob.

Occorre a questo punto considerare una vicenda che si è verificata nell'ordinamento italiano e che ha dato avvio, anche in Italia, al dibattito sui problemi che gli *equity derivatives* pongono quando il sottostante è costituito da azioni di società quotate. La peculiarità di questa vicenda risiede nel fatto che la posizione lunga dell'*equity swap* è stata assunta da un azionista, più precisamente dall'azionista di maggioranza, della allora Fiat S.p.A. e non da un fondo d'investimento che volesse acquistare un'influenza significativa in relazione alla gestione della società.

In primo luogo è necessario ripercorrere i fatti alla base di questa complessa vicenda<sup>409</sup>. Nel mese di aprile 2005, Exor Group S.A. (società controllata per il 70% dalla Giovanni Agnelli S.p.A. ed al 30% da Ifil S.p.A., che era la controllante di Fiat S.p.A.) stipulò con Merrill Lynch un contratto di *equity swap* su

---

<sup>408</sup> Ivi, p. 141.

<sup>409</sup> Per un commento della vicenda si rimanda a G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., pp. 663-665; a L. CURRAN e F. TURITTO, *FIAT/IFIL: The Securities Law Implications for Equity Derivatives*, in *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, 2006, p. 298 ss.; si vedano poi R. CEREDI, *Se il mercato non ha notizie*, del 19/02/2007, disponibile sul sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2586-351.html> e S. BRAGANTINI ( e replica di G. GABETTI), *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, del 25/09/2005, disponibile sul sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1756.html>. Più di recente si vedano i contributi di V. LEMMA, *"Fiat Equity Swap": comunicazioni al pubblico e responsabilità dell'autorità di vigilanza*, in *Mondo Bancario*, 2008, p. 43 ss., e di G. FERRARINI, *Equity Derivatives and Trasparenza: When should Substance Prevail?*, cit., pp. 1816-1819. Si può, inoltre, fare riferimento alle Delibere Consob n. 15760, del 9 febbraio 2007; n. 16068, del 1 agosto 2007; e n. 16248, del 1 dicembre 2007 tutte e tre disponibili sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it). Le sanzioni irrogate dall'autorità amministrativa sono state confermate, anche se in misura ridotta, da App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.*, 2008, 9, p. 1103 ss con commento di F. SPORTA CAPUTI, p. 1111 ss. La Corte di Cassazione ha successivamente rigettato il ricorso confermando la sentenza della Corte d'Appello, si rimanda a Cass. Sez. Un. civili, n. 20935, 20936, 20937, 20938, 20939, del 30 settembre 2009.

una partecipazione pari a circa l'8% del capitale sociale di Fiat S.p.A. Il contratto era a condizioni usuali e prevedeva un regolamento in contanti e non imponeva, come invece è stato sostenuto<sup>410</sup>, alcun obbligo formale per Merrill Lynch di acquistare le azioni sul mercato. Tuttavia, la banca d'investimento coprì la propria esposizione acquistando le azioni sul mercato e comunicò alla Consob il superamento della soglia del 2%, stando però attenta a non superare l'ulteriore soglia del 5% che avrebbe richiesto un'ulteriore comunicazione. Il 3% rimanente, infatti, è stato suddiviso fra altre controparti alle quali Merrill Lynch aveva trasferito un quota di rischio assunta con l'*equity swap*<sup>411</sup>.

Le ragioni che hanno spinto il gruppo Fiat a stipulare un contratto derivato sono da ravvisarsi nel fatto che a settembre 2005 sarebbe scaduto un prestito concesso dalle banche le cui condizioni prevedevano che, alla scadenza, in luogo del rimborso in contanti, la società potesse deliberare un aumento di capitale e convertire il prestito con sottoscrizione riservata alle stesse banche<sup>412</sup>. Poiché la situazione finanziaria della società non permetteva il rimborso in contanti del prestito, si delineava all'orizzonte la possibilità che le banche, complessivamente considerate, grazie al convertendo, acquistassero una partecipazione pari a circa il 27% del capitale di Fiat S.p.A., mentre la posizione della famiglia Agnelli (tramite la Giovanni Agnelli S.p.A e la Ifil S.p.A.) si sarebbe "diluita" passando dal 30% a circa il 26% del capitale sociale<sup>413</sup>. Il socio di maggioranza avrebbe pertanto perso il controllo della società.

A fronte di questa giustificazione sostanziale, la Ifil e la Exor hanno cercato di fornire ragioni diverse per spiegare il motivo della stipulazione del contratto di *equity swap*. In particolare, è stato sostenuto che l'andamento particolarmente negativo del titolo Fiat durante il 2005, con una quotazione ben al di sotto del suo

---

<sup>410</sup> Cfr. R. CEREDI, *Se il mercato non ha notizie*, cit.

<sup>411</sup> Si veda App. Torino del 23 gennaio 2008, cit., in cui si afferma che Merrill Lynch si è "preoccupata di concludere alcuni equity swaps di copertura con ING e CAIL. Ed infatti, la prima ha stipulato con tali due società, individuate quali controparti amiche [...], da cui ottenere la restituzione dei titoli da esse acquistati [...], quattro equity swaps di segno contrario e con modalità tali [...] da rimanere costantemente al di sotto della soglia comportante l'obbligo informativo per partecipazioni rilevanti, prescritto dall'art. 120 D.lgs. 58/98: e ciò proprio per evitare ogni comunicazione, atteso il convenuto obbligo di riservatezza". La Corte fa riferimento al fatto che Merrill Lynch ha trasferito su altri istituti parte del rischio assunto attraverso la stipulazione di derivati di segno opposto, proprio per evitare di dover comunicare il superamento della seconda soglia prevista dal TUF (5%).

<sup>412</sup> In tal senso F. SPORTA CAPUTI, *op. cit.*, p. 1111. Grazie alla conversione il debito di Fiat si sarebbe estinto per compensazione con il credito che la stessa società poteva vantare nei confronti delle banche rispetto alle azioni di nuova emissione.

<sup>413</sup> Ibid.

valore nominale, aveva fatto intravedere ad Exor, società del gruppo che aveva il compito di gestire investimenti *cash* in prodotti finanziari, una possibilità di profitto concretizzatasi nel contratto stipulato con la banca d'investimento americana<sup>414</sup>.

Tuttavia, se all'inizio dell'operazione è stato negato qualsiasi obiettivo diverso rispetto a finalità di natura prevalentemente finanziaria, i vertici del gruppo non negano che quantomeno a partire da un certo momento si sia avvertita la necessità di variare la modalità inizialmente prevista per la regolazione del contratto e propendere per una consegna fisica delle azioni alla scadenza da Merrill Lynch ad Exor, che poi a sua volta le avrebbe vendute ad Ifil<sup>415</sup>.

Il risultato dell'operazione è stato quello di consentire alla famiglia Agnelli di mantenere invariata la propria partecipazione in Fiat e, soprattutto, senza superare in nessun momento la soglia del 30% all'epoca prevista per lo scattare dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto. Viene, infatti, espressamente affermato da uno dei principali vertici della società, che durante una riunione le parti convennero circa l'importanza del fatto che *“il Gruppo Agnelli trovasse il modo di mantenere invariata la sua posizione di azionista di riferimento della Fiat. Si trattava però di comprendere bene come ciò fosse stato possibile senza dover far ricorso ad un'OPA, da escludersi perché troppo impegnativa”*<sup>416</sup>. Tuttavia, i dirigenti coinvolti nell'operazione sostengono che la prospettiva di un'operazione che consentisse alla famiglia Agnelli di mantenere invariata la propria partecipazione in Fiat, si concretizzò soltanto in un momento successivo rispetto a quello della conclusione dell'*equity swap*. Pertanto, quando la Consob chiese informazioni ad Ifil circa gli “strani” movimenti borsistici<sup>417</sup> che riguardavano il titolo della società torinese, nessuno sapeva niente di ciò che stava avvenendo sul mercato<sup>418</sup>. In realtà, le oscillazioni del titolo fra la primavera e

---

<sup>414</sup> In tal senso la risposta di G. GABETTI all'articolo di S. BRAGANTINI, *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, cit.

<sup>415</sup> Occorre tenere in considerazione una circostanza particolarmente rilevante: ai tempi dell'operazione infatti, Gianluigi Gabetti era sia il presidente di Exor che il presidente di Ifil.

<sup>416</sup> Così G. GABETTI, cit.

<sup>417</sup> Come si legge nella sentenza della Corte d'Appello di Torino del 23 gennaio 2008, cit., la richiesta di comunicazioni da parte di Consob ha avuto *“in riferimento ai movimenti di mercato ed alle notizie di stampa sopra illustrati, un duplice oggetto: da una parte, le informazioni ed ogni notizia utile a spiegare l'andamento delle quotazioni e dei rilevanti volumi di azioni Fiat scambiati e, dall'altra, le eventuali iniziative intraprese o allo studio, in relazione alla prossima scadenza del prestito convertendo”*.

<sup>418</sup> *Ibid.*, dove si legge: *“[d]a tutto ciò dovrebbe risultare evidente che solo allora prese corpo un vero progetto, poiché solo allora si verificarono le condizioni necessarie a dare vita a qualsiasi progetto: concretezza e fattibilità, non ancora realizzatesi al momento della richiesta posta da*

l'estate del 2005 erano legate all'acquisto di ingenti quantità di azioni da parte di Merrill Lynch per coprire la propria esposizione, secondo un piano consegnato insieme ai vertici delle società coinvolte.

Le condizioni del contratto di *equity swap* sono state variate più volte da Exor e Merrill Lynch fino a concretarsi nella scelta di un regolamento per contanti con possibilità di mutamento in regolamento per consegna fisica, previo consenso delle parti<sup>419</sup>. Attraverso questo sistema Ifil è riuscita mantenere invariata la propria partecipazione in Fiat, senza essere soggetta ad alcun obbligo di comunicazione e senza mai superare la soglia prevista per lo scattare dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. L'operazione è quindi servita a mantenere la posizione di potere che non è risultata diluita in seguito all'esercizio del convertendo da parte delle banche.

La sentenza del 23 gennaio 2008 della Corte d'Appello di Torino è molto chiara nell'esposizione dei fatti e nella presentazione delle conclusioni cui perviene il giudice. Peraltro, la sentenza contiene una dettagliata analisi della fattispecie dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato di cui all'art. 187-ter del TUF<sup>420</sup> ed affronta altresì taluni aspetti legati alla disciplina del procedimento sanzionatorio di fronte alla Consob che non rientrano, tuttavia, negli scopi di questo lavoro<sup>421</sup>.

In particolare, oggetto di analisi da parte della Corte è stato il comunicato stampa pubblicato da Ifil e dalla Giovanni Agnelli & C. S.a.p.A., su richiesta della Consob ex art. 114, comma 5, del TUF, in cui le due società dichiaravano di non

---

*Consob che – ripeto – erano comunque riferite a movimenti borsistici ai quali eravamo del tutto estranei (ripetiamo che l'ultimo intervento sul mercato risale al giugno). Una volta che Exor ottenne il consenso di Merrill Lynch, IFIL fu coinvolta nell'operazione e l'8 settembre decise di avvalersi del Dott. Braggiotti in qualità di advisor”.*

<sup>419</sup> Si veda App. Torino, del 23 gennaio 2008, cit.

<sup>420</sup> Su quest'ultimo punto si veda il Comunicato Consob, del 7 febbraio 2007, reperibile sul Notiziario settimanale della Consob n. 7 del 13 febbraio 2007, sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it). Peraltro, l'Autorità di vigilanza aveva irrogato sanzioni ad Ifil e ad alcuni dirigenti contestandole l'illecito amministrativo di “manipolazione del mercato” (nella forma del comunicato stampa decettivo) ai sensi dell'art. 187-ter del TUF, per cui si rimanda alla Delibera Consob n. 15760, del 9 febbraio 2007; un'ulteriore sanzione è stata irrogata ad Exor e ad alcuni dirigenti per cui si veda la Delibera Consob n. 16068, del 1 agosto 2007.

<sup>421</sup> Per un'analisi di tali questioni si rinvia a F. SPORTA CAPUTI, *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Società*, 2008, p. 1111 ss; V. LEMMA, *op. cit.*, p. 43 ss. La Corte di Appello di Torino con la sentenza del 23 gennaio 2008 si è pronunciata, inoltre, anche in merito al rapporto intercorrente fra il procedimento penale ex art. 185 del TUF ed il procedimento amministrativo ex art. 187-ter del TUF concludendo che tra le due norme non vi è un rapporto di concorso apparente, bensì di interferenza. Pertanto, sotto il profilo sanzionatorio non rileva la specialità della sanzione penale, con eliminazione della sanzione amministrativa (che ha natura generale), ma occorre procedere al cumulo delle due sanzioni.

aver avuto alcuna informazione in merito all'andamento del titolo e alla quantità di scambi che si stava registrando in borsa e affermavano altresì che non era allo studio alcun progetto volto a consentire alla Ifil di mantenere il controllo della Fiat con una partecipazione superiore al 30%. Consob ha irrogato le proprie sanzioni (le quali sono state confermate dalla Corte di Appello di Torino) sulla base del rilievo per cui i comunicati stampa diffusi in data 23 agosto 2005 avevano in realtà un contenuto falso o fuorviante perché non rispondevano alle evidenze probatorie dell'Autorità. A tal proposito il giudice ha notato che è sufficiente ad integrare l'illecito amministrativo della manipolazione di mercato la mera potenzialità decettiva del mercato (mediante comportamenti tenuti da un soggetto che, nel caso di specie, erano costituiti nella diffusione di un comunicato contenente notizie false o fuorvianti). Ove la decettività potenziale del comportamento può tradursi nella possibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario all'illecito amministrativo si accompagna anche l'illecito penale di cui all'art. 185 del TUF. In dottrina è stato notato che nel caso di specie, *“l'interazione tra i comportamenti (omissivi ed opportunistici) concretamente tenuti dai soggetti sanzionati ed il pluralismo degli interessi coinvolti assurge ad elemento catalizzatore dell'azione di vigilanza. Quest'ultima viene interpretata dalla Corte come un intervento volto a sancire il primato degli aspetti oggettivi e collettivi (o meglio, della massimizzazione del benessere sociale), donde il conseguimento di un risultato giudiziale che propende per il superamento di singole posizioni (ancorché funzionali alla protezione di importanti imprese del nostro capitalismo industriale) al fine di salvaguardare l'ordinato funzionamento del mercato”*<sup>422</sup>.

---

<sup>422</sup> V. LEMMA, *op. cit.*, p. 44.

## SEZIONE II LA DISCIPLINA APPLICABILE

SOMMARIO: *1. Introduzione - 2. Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti - 2.1. Il quadro normativo antecedente al 2011 - 2.2. Le modifiche apportate nel settembre 2011 - 2.3. Possibili riforme della disciplina in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti - 2.3.1. La Direttiva 2013/50/UE - 2.3.2. L'attuazione in Italia - 2.3. Il trattamento degli strumenti finanziari derivati nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto - 2.3.1. Gli obiettivi delle modifiche introdotte nel 2011 - 2.3.2. Analisi delle norme rilevanti del Regolamento Emittenti*

### **1. Introduzione.**

Le complesse vicende che sono state descritte nella Precedente Sezione I, pur nelle diversità che le caratterizzano, sono accomunate da un elemento fondamentale: riguardano operazioni in cui l'utilizzo di derivati azionari ha permesso di “dissociare” la partecipazione azionaria, con il risultato che ad un soggetto è stato attribuito il solo interesse economico relativo alla azioni mentre il diritto di voto era esercitabile da un altro soggetto. In virtù di tale situazione, sussiste il rischio che si determinino aggiramenti della disciplina prevista per la comunicazione di partecipazioni rilevanti e della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

Tale fenomeno non è vietato di per sé dall'ordinamento che, come abbiamo visto<sup>423</sup>, riconosce, a seguito dell'introduzione del sistema della *record date*, la possibilità che a votare in assemblea sia un *ex* socio il quale ha ormai trasferito la titolarità delle proprie azioni. L'*empty voting* è quindi una situazione neutra e che può passare inosservata purché non integri un'ipotesi di conflitto di interesse, nei limiti quindi dell'art. 2373 del codice civile.

Peraltro, la discussione sul fenomeno della proprietà nascosta di azioni ha messo in luce come talvolta sia possibile, passando attraverso un'attribuzione separata del diritto di voto e della proprietà economica delle azioni, creare situazioni in cui un soggetto può tramutare la propria posizione, che gli attribuisce il rischio senza potere, in una situazione in cui egli si riappropria del potere

---

<sup>423</sup> Vedi retro Capitolo I, Sezione II e Capitolo II.

(influenzando l'esercizio del voto) senza che il mercato venga a conoscenza dell'operazione.

La dottrina italiana riconosce tradizionalmente l'esistenza di una correlazione positiva fra diffusione di informazioni e regolare ed efficiente funzionamento del mercato<sup>424</sup>. Molto efficacemente il rapporto fra informazione, e quindi trasparenza, ed efficienza è stato riassunto in questi termini: i sistemi di organizzazione del mercato e le regole poste a tutela del suo funzionamento costituiscono il mezzo attraverso il quale conseguire il fine rappresentato dall'efficienza. Per tale motivo la predisposizione di norme che sanzionino gli abusi d'informazioni privilegiate, o gli occultamenti di informazioni rilevanti, e che ostacolino la manipolazione del mercato costituisce un presupposto imprescindibile in ogni sistema economico<sup>425</sup>.

Un recente studio ha cercato di dimostrare la correlazione positiva che intercorre fra regole concernenti la diffusione di informazioni sugli assetti proprietari, *market efficiency*, e funzionamento dei sistemi di *corporate governance*<sup>426</sup>. Gli obblighi di *disclosure*, infatti, permettono di aumentare l'efficienza complessiva del mercato attraverso la trasparenza dell'allocazione dei diritti di voto e di ogni suo cambiamento.

Questo permette agli operatori di valutare meglio le opportunità del loro investimento<sup>427</sup>. Gli stessi obblighi, inoltre, hanno un'influenza positiva anche sul

---

<sup>424</sup> Si veda ad esempio, M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Cedam, Padova, 2002, p. 65 ss. Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti hanno avuto origine nel Regno Unito che, per primo, adottò una disciplina di tali aspetti nel Companies Act del 1967 il cui scopo era quello di consentire al mercato di avere indicazioni in relazione a coloro i quali controllavano una società quotata in tal modo evitando che si potesse assumere il controllo di nascosto. Tali obblighi furono introdotti nel 1968 anche nell'ordinamento americano con l'emanazione del già richiamato Williams Act che modificò il Securities and Exchange Act. Per maggiori informazioni circa la storia della disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nel nostro ordinamento si v. P. GIUDICI, *Commento sub art. 120*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Utet, Torino, 2012, pp. 1618-1620.

<sup>425</sup> In tal senso V. LEMMA, *op. cit.*, p. 44. L'autore afferma infatti che il sistema normativo deve "garantire la coesistenza di soggetti portatori di istanze differenti (i.e. finanziamento dell'impresa, attività di intermediazione e gestione del risparmio) che, proprio in ragione dei caratteri funzionali delle proprie diversità, debbono essere coordinati verso obiettivi di efficienza allocativa ed equità distributiva."

<sup>426</sup> Cfr. M. C. SCHOUTEN, *The Case for mandatory Ownership Disclosure*, 15 *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 2010, p. 127 ss.

<sup>427</sup> Si vedano M. B. FOX, R. MORCK, B. YEUNG and A. DURNEV, *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: the New Evidence*, in 102 *Mich. L. Rev.*, 2003, p. 331 ss. A p. 342 gli autori affermano, infatti, che "in the absence of regulation, the existence of externalities will result in market failure whereby too little information will be incorporated into share prices. Implicit in this position is the belief that mandatory disclosure rules results in meaningful issuer disclosures that would otherwise not be forthcoming and that these disclosures add to share

funzionamento del sistema di *corporate governance* facilitando, specie nelle società ad azionariato diffuso, il mercato del controllo e garantendo così maggiore accortezza nella gestione da parte del *management*<sup>428</sup>.

A favore dell'impostazione appena delineata vi è poi un forte argomento che deriva dall'interpretazione delle norme che dal 1988<sup>429</sup> sono state introdotte a livello europeo per armonizzare la disciplina delle comunicazioni legate alla circolazione di partecipazioni rilevanti di emittenti quotati. La Direttiva 2004/109/CE afferma al primo considerando che “[m]ercati mobiliari efficienti, trasparenti ed integrati contribuiscono a creare un reale mercato unico nella Comunità e stimolano la crescita e la creazione di occupazione grazie ad una migliore allocazione del capitale e ad una riduzione dei costi. La comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive sugli emittenti di valori mobiliari consolida la fiducia degli investitori e consente una valutazione informata dei risultati economici e degli attivi di tali emittenti. Ciò rafforza sia la protezione degli investitori sia l'efficienza del mercato”. Per il perseguimento di questo fine si richiede alle società la garanzia di un livello di trasparenza adeguato, grazie ad un regolare flusso d'informazioni. Le successive disposizioni della Direttiva vanno lette conformemente a tale macro-finalità.

Lo scopo della presente Sezione è quello di analizzare il quadro normativo che regola, da un lato, la disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti e, dall'altro lato, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto per sottolineare come vi sia stata una evoluzione della disciplina applicabile nel nostro ordinamento grazie ad un importante ruolo giocato dalla Consob nell'aggiornare le disposizioni del Regolamento Emittenti. In tale contesto, si cercherà, inoltre, di dare atto delle modifiche introdotte a livello europeo con l'approvazione della Direttiva 2013/50/UE che modifica la Direttiva 2004/109/CE, evidenziando al contempo lo stato di attuazione di tali norme nel nostro ordinamento.

Mette conto anticipare che la disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti è contenuta nell'art. 120 del TUF e negli artt. da 116-

---

*price accuracy*”.

<sup>428</sup> Si rimanda a M. C. SCHOUTEN, *op. cit.*, p. 127 ss. L'autore afferma che uno studio della FSA (Financial Services Authority, l'Autorità di vigilanza inglese) ha dimostrato che “*by minimizing toeholds and providing information on impending takeovers, ownership disclosure should improve the contestability on the market for takeovers. This suggests that ownership disclosure can be a valuable mechanism to improve corporate governance*”.

<sup>429</sup> Con la Direttiva 1988/627/EEC sulle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della vendita di una partecipazione importante di una società quotata in borsa.

*terdecies* a 122-bis del Regolamento Emittenti. La disciplina si applica in relazione alle partecipazioni detenute in società quotate da parte di persone fisiche o giuridiche (sia di diritto privato che di diritto pubblico), enti privi di personalità, patrimoni autonomi quali fondi comuni di investimento e fondi pensione, senza che rilevi la nazionalità del dichiarante<sup>430</sup>. La disciplina trova altresì applicazione in relazione alle azioni proprie detenute da un emittente quotato.

## **2. *Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti***

### **2.1. *Il quadro normativo antecedente al 2011.***

L'art. 9 della Direttiva 2004/109/CE (Direttiva Transparency) disciplina gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti stabilendo le soglie al superamento delle quali scatta l'obbligo di notifica e i casi in relazione ai quali sussiste una esenzione per il soggetto che si trova a superare una delle soglie rilevanti. L'art. 13 della medesima Direttiva prescrive, invece, che gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al capitale di un emittente quotato si applicano non soltanto alle "partecipazioni effettive", ma anche alle "partecipazioni potenziali" in acquisto con consegna fisica del sottostante<sup>431</sup>.

Il processo di recepimento in Italia della Direttiva Transparency si è sostanzialmente concluso con l'emanazione della delibera Consob n. 16850 del 1 aprile 2009 con cui la Commissione ha approvato, tra l'altro, talune modifiche al Regolamento Emittenti, in attuazione del D.lgs. n. 195/2007.

L'intervento del legislatore europeo si inquadra nell'ambito di quegli interventi ad armonizzazione minima che lasciano, dunque, ampio margine al

---

<sup>430</sup> L'art. 1 del D.lgs. n. 184 dell'11 ottobre 2012 ha abrogato il comma 3 dell'art. 120 del TUF che disciplinava gli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni superiori al 10% detenute da un emittente azioni quotate nel capitale sociale di una società con azioni non quotate o di una società a responsabilità limitata.

<sup>431</sup> La norma parla di "*detenzione da parte di una persona fisica o giuridica di strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisire, su iniziativa esclusiva del possessore in virtù di un accordo formale, azioni di un emittente, già emesse, che conferiscono diritti di voto*". Proprio la disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni potenziali costituisce una novità della Direttiva Transparency che la differenzia rispetto alle due precedenti Direttive che si erano occupate del tema (la Direttiva 88/627/CEE e, successivamente, la Direttiva 2001/34/CE, che per la verità già conteneva taluni spunti in tal senso). Per un commento al sistema normativo vigente sino al 2011, si v. F. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 584 ss. e I. PORCHIA e L. A. LO PO', *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Società*, 2012, 6, pp. 678-679.

legislatore nazionale di ciascuno Stato membro di recepire le norme comunitarie adattandole all'ordinamento interno in cui le stesse sono chiamate ad operare, scegliendo fra le diverse opzioni lasciate aperte dal legislatore europeo<sup>432</sup>.

Come anticipato dunque la normativa europea e, di conseguenza, la normativa italiana di attuazione ruotavano intorno alla duplice definizione di "partecipazioni effettive", da un lato, e "partecipazioni potenziali", dall'altro lato.

Quanto alle prime, il combinato disposto degli artt. 120 del TUF e 118 del Regolamento Emittenti prevedevano che gli obblighi di comunicazione si applicassero a coloro i quali partecipavano in una società quotata in misura superiore al 2% delle azioni con diritto di voto o la cui partecipazione si fosse ridotta al di sotto di tale soglia. Erano, inoltre, previste ulteriori soglie che determinavano lo scattare degli obblighi di comunicazione in un intervallo compreso tra il 5% e il 95%. Inoltre, in conformità a quanto previsto dall'art. 10 della Direttiva Transparency, gli obblighi di comunicazione dovevano intendersi estesi anche in relazione alle azioni delle quali un soggetto sia titolare sebbene il relativo diritto di voto spetti a soggetti diversi (*i.e.*, in caso di pegno, usufrutto, deposito, delega, trasferimento del voto, prestito titoli o riporto – nel qual caso l'obbligo di comunicazione ricade su entrambi i soggetti, ossia prestatore e riportato e prestatario e riportatore, interposizione di persona, intestazione fiduciaria<sup>433</sup>, azioni detenute per il tramite di società controllate).

Con riferimento alle partecipazioni potenziali, il legislatore europeo aveva previsto due opzioni per dare attuazione alla relativa normativa. I legislatori nazionali potevano: (i) considerare gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni potenziali in connessione con gli obblighi previsti per le partecipazioni effettive finendo per introdurre una disciplina (e relativi criteri di calcolo) comune; (ii) dare alla disciplina delle partecipazioni potenziali una rilevanza autonoma dando vita, pertanto *“ad un insieme di regole che, pur rispondendo a finalità perfettamente allineate a quella della disciplina di base,*

---

<sup>432</sup> F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 586. L'Autore nota peraltro come il tema delle partecipazioni potenziali *“ha implicazioni che vanno al di là del puro e semplice profilo dell'individuazione del “perimetro” degli obblighi di comunicazione, e si intreccia con quello dei rapporti che intercorrono tra detenzione di partecipazione e diritti di voto; disponibilità di diritti di voto e governance degli emittenti quotati; partecipazioni rilevanti e disciplina dell'Opa obbligatoria”*.

<sup>433</sup> Rispetto a cui si v. comunque la delibera Consob n. 18124 del 9 maggio 2012 che, nell'ottica di semplificare gli obblighi di comunicazione in capo alle società fiduciarie, ha limitato gli stessi alle ipotesi in cui il fiduciario possa esercitare discrezionalmente il diritto di voto in relazione alle azioni che siano oggetto di intestazione.

*configurano obblighi di disclosure, e modalità di adempimento, in qualche modo autonomi*”<sup>434</sup>.

La Consob<sup>435</sup> aveva scelto la seconda opzione dando vita ad un corpo di regole che hanno disciplinato in modo autonomo gli obblighi di comunicazione relativi alle “partecipazioni effettive” e gli obblighi di comunicazione relativi alle “partecipazioni potenziali”, soggette alle medesime soglie di rilevanza. La definizione di “partecipazione potenziale” contenuta nell’art. 116-*terdecies* del Regolamento Emittenti era, a sua volta, suddivisa nelle due definizioni di “partecipazione potenziale in vendita” (posizioni corte) e “partecipazione potenziale in acquisto” (posizioni lunghe), fermo restando che le “partecipazioni potenziali in vendita” assumono rilevanza soltanto nella misura in cui si riferiscano ad un soggetto che già detiene “partecipazioni effettive” o “partecipazioni potenziali in acquisto”. In altri termini, esse rilevano al solo fine di calcolare la posizione “netta” di un determinato soggetto che sia titolare tanto di posizioni lunghe quanto di posizioni corte<sup>436</sup>.

Al fine di poter considerare sussistente una “partecipazione potenziale” occorre verificare la sussistenza dei seguenti elementi: (i) le azioni, prese come riferimento per il computo delle soglie, dovevano rappresentare il sottostante di uno strumento finanziario; (ii) lo strumento finanziario doveva prevedere, a favore del suo titolare, o il diritto incondizionato di acquistare o vendere le azioni sottostanti o la discrezionalità di acquistare o vendere tali azioni; (iii) tali diritti dovevano derivare da un “accordo giuridicamente vincolante”<sup>437</sup>.

---

<sup>434</sup> *Ibid.* L’Autore nota come seguendo la prima opzione, il superamento delle soglie avviene sostanzialmente sommando le due voci (partecipazioni effettive e partecipazioni potenziali), mentre seguendo la seconda opzione le due ipotesi finiscono per assumere rilevanza autonoma ai fini del calcolo delle relative soglie. Entrambe le opzioni hanno dei lati negativi: la prima non consente di distinguere, a livello informativo, le partecipazioni già detenute da quelle potenzialmente acquistabili; la seconda, può ridurre nella sostanza la soglia che fa scattare l’obbligo di comunicazione sebbene, in tal caso, al superamento delle soglie vi potranno essere due comunicazioni che spetterà al mercato di interpretare leggendole in maniera unitaria.

<sup>435</sup> Mette conto notare che il potere regolamentare della Consob in tale ambito deriva dall’art. 120, comma 4, del TUF in un’ottica di *deregulation* che attribuisce alla Consob, tra l’altro, il potere di stabilire con regolamento “*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*” (lett. *d-ter*).

<sup>436</sup> Ciò sull’assunto che le posizioni corte (che non fossero ricollegate a posizioni lunghe) erano estranee alle finalità della Direttiva Transparency, cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 587; I. PORCHIA e L. A. LO PO’, *op. cit.*, p. 679 secondo cui “[r]estava peraltro ferma la maggiore rilevanza della trasparenza delle partecipazioni potenziali in acquisto che sono effettivamente in grado di influenzare la distribuzione dei diritti di voto e, conseguentemente, gli assetti proprietari dell’emittente quotato”.

<sup>437</sup> F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 587, secondo cui tale formulazione valeva ad escludere da tali ipotesi i cosiddetti “contratti a termine” in cui le azioni erano l’oggetto stesso del contratto e non ne

Nel quadro appena delineato si inserisce un *Position Paper* della Consob, dell'8 ottobre 2009, in tema di trasparenza proprietaria sulle operazioni in derivati *cash settled*. Il tema principale del documento concerne un possibile ripensamento della disciplina all'epoca vigente in Italia che, come descritto poc'anzi, stabiliva che dovessero essere considerati, ai fini della determinazione degli obblighi di comunicazione, i soli contratti derivati che prevedano o comunque potevano consentire la consegna fisica del sottostante (azioni di società quotate) rimanendo del tutto esclusi i derivati *cash settled*.

Nel *Position Paper*, l'Autorità di vigilanza ha affermato che, stante il crescente utilizzo di derivati azionari per dissociare la partecipazione azionaria e stante il fatto che non vi è accordo sulla presunta efficienza di tale fenomeno, “i regolatori dei principali paesi stanno valutando l'opportunità di un intervento regolamentare che miri ad un incremento della trasparenza sul mercato, così da minimizzare i rischi che le nuove tecniche di decoupling possono porre in essere nei confronti degli investitori”<sup>438</sup>.

Il problema fondamentale evidenziato dalla Consob riguardava la divergenza nel trattamento di due operazioni con caratteristiche del tutto simili. Infatti, la trasparenza era pressoché completa per i derivati con regolamento per consegna fisica in quanto era richiesto al detentore di comunicare la partecipazione potenziale in acquisto o in vendita (sempre che, in quest'ultimo caso, il titolare avesse già una partecipazione effettiva o una partecipazione potenziale in acquisto superiore alle soglie rilevanti). Pertanto, anche la parte corta di un *equity swap physically settled* che si collochi al di sopra della soglia con la sua partecipazione effettiva (o potenziale in acquisto), avrebbe dovuto effettuare una comunicazione della sua situazione come posizione potenziale in vendita.

Non venivano, invece, considerati ai fini del raggiungimento delle soglie rilevanti i derivati con regolamento in contanti che tuttavia, vista la possibilità per le parti di modificare le condizioni contrattuali in ogni momento, potevano in sostanza creare problemi simili a quelli posti dai derivati con regolamento per consegna fisica. Peraltro, la disciplina sull'*internal dealing*<sup>439</sup> richiede ai soggetti che hanno accesso ad informazioni privilegiate, fra cui gli azionisti che detengano

---

costituivano il sottostante. In tali casi, l'obbligo di comunicazione sarebbe scattato secondo il regime delle “partecipazioni effettive” allorché il contratto a termine fosse stato regolato.

<sup>438</sup> Consob, *Position Paper*, dell'8 ottobre 2009, p. 14.

<sup>439</sup> Si veda l'art. 114 del TUF e l'art. 152-*septies* del Regolamento Emittenti.

una partecipazione maggiore al 10%, la comunicazione di operazioni aventi anche ad oggetto derivati *cash settled* collegati ad azioni dell'emittente quotato. La *ratio* di questa differenza si coglie nel fatto che tradizionalmente quest'ultima disciplina ha avuto ad oggetto, prevalentemente, le vicende coinvolgenti la proprietà economica delle azioni (e la sua circolazione), mentre la disciplina della comunicazioni di partecipazioni rilevanti ha da sempre avuto ad oggetto esclusivamente il diritto di voto.

La Consob sostiene che non tutte le operazioni in derivati azionari con regolamenti *cash settled* sono finalizzate a determinare l'acquisto del sottostante in capo alla parte lunga. Tuttavia la complessità che caratterizza questi strumenti rende impossibile stabilire un criterio *ex ante* per individuare le operazioni con finalità acquisitiva, e quindi elusiva, distinguendole da quelle che hanno invece una genuina finalità finanziaria.

Le possibilità che si prospettano sono essenzialmente due: (i) da un lato si poteva mantenere il regime vigente e risolvere, in un'ottica di *enforcement*, i casi di elusione della disciplina introducendo degli *standards*, come ad esempio quello fornito dalla Rule 13d-3(b) del Williams Act americano<sup>440</sup>, oppure servendosi di concetti già esistenti quali quello di interposizione di persona; (ii) dall'altro lato, si poteva invece introdurre un sistema "*rule-based*" che imponesse invece una disciplina generale della trasparenza anche per i derivati *cash settled*. La scelta fra "*rules*" e "*standards*" non è affatto semplice in quanto comporta la considerazione di variabili di costo difficilmente determinabili a priori. È, infatti, complesso stabilire se una modifica regolamentare "costi" di più rispetto ad un'attività di applicazione di *standards* a situazioni concrete<sup>441</sup>.

Secondo la Consob, tuttavia, l'applicazione dei concetti di interposizione di persona ed eventualmente di azione di concerto, non era idonea a risolvere il problema in quanto vi sarebbe un'ineliminabile difficoltà probatoria unita ad un'operatività necessariamente *ex post* del sistema per cui quest'ultimo finirebbe per mancare "*della tempestività necessaria a garantire costantemente un'informazione*

---

<sup>440</sup> Per cui vedi *retro*, Sezione I, Paragrafo 3.2.

<sup>441</sup> Di questo aspetto ha discusso G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit. p. 642 e più di recente ID., *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit. pp. 1819-1822. In generale si richiama L. KAPLOW, *op. cit.*, p. 557 ss, il quale afferma che "*rules cost more to promulgate, standards cost more to enforce*".

*completa e corretta al mercato*»<sup>442</sup>.

Peraltro, secondo una certa dottrina<sup>443</sup>, il concetto di interposizione di persona, contenuto nell'art. 118 del Regolamento Emittenti, sarebbe perfettamente idoneo a colpire i casi di utilizzo di derivati azionari con finalità elusive. Non rientra nelle finalità di questo lavoro un esame puntuale del concetto di interposizione di persona<sup>444</sup>. Occorre esclusivamente notare che, secondo questa dottrina, il concetto di interposizione reale di persona non va inteso “in senso tecnico-giuridico rigoroso” (cioè come la situazione in cui l'interposto assume l'obbligo di ritrasferire le azioni) ma va considerato come la situazione in cui “*malgrado la partecipazione non sia intestata ad un soggetto (né a società da questo controllata o a società fiduciaria per suo conto) questi tuttavia si trovi rispetto alla partecipazione in una situazione equivalente, e l'equivalenza va ovviamente stabilita rispetto a ciò che interessa alla disposizione: poter quindi esprimere col voto inerente alla partecipazione la sua volontà*”<sup>445</sup>. Pertanto, potrebbe sussistere un fenomeno di interposizione anche in assenza di un qualunque accordo in tal senso fra la parte lunga e la parte corta di un derivato azionario in quanto “[l]’interesse dell’intermediario (parte corta) a non tradire le attese del cliente (parte lunga) non dipende dall’esistenza di rimedi contrattuali, ma dal desiderio di mantenere una reputazione di affidabilità e prevedibilità che renda possibile la conclusione di nuovi affari del genere con lo stesso cliente o con altri

---

<sup>442</sup> *Position Paper*, 8 ottobre 2009, cit., p. 20.

<sup>443</sup> Si veda sempre G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit. pp. 654-657, e ID., *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, cit. pp. 1818-1819. Si rimanda poi alle considerazioni dello stesso autore e del prof. P. Giudici, in risposta al *Position Paper* della Consob, disponibili sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>444</sup> Per cui si rinvia a L. NANNI, *L'interposizione di persona*, Cedam, Padova, 1990, in particolare p. 171 ss; si rimanda anche a F. SCARDULLA, *Interposizione di persona*, in *Enc. Dir.*, XXII, Giuffrè, Milano, 1972, p. 143 ss. E A. LUPOI, *L'interposizione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2008, *passim*. In particolare si distinguono tradizionalmente due tipi di interposizione, l'interposizione reale di persona e l'interposizione fittizia. La prima si ha quando l'interposto assume una posizione sul piano giuridico, stipulando un contratto, che non corrisponde alla posizione che ha sul piano economico, poiché è tenuto a trasmettere i risultati di un'attività ad altri, e tuttavia l'altro contraente ignora il rapporto fra interposto ed interponente. L'interposizione fittizia si ha, invece, quando un contratto è concluso da un soggetto con un interposto, ma in sostanza, questo è concluso con una diversa persona, senza che il contraente sappia niente. Ai fini di questo lavoro è del tutto evidente come l'interposizione reale si avvicini alla situazione determinata da un contratto di *equity swap*: la parte corta assume una posizione giuridica che non corrisponde alla sua posizione economica.

<sup>445</sup> In tal senso P. FERRO LUZZI, *Art. 9, comma 1 e 2, l. 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1986, p. 433, cit. da G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, cit., p. 655.

*potenziali clienti che si trovino in posizione analoga*<sup>446</sup>.

Tuttavia, se l'obiettivo della nuova spinta verso una riconsiderazione della disciplina della trasparenza dei derivati azionari, per rispondere al fenomeno della *hidden ownership*, è anche quello di armonizzare la disciplina a livello europeo<sup>447</sup>, così aumentando le condizioni perché si possa realmente parlare di mercato comune, l'applicazione di concetti incerti e diversamente applicati nei vari ordinamenti non sembra essere la soluzione migliore<sup>448</sup>.

Occorre considerare il fatto che, mentre in Italia si discuteva circa la necessità di estendere la disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, altri Stati membri dell'Unione europea avevano deciso di estendere gli obblighi di *disclosure* anche ai derivati con regolamento in contanti. In Inghilterra, ad esempio, l'Autorità di vigilanza (Financial Services Authority, o FSA) aveva avviato già nel 2007 una consultazione sull'opportunità di alcune modifiche alla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari contenuta nelle Disclosure and Transparency Rules (DTR). Nel *Consultation Paper* veniva affermato che, sebbene la regolamentazione dei contratti derivati (in particolare dei CfD) avvenisse nella maggior parte dei casi in contanti, vi erano comunque alcuni esempi di utilizzo di tali strumenti secondo modalità elusive. In particolare, si aggiungeva che talvolta la stipulazione di CfD era finalizzata ad “*influenzare l'esercizio del voto [...] in maniera occulta, oppure a costruire rilevanti posizioni*

---

<sup>446</sup> Così, G. FERRARINI e P. GIUDICI, in risposta al *Position Paper* della Consob.

<sup>447</sup> Testimoniato anche dall'interesse dimostrato dal *Committee of European Securities Regulator*, che ha pubblicato nel 2010 un documento di consultazione che sottolinea la necessità di estendere l'ambito di applicazione del regime di *disclosure* stabilito dalla Direttiva Transparency per ricomprendere tutti gli strumenti, sia *physically* sia *cash settled*, con effetti economici simili alle azioni e agli strumenti che consentono di acquistare azioni, evitando, però, che queste misure finiscano per tradursi in un disincentivo all'utilizzo di tali contratti finanziari. Si veda CESR *Proposal to Extend Major Shareholdings Notifications to Instruments of Similar Economic Effect to Holding Shares and Entitlements to Acquire Shares*, 9 Febbraio 2010, Ref.: CESR/09-1215b, disponibile sul sito <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>448</sup> Così come non praticabile sembra la soluzione proposta da E. GIRINO, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 423 ss. L'autore sostiene che in realtà la finalizzazione all'acquisizione di una partecipazione di un derivato *cash settled*, faccia venir meno la natura derivativa dello strumento il cui oggetto (si rinvia alle considerazioni generali sui derivati contenute nel Capitolo I) è rappresentato dallo scambio di un differenziale. Secondo l'autore “[s]e [...] la funzione obiettivamente perseguita dallo strumento non è tesa alla formazione di un differenziale (sia questo ottenuto mediante un regolamento cash o una rivendita a pronti del sottostante non appena ricevuto), bensì all'acquisizione a scopo di detenzione del relativo sottostante, non diviene irragionevole supporre che il derivato in questione cessi, per ciò solo, di essere tale e la sua stipulazione dissimuli, nel senso di cui all'art. 1414 comma 2 c.c., un contratto pur lecito ma avente una funzione diversa (acquisitiva e non già, o non più, in senso stretto finanziaria)”.

*lunghe nella società, ancora senza incorrere in obblighi di comunicazione*”<sup>449</sup>.

La FSA aveva proposto due possibili soluzioni: da un lato si ipotizzava l'introduzione di una “trasparenza selettiva”, ovvero, secondo la terminologia inglese, di un *safe harbour* tale per cui i soli derivati con regolamento in contanti che potesse essere modificato in regolamento per consegna fisica dovevano essere “attratti” dalla disciplina della trasparenza<sup>450</sup>. Dall'altro lato, si proponeva, invece, un'estensione *tout court* degli obblighi di comunicazione ai derivati *cash settled*. Nel 2008 un nuovo Consultation Paper<sup>451</sup> ha dimostrato di dare prevalenza alla seconda alternativa, in quanto vi erano delle difficoltà applicative rispetto alla “trasparenza selettiva” legate al fatto che era difficile stabilire *ex ante* se realmente la modalità esecutiva fosse immodificabile.

Il regime attualmente vigente è contenuto nella DTR 5.3 del Chapter 5, *Vote Holder and Issuer, Notification Rules* dell'*FSA Handbook*<sup>452</sup> e stabilisce un obbligo di *disclosure* con aggregazione di tutte le posizioni (cumulando quindi, sia azioni che derivati *physically* e *cash settled*) e soglia iniziale fissata al 3%.

I problemi che si ponevano in Italia erano sostanzialmente i medesimi. In primo luogo occorre decidere se assoggettare o meno alla disciplina della trasparenza i derivati *cash settled*. In secondo luogo, era necessario stabilire quale regime di trasparenza imporre (se “selettivo” o “generalizzato”). Infine, era necessario definire un criterio di aggregazione delle varie partecipazioni. Rispetto a quest'ultimo profilo la Consob aveva prospettato nel proprio *Position Paper* tre possibili soluzioni: (i) considerare disgiuntamente le partecipazioni; (ii) aggregare totalmente le partecipazioni (come nel modello inglese), oppure (iii) lasciare immutata la disciplina all'epoca vigente, con esclusione quindi dei derivati *cash*

---

<sup>449</sup> Si veda il Consultation Paper, FSA, *Disclosure of Contracts for Difference*, CP 07/20, Novembre 2007, par. 1.24 disponibile sul sito <http://www.fsa.gov.uk>.

<sup>450</sup> Ivi, par. 5.33.

<sup>451</sup> Si rimanda al Consultation Paper, FSA, *Disclosure of Contracts for Difference: Feedback and policy statement on CP/07/20 and further technical consultation*, CP 08/17, ottobre 2008, disponibile sul sito <http://www.fsa.gov.uk>.

<sup>452</sup> Si veda, in particolare, DTR 5.3.1 in base alla quale “(1) A *person* must make a notification in accordance with the applicable thresholds in DTR 5.1.2R in respect of any *financial instruments* which they hold, directly or indirectly, which: (a) are qualifying *financial instruments* within DTR 5.3.2R; or (b) unless (2) or (2A) applies: (i) are referenced to the shares of an issuer, other than a non-Uk issuer; and (ii) have a similar economic effects to (but which are not) qualifying financial instruments within DTR 5.3.2R [...]” Si rinvia anche alla DTR 5.3.3 in base alla quale: “For the purposes of DTR 5.3.1.R (1)(a), in the FSA's view: (a) a *financial instrument* has a similar economic effect to a qualifying *financial instrument* in DTR 5.3.1.R (1)(a), if its 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 [...]”.

*settled* dagli obblighi di comunicazione, introducendo al contempo un concetto generale di “interesse economico” comprendente tutte le partecipazioni detenute sia effettive che potenziali (*cash e physically settled*) che debba essere reso noto al mercato ove si collochi al di sopra di una determinata soglia.

Gli sforzi interpretativi della Consob nel cercare di proporre modifiche alla disciplina all'epoca vigente testimoniano il fatto che la trasparenza rappresentava, e continua a rappresentare, un obiettivo cardine della regolamentazione dei mercati finanziari ed infatti come qualcuno, seppur in un contesto parzialmente differente, ha affermato “[l]a pubblicità è giustamente lodata come un rimedio per le 'malattie' sociali ed industriali. Si dice che la luce del sole sia il migliore dei disinfettanti; mentre la luce elettrica il migliore dei poliziotti”<sup>453</sup>.

## 2.2. *Le modifiche apportate nel settembre 2011.*

Anche alla luce di quanto indicato nel proprio *Position Paper* del 2009 la Consob ha avviato il 6 maggio del 2011 una consultazione finalizzata ad introdurre talune modifiche alla disciplina della trasparenza delle “*partecipazioni potenziali cash settled*”. Ad esito del processo di consultazione, la Commissione ha adottato la delibera n. 17919 del 9 settembre 2011 che introduce talune modifiche al Regolamento Emittenti e che ha introdotto nel nostro ordinamento una disciplina sulla trasparenza dei derivati *cash settled*, conformemente a quanto fatto da altri paesi a livello europeo<sup>454</sup>.

Nel Documento di Consultazione del 6 maggio 2011, Consob analizza le possibili alternative regolamentari evidenziando l'impatto costi benefici di ciascuna. Le ipotesi vagliate dalla Commissione sono sostanzialmente tre: (i) la

---

<sup>453</sup> Si veda L. BRANDEIS, *Other People's money and How the Bankers Use It*, 1913, p. 92 disponibile in versione integrale sul sito <http://www.scribd.com/doc/37209715/Louis-Brandeis-Other-People-s-Money-and-How-the-Bankers-Use-It>. Un maggiore livello di trasparenza degli assetti proprietari di emittenti quotati consente di valutare più precisamente il valore di una determinata azione in quanto il mercato ha la possibilità di conoscere l'identità di chi è portatore di un interesse rilevante rispetto ad un determinate titolo, da un lato, perché consente di identificare gli investitori che potrebbero avere una diversa propensione al rischio e, dall'altro lato, perché è un utile faro per anticipare gli effetti di eventuali battaglie per la conquista del controllo di un emittente quotato, cfr. T. PEDERSEN and S. THOMSEN, *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: the Importance of Owner Identity*, 7 *Journal of Management and Governance*, 2003, p. 27; M. C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, cit., p. 127.

<sup>454</sup> Per un commento alla disciplina introdotta nel 2011 si rimanda a M. C. CORRADI, *Commento sub art. 120*, in *Commentario TUF*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 1244 ss.; I. PORCHIA e L. A. LO PO', *op. cit.*, p. 675 ss.; P. GIUDICI, *op. cit.*, p. 1618 ss.

prima consiste nella articolazione di tre *basket* (partecipazioni effettive, partecipazioni potenziali *physical settled* e partecipazioni potenziali *cash settled* oltre agli obblighi di comunicazione in vendita); (ii) la seconda prevede, invece, l'introduzione di un obbligo di comunicazione aggregato che includa tutte le partecipazioni effettive e potenziali, anche *cash settled*; (iii) infine, la terza prevede una articolazione in due *basket* (partecipazioni effettive e partecipazioni potenziali sia *physical* sia *cash settled* in acquisto e in vendita).

L'analisi dei costi e benefici di ciascuna opzione ha fatto propendere la Consob per l'ipotesi indicata nel precedente punto (ii). La Commissione ha ritenuto, inoltre, che alla luce dell'esperienza empirica e della comparazione con altri ordinamenti europei, non appare giustificato continuare a mantenere un obbligo di comunicazione per le partecipazioni in vendita in quanto la maggioranza delle posizioni corte assunte mediante la stipula di derivati sembrano essere state assunte per finalità esclusivamente di *hedging* o speculative o ancora di *trading* e senza alcun obiettivo di aggiramento della disciplina in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

La disciplina prevedeva, dunque, l'introduzione di tre ulteriori definizioni che si affiancavano a quella di "partecipazioni potenziali" (*cfr.* art. 116-*terdecies*, lett. d1), d2) e d3), del Regolamento Emittenti). In particolare, sono state introdotte le definizioni di: (i) "altre posizioni lunghe" (ossia le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'art. 1, comma 3, del TUF, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto diversi da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, che siano in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante, ivi incluso il caso del titolare di una posizione corta); (ii) "posizione corta" (ossia i casi in cui un soggetto è portatore di un interesse economico negativamente correlato all'andamento del sottostante) e (iii) "posizione lunga complessiva" (ossia l'esposizione aggregata all'andamento positivo dei corsi azionari di un emittente e che è data dalla somma di partecipazioni effettive, partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe).

È stata eliminata, inoltre, la definizione di "partecipazioni potenziali in vendita" per cui al momento rilevano esclusivamente le "partecipazioni potenziali in acquisto" definite semplicemente "partecipazioni potenziali" (*cfr.* art. 116-*terdecies*, lett. d), del Regolamento Emittenti).

I criteri di calcolo applicabili alle “partecipazioni potenziali”, alla “posizione lunga complessiva” e alle “altre posizioni lunghe” sono contenuti nell’art. 119 del Regolamento Emittenti. In particolare, conformemente alla normativa precedentemente applicabile, il primo comma dell’articolo 119 del Regolamento Emittenti richiede a coloro i quali detengono direttamente o indirettamente (tramite interposta persona, fiduciari o società controllate) una partecipazione potenziale in acquisto *physical settled* di comunicare alla società interessata e alla Consob il raggiungimento o il superamento di specifiche soglie comprese tra il 5%<sup>455</sup> e il 75% ovvero la riduzione della partecipazione potenziale al di sotto delle medesime soglie.

Il secondo comma dell’articolo 119 del Regolamento Emittenti regola, invece, il terzo *basket* che è stato definito “posizione lunga complessiva” e che aggrega la detenzione di azioni e di altre posizioni lunghe indipendentemente dal tipo di regolamento applicabile. In tal modo, dunque, la normativa introdotta dalla Consob consentiva di estendere gli obblighi di *disclosure* anche alle posizioni relative a derivati *cash settled*. In particolare, tale disposizione imponeva a coloro i quali direttamente o indirettamente (tramite interposta persona, fiduciari o società controllate) detengono una posizione lunga complessiva di comunicare alla società interessata e alla Consob il raggiungimento o il superamento di specifiche soglie comprese tra il 10%<sup>456</sup> e il 50% ovvero la riduzione della partecipazione potenziale al di sotto delle medesime soglie. Al fine di evitare una duplicazione degli obblighi di *reporting*<sup>457</sup>, l’art. 119, comma 6-*quater*, del Regolamento Emittenti chiariva che gli obblighi di *disclosure* di cui al comma 2 non si applicano ove il superamento delle soglie rilevanti (o la riduzione al di sotto delle stesse) sia già oggetto di comunicazione ai sensi dell’art. 117 (partecipazioni effettive) o 119, comma 1, (partecipazioni potenziali) del Regolamento Emittenti. Ai fini del calcolo delle

---

<sup>455</sup> Le modifiche introdotte con la delibera n. 17919/2011 hanno previsto, tra l’altro, l’innalzamento della prima soglia di rilevanza dal 2% al 5% così riallineando la stessa a quanto previsto in materia dalla Direttiva 2004/109/CE. Consob ha giustificato peraltro la modifica sulla base del fatto che, sotto la vigenza della precedente disciplina, le dichiarazioni di partecipazioni potenziali con regolamento per consegna fisica tra la soglia del 2% e la soglia del 5% erano state effettuate in soli cinque casi. L’eliminazione della soglia del 2%, pertanto, determina una riduzione dei costi di *compliance* tenuto conto del fatto che i benefici in termini di *disclosure* derivanti dal mantenimento di tale soglia erano invero incerti, cfr. anche I. PORCHIA e L. A. LO PO’, *op. cit.*, p. 682.

<sup>456</sup> Con delibera n. 19446/2015 è stata aggiunta l’ulteriore soglia del 5%, cfr. Paragrafo 2.3 del presente Capitolo.

<sup>457</sup> I. PORCHIA e L. A. LO PO’, *op. cit.*, p. 682.

partecipazioni potenziali e della posizione lunga complessiva non era ammessa la compensazione con le posizioni corte che abbiano come sottostante le medesime azioni.

Il Regolamento Emittenti prevedeva poi un articolato regime di esenzioni<sup>458</sup> alcune delle quali, introdotte con le modifiche apportate nel 2011, trovavano applicazione rispetto alla “posizione lunga complessiva”. In primo luogo è stata introdotta la cosiddetta *market maker exemption* che si applica a quei soggetti che offrono su base continuativa di acquistare o vendere, in contropartita diretta, strumenti finanziari ai prezzi da essi definiti (articolo 119, comma 8-*bis* lett. b), Regolamento Emittenti) ciò purché, tra l’altro: (a) tale soggetto non intervenga nella gestione dell’emittente né eserciti alcuna influenza sullo stesso al fine dell’acquisizione di tali posizioni o del sostegno del prezzo delle stesse; (b) possa essere in grado di individuare le posizioni assunte quale *market maker* secondo modalità verificabili dalla Consob; (c) non detenga una posizione lunga complessiva superiore al 30% del capitale sociale dell’emittente<sup>459</sup>. Inoltre, erano state introdotte due ulteriori esenzioni: (i) *client serving exemption*, di derivazione anglosassone, che riguarda le altre posizioni lunghe detenute da intermediari finanziari a copertura delle posizioni assunte da un cliente; e (ii) esenzione relativa ai *financial index linked products*, legata agli strumenti finanziari il cui valore derivi ovvero sia connesso all’andamento di uno o più indici di natura finanziaria. Tuttavia, come meglio specificato nel successivo Paragrafo 2.3 del presente Capitolo, tali ultime due esenzioni sono state abrogate con delibera Consob n. 19446/2015.

---

<sup>458</sup> È stato notato che “[l]a definizione di un efficiente regime di esenzioni gioca un ruolo fondamentale al fine di circoscrivere gli obblighi di reporting ai fenomeni effettivamente rilevanti per la trasparenza degli assetti proprietari. Infatti, principio cardine di molte delle teorie di law and economics è che una over-regulation solitamente comporta eccessivi costi operativi e di compliance in capo agli operatori e finisce per creare un irrigidimento del mercato del controllo societario nonché per privare di significatività le informazioni fornite al mercato, in quanto quest’ultimo non sarebbe in grado di distinguere, tra la mole di dati forniti, quelli realmente significativi. Corollario di quanto sopra, sarebbero, poi, ripercussioni negative sul più generale livello di efficienza e di tutela degli investitori”, I. PORCHIA e L. A. LO PO’, *op. cit.*, p. 682.

<sup>459</sup> La ratio di tale esenzione sembra essere quella di evitare di appesantire con ulteriori obblighi di reporting gli operatori che agiscono professionalmente al mero fine di fornire liquidità al mercato così da incrementarne il livello di efficienza e che, dunque, non persegue alcun obiettivo di alterare l’equilibrio interno degli emittenti influenzando sulla loro gestione e sugli assetti di *corporate governance*, cfr. I. PORCHIA e L. A. LO PO’, *op. cit.*, p. 684.

### *2.3. Le modifiche alla disciplina in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.*

#### 2.3.1. La Direttiva 2013/50/UE.

La Direttiva 2013/50/UE, entrata in vigore in data 26 novembre 2014, ha modificato la Direttiva 2004/109/CE con il duplice scopo di semplificare e ridurre gli oneri amministrativi per le società quotate, da un lato, e garantire una maggiore trasparenza degli assetti proprietari delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato, dall'altro.

In particolare, le principali novità contenute nel testo della Direttiva 2013/50/UE riguardano:

- (i) l'informativa sulle partecipazioni rilevanti, con l'introduzione, da un lato, di obblighi di comunicazione dell'acquisto o della cessione di strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione delle azioni e al diritto di acquisire le stesse (con regolamento fisico o in contanti) e, dall'altro, di un obbligo di aggregazione dei diritti di voto relativi alla detenzione di azioni e strumenti finanziari;
- (ii) l'informativa in materia finanziaria, in relazione alla quale è stato prevista, tra l'altro, l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione;
- (iii) l'informativa in materia non finanziaria, che ha previsto la pubblicazione di una relazione annuale per dare conto dei pagamenti effettuati dai governi verso emittenti operanti nel settore dell'industria estrattiva o forestale primaria;
- (iv) l'accesso alle informazioni regolamentate, introducendo una sorta di "punto di accesso" elettronico gestito dall'ESMA che consenta agli investitori europei di avere accesso ad informazioni regolamentate;
- (v) le sanzioni, rivedendo il sistema sanzionatorio al fine di rendere lo stesso maggiormente articolato.

Inoltre, in data 26 novembre 2015, è entrato in vigore il Regolamento Delegato (UE) 2015/761 della Commissione del 17 dicembre 2014 che integra la Direttiva 2004/109/CE in relazione alle norme tecniche di regolamentazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Ai fini che qui interessano, le modifiche più rilevanti introdotte con la Direttiva in commento sono rappresentate: (a) dalla rilevanza attribuita ai cosiddetti “strumenti finanziari economicamente equivalenti”<sup>460</sup>; (b) dall’introduzione di un terzo *basket* che aggrega le “partecipazioni effettive” e gli “strumenti finanziari”; (c) dall’introduzione di un’esenzione per le operazioni di stabilizzazione e (d) dalla modifica del termine per la notifica delle partecipazioni rilevanti.

### 2.3.2. L’attuazione in Italia.

La Direttiva 2013/50/UE è stata attuata, a livello primario, con il D.lgs. 25/2016. In materia di obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti, il citato decreto legislativo ha previsto l’innalzamento della prima soglia di rilevanza per gli obblighi di comunicazione di cui all’art. 120 del TUF dal 2% al 3%. Tale modifica è stata giustificata sulla base del presupposto per cui una soglia minima più elevata può comportare benefici in termini di maggiore affluenza dei capitali sul mercato azionario italiano, tenuto conto del fatto che gli investitori istituzionali tendono ad investire collocandosi immediatamente al di sotto delle soglie minime di *disclosure* al fine di evitare i costi connessi alla comunicazione ex art. 120 del TUF<sup>461</sup>.

A livello secondario, la Direttiva è stata attuata dalla Consob che ha introdotto talune modifiche al Regolamento Emittenti.

A tal proposito mette conto segnalare che con delibera n. 19446 del 25 novembre 2015 Consob ha dato attuazione alle norme contenute nel Regolamento Delegato (UE) 2015/761. In particolare, sono state introdotte modifiche in relazione a: (a) applicazione di un coefficiente “delta” per il calcolo dei diritti di voto in caso di strumenti finanziari riferiti a *basket* o indici azionari ovvero che prevedono

---

<sup>460</sup> A tal proposito mette conto segnalare il considerando 9 della Direttiva 2013/50/UE in base al quale: “[l]’innovazione finanziaria ha portato alla creazione di nuove tipologie di strumenti finanziari che creano una determinata esposizione economica degli investitori nei confronti delle società, la cui comunicazione non è disciplinata dalla direttiva 2004/109/CE. Questi strumenti potrebbero essere utilizzati per acquisire quote occulte di società, da cui potrebbero risultare abusi di mercato e che potrebbero fornire una rappresentazione errata e fuorviante della proprietà economica delle società quotate. Per garantire che gli emittenti e gli investitori abbiano piena conoscenza della struttura dell’assetto proprietario delle società, è opportuno che la definizione di strumenti finanziari in tale direttiva ricomprenda tutti gli strumenti con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne”.

<sup>461</sup> Cfr. Relazione Illustrativa allo schema di Decreto Legislativo di recepimento della Direttiva 2013/50/UE.

esclusivamente il regolamento in contanti<sup>462</sup>; (b) ambito di applicazione della esenzione *client serving*. In relazione a tale ultimo aspetto, il Regolamento ha chiarito che in relazione all'attività di *client serving* non è applicabile alcuna esenzione *ad hoc*. Tale fattispecie rientra, pertanto, nella esenzione cosiddetta *trading book* (art. 119-bis, comma 4, del Regolamento Emittenti) ai sensi della quale non si computano ai fini degli obblighi di notifica i diritti di voto inerenti alle azioni detenute nel portafoglio di negoziazione di enti creditizi o imprese di investimento, nei limiti del 5% del capitale sociale dell'emittente e purché i diritti di voto non siano esercitati o altrimenti utilizzati dal relativo ente in modo tale da intervenire nella gestione dell'emittente. La delibera 19446/2015 ha pertanto abrogato le lettere (a) e (b) del comma 8 dell'art. 119 del Regolamento Emittenti.

In aggiunta a quanto necessario per dare attuazione al Regolamento, Consob ha ridotto la soglia minima di rilevanza delle "posizioni lunghe complessive" (ora confluite nella definizione di "partecipazione aggregata", per cui si veda *infra*) dal 10% al 5% (cfr. art. 119, comma 2, del Regolamento Emittenti), ciò al fine di assicurare tempestivamente il grado di trasparenza che è applicabile in ambito europeo a questo tipo di operazioni.

Con riferimento alle modifiche volte ad attuare le nuove previsioni della Direttiva 2013/50/UE, la Consob ha pubblicato un documento di consultazione in data 30 novembre 2015 al fine di illustrare le proposte di modifica al Regolamento Emittenti. Gli esiti della consultazione sono stati pubblicati in data 30 maggio 2016 e le modifiche sono state introdotte con la delibera n. 19614 del 26 maggio 2016.

In primo luogo, è stato modificato l'art. 116-*terdecies* del Regolamento Emittenti, fra l'altro, con l'introduzione della definizione di "strumenti finanziari" (lett. b1)) intesi come gli strumenti finanziari elencati dal TUF (art. 1, commi 2, 2-

---

<sup>462</sup> A tal proposito mette conto segnalare il considerando 10 della Direttiva 2013/50/UE in base al quale: "[g]li strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne che comportano regolamento in contanti dovrebbero essere calcolati mediante aggiustamento in base a un coefficiente delta, moltiplicando il valore nozionale di azioni sottostanti per il delta dello strumento. Il coefficiente delta indica quanto varierebbe il valore teorico dello strumento finanziario in caso di variazione del prezzo dello strumento sottostante e fornisce una rappresentazione accurata dell'esposizione del possessore allo strumento sottostante. Questo approccio è adottato onde assicurare che le informazioni sui diritti di voto totali accessibili all'investitore siano il più accurate possibile". A tal proposito la delibera 19446/2015 ha rinviato allo standard tecnico di cui all'art. 5 del Regolamento Delegato in base al quale ove gli strumenti finanziari derivati che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti non abbiano profilo di *pay-off* lineare, simmetrico rispetto alle azioni che ne costituiscono il sottostante, il coefficiente delta da applicare è calcolato applicando una formula generalmente accettata.

*bis* e 3)<sup>463</sup>. Inoltre, accettando un'istanza di semplificazione avanzata dall'ABI nel corso della consultazione, la definizione di "partecipazione lunga complessiva" è stata modificata in "partecipazione aggregata" ed è stata aggiunta la definizione di "partecipazione in strumenti finanziari". La prima definizione resta sostanzialmente analoga alla precedente e rappresenta la posizione aggregata della partecipazione in azioni (o partecipazione effettiva) e della "partecipazione in strumenti finanziari"<sup>464</sup>. Quest'ultima include le partecipazioni potenziali e le altre posizioni lunghe.

In secondo luogo, tenuto conto dell'approccio su tre *basket* adottato dalla Direttiva 2013/50/UE, la Consob ha modificato l'art. 119, comma 1, del Regolamento Emittenti al fine di prendere in considerazione anche gli strumenti finanziari economicamente equivalenti con regolamento sia fisico sia in contanti. Con riferimento al *basket* relativo alla "partecipazione aggregata", è rimasto invariato quanto previsto dall'art. 119, comma 2, del Regolamento Emittenti ferma, sia per il comma 1 sia per il comma 2, l'introduzione di una nuova soglia del 5% con delibera 19446/2015 e l'introduzione di tre nuove soglie del 15%, del 25% e del 66,6%.

Inoltre, è stata proposta l'introduzione nell'art. 119 del Regolamento Emittenti: (i) di un nuovo comma 3-*bis* in base al quale la comunicazione relativa alle "partecipazioni potenziali" e alle "altre posizioni lunghe" deve includere la ripartizione per tipo di strumento finanziario detenuto, indicando separatamente le "partecipazioni potenziali" e le "altre posizioni lunghe" e, con riferimento a queste ultime, l'indicazione degli strumenti con regolamento per consegna fisica e degli strumenti con regolamento per contanti e (ii) di un nuovo comma 5-*bis* in base al quale la comunicazione della "partecipazione aggregata" include la ripartizione del numero dei diritti di voto riferiti alle azioni effettivamente detenute e dei diritti di voto collegati agli strumenti finanziari e, con riferimento a questi ultimi, indicando separatamente le "partecipazioni potenziali" e le "altre posizioni lunghe" (rispetto

---

<sup>463</sup> Nel testo inizialmente proposto dalla Commissione si faceva riferimento anche agli strumenti finanziari indicati nell'elenco elaborato dall'ESMA ai sensi della Direttiva 2013/50/UE. Tale elenco è contenuto nell'Annex V al "*Final Report*" relativo ai "*Regulatory Technical Standards*" ed è stato successivamente ripubblicato come documento separato sul sito dell'ESMA in data 22 ottobre 2015. Il riferimento all'elenco dell'ESMA è stato cancellato dalla versione finale in quanto esso ha valore indicativo e non esaustivo rispetto all'individuazione degli strumenti finanziari rilevanti ai fini degli obblighi di trasparenza.

<sup>464</sup> La modifica della definizione è volta a rendere la stessa maggiormente aderente al testo dell'art. 13-*bis* della Direttiva che è rubricato "aggregazione".

alle quali andranno indicati separatamente gli strumenti con regolamento per consegna fisica e degli strumenti con regolamento per contanti). Inoltre, per quanto riguarda gli obblighi informativi concernenti gli strumenti finanziari è stato precisato che, in tal caso, occorre indicare la scadenza e la data o il periodo di esercizio (art. 119, comma 6.1, del Regolamento Emittenti).

Mette altresì conto segnalare che, nel cogliere un suggerimento di Assogestioni, Consob ha previsto che l'obbligo di notifica concernente l'ultimo *basket* (i.e., "posizione aggregata") si considera assolto nel caso in cui la partecipazione è oggetto di notifica (con riferimento alla medesima soglia) ai sensi del primo *basket* (i.e., "partecipazione effettiva") o del secondo *basket* (i.e., "partecipazione in strumenti finanziari"), ciò esclusivamente nel caso in cui la posizione individuale in azioni o quella in strumenti finanziari coincida con la "posizione aggregata" (senza che vi sia alcuna combinazione fra possesso di azioni e possesso di altri strumenti finanziari)<sup>465</sup>.

In conclusione, al fine di recepire le modifiche introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE, la Consob ha introdotto talune modifiche al Regolamento Emittenti all'esito delle quali, il sistema di trasparenza delle partecipazioni rilevanti risulta articolato in tre *basket*: (i) il primo riferito alle partecipazioni effettive; (ii) il secondo riferito alle "partecipazioni in strumenti finanziari" (che racchiude le partecipazioni potenziali e le altre posizioni lunghe) e (iii) il terzo riferito alla "posizione aggregata" (aggrega i precedenti due *basket*).

Con specifico riferimento alle soglie applicabili, la Consob ha modificato l'art. 117 del Regolamento Emittenti aumentando la prima soglia di rilevanza applicabile alle partecipazioni effettive dal 2% al 3% (in linea con quanto previsto dal D.lgs. 25/2016 che ha modificato l'art. 120 del TUF). Sempre con riferimento alle partecipazioni effettive è stata abrogata la soglia del 95% in quanto tale soglia coincide con la soglia prevista dagli articoli 108, comma 1, TUF (obbligo di acquisto) e 111 TUF (c.d. *squeeze out*); l'esigenza informativa connessa al superamento di tali soglie, tuttavia, sarebbe secondo la Consob già catturata dal

---

<sup>465</sup> Ad esempio, nel caso in cui un soggetto detenga il 5% di azioni di un emittente e nessuno strumento finanziario diverso egli dovrà effettuare la comunicazione ex art. 117 e nessuna comunicazione ex art. 119, comma 2 (con riferimento alla "posizione aggregata"). Nel caso in cui, invece, tale soggetto detenga il 5% di azioni e l'1% di altri strumenti finanziari, egli dovrà effettuare la comunicazione ai sensi dell'art. 117 e la comunicazione della posizione aggregata ex art. 119, comma 2, senza dover effettuare alcuna comunicazione con riferimento alla partecipazione in strumenti finanziari in quanto sotto soglia.

relativo impianto normativo che regola le offerte pubbliche di acquisto. Per le “partecipazioni in strumenti finanziari” e la “partecipazione aggregata” la prima soglia è rimasta invariata al 5%, mentre la soglia del 75% è stata ridotta al 66,6% (coerentemente con la soglia applicabile alle partecipazioni effettive) e, per la partecipazione aggregata, sono state aggiunte le soglie del 15% e del 25% già applicabili alla partecipazione in strumenti finanziari.

Infine, mette conto segnalare che anche l’art. 118 del Regolamento Emittenti è stato oggetto di modifica al fine di ridefinire il regime di trasparenza delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti con riferimento alle operazioni di prestito titoli. Tale modifica persegue l’obiettivo di rendere ancor più armonizzate le norme interne con le disposizioni europee. Secondo la prassi applicativa attualmente in essere le operazioni di prestito titoli prevedono un obbligo di comunicazione a carico di entrambe le parti (sia del prestatore, che resta detentore delle azioni date a prestito pur dovendo indicare che le stesse risultano prive del diritto di voto, che del prestatario). Con la modifica dell’art. 118, comma 2, del Regolamento Emittenti le operazioni di prestito titoli sono trattate come una operazione di vendita. Pertanto, il prestatore dovrà comunicare la cessione delle azioni oggetto di prestito (riducendo pertanto la sua partecipazione effettiva) e includendole nella partecipazione in strumenti finanziari di cui al secondo *basket*, mentre il prestatario includerebbe le azioni ricevute nell’ambito della propria partecipazione effettiva indicando, come titolo di possesso, la dicitura “*prestatario*”.

### *2.3. Il trattamento degli strumenti finanziari derivati nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto.*

#### *2.3.1. Gli obiettivi delle modifiche introdotte nel 2011.*

La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, con specifico riferimento al trattamento degli strumenti finanziari derivati nell’ambito del procedimento di offerta, è stata oggetto di modifica nel corso del 2011, ad esito di un processo di consultazione piuttosto lungo e articolato<sup>466</sup>.

---

<sup>466</sup> Per un commento alla disciplina si veda, in generale, M. STELLA RICHTER *jr* (a cura di), *Le*  
171

Come meglio descritto nel prosieguo, le modifiche introdotte dalla Consob nel 2011<sup>467</sup> hanno avuto ad oggetto tre aspetti fondamentali: (i) la trasparenza delle operazioni compiute in relazione a strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga nell'emittente durante il periodo che intercorre fra la data del comunicato ex art. 102 del TUF e la data ultima di pagamento del corrispettivo; (ii) l'adeguamento del corrispettivo offerto al fine di tener conto anche delle eventuali operazioni su strumenti finanziari derivati compiute dall'offerente; (iii) la nozione di partecipazione rilevante al fine del calcolo delle soglie applicabili alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie.

Come già anticipato, gli obiettivi perseguiti dalla Consob<sup>468</sup> hanno riguardato in particolare la necessità di dare una risposta al fenomeno (che si stava diffondendo all'epoca dell'introduzione delle nuove norme) legato all'utilizzo di derivati azionari nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto al fine di influenzare gli esiti della stessa (magari creando una partecipazione di blocco non apportabile in sede di offerta<sup>469</sup>) ovvero per aggirare l'obbligo di offerta di cui all'art. 106 del TUF<sup>470</sup>.

---

*offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011. Per quanto attiene in maniera specifica ai temi che qui interessano si rinvia a G. SANDRELLI, *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 129 ss.

<sup>467</sup> Con delibera n. 17731 del 5 aprile 2011 in attuazione della Direttiva 2004/25/CE e delle norme nazionali di recepimento della stessa contenute nel D.lgs. 19 novembre 2007, n. 229 (e, successivamente, d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito in l. 28 gennaio 2009, n. 2, e con D.lgs. 25 settembre 2009, n. 146).

<sup>468</sup> Cfr. G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 134 ss. In particolare, l'Autore ha notato che l'intensificarsi dell'utilizzo di derivati azionari con finalità elusive della disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto (ovvero per finalità elusive della disciplina della trasparenza degli assetti proprietari) "ha suscitato, su entrambe le sponde dell'Atlantico, l'urgenza di una risposta regolatoria, su impulso di alcuni settori del mercato (prevalentemente gli emittenti e i loro gruppi dirigenti) e di rappresentanti del mondo accademico". In tale contesto, la Consob ha adottato un approccio in parte differente da quello adottato da altre autorità europee (e condiviso, invece, con il Regno Unito) arrivando a disciplinare in maniera sostanzialmente autonoma il trattamento degli strumenti finanziari derivati nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto dal trattamento dei medesimi strumenti ai fini della disciplina in materia di trasparenza degli assetti proprietari. Sul punto si veda anche M. C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, cit., p. 164.

<sup>469</sup> A fronte della sottoscrizione di un contratto derivato su un determinato strumento finanziario, l'intermediario controparte nell'operazione coprirà la propria esposizione comprando un quantitativo di azioni pari all'ammontare del sottostante derivato. Tale partecipazione non sarà ceduta dall'intermediario fintantoché il contratto derivato non sarà regolato alla scadenza (o anticipatamente, ove ciò sia possibile). In tal modo, l'oppositore di una determinato offerta in corso che abbia stipulato un derivato azionario con un determinato intermediario può fare ragionevole affidamento sul fatto che tale intermediario non porterà i titoli acquistati in copertura all'offerta. In tal modo, gli esiti di un'offerta pubblica potrebbero essere influenzati dalla sottoscrizione di uno o più derivati aventi come sottostanti azioni che rappresentino una partecipazione rilevante.

<sup>470</sup> In tale contesto i derivati azionari sono stati utilizzati dal soggetto interessato ad acquisire una

### 2.3.2. Analisi delle norme rilevanti del Regolamento Emittenti.

In primo luogo mette conto segnalare che ai sensi dell'art. 35, lett. i), del Regolamento Emittenti per “*strumenti finanziari derivati*” ai fini delle successive norme in materia di offerta si intendono gli strumenti di cui all'art. 1, comma 3, del TUF unitamente ad “*ogni altro strumento finanziario o contratto in grado di determinare l'assunzione di una posizione finanziaria lunga o corta sui titoli sottostanti*”. La nozione è dunque più ampia di quella prevista dal TUF comprendendo altresì tutti quegli ulteriori strumenti o contratti che possono determinare l'assunzione di una posizione lunga o corta. Sembra dunque che la Consob abbia voluto estendere la nozione di strumento finanziario derivato prevista dal TUF (che a sua volta non ne fornisce una caratterizzazione precisa, ma si limita a riportare un elenco di contratti che rientrano nella nozione) fino a volervi ricomprendere anche ipotesi ulteriori che difficilmente potevano farsi rientrare nella nozione classica di “strumento finanziario derivato”, ma che comunque assumevano rilevanza ai fini della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto. E, pertanto, si deve ritenere che la locuzione “strumenti finanziari derivati” sia utilizzata in tale contesto in senso sostanzialmente atecnico. Infatti, la nozione di “contratto finanziario derivato”, come già notato, fa riferimento a strumenti che hanno come causa lo scambio del differenziale e non la consegna fisica del sottostante che rappresenta una mera (ed eventuale) modalità di regolamento delle posizioni contrattuali alla scadenza<sup>471</sup>. Nell'ambito dell'art. 35 del Regolamento Emittenti, invece, accanto alla nozione tipica di contratto derivato (richiamata mediante il rinvio all'art. 1, comma 3, del TUF) si affianca una definizione ulteriore che è finalizzata ad abbracciare ipotesi contrattuali aggiuntive

---

partecipazione rilevante nell'emittente accumulando una partecipazione potenziale (non dichiarata al pubblico) e non ricompresa nell'ambito della definizione di partecipazione rilevante ai sensi delle norme in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria (e sfruttando altresì la connivenza delle controparti nell'operazione a cedere al momento opportuno gli strumenti costituenti il sottostante del derivato e dalle stesse acquistate in copertura). Tale finalità è stata rinvenuta nel caso Ifil/Exor, per l'analisi del quale si rinvia alla precedente Sezione I, Paragrafo 4.2, del presente Capitolo. In particolare, tramite la sottoscrizione dell'*equity swap* con Merrill Lynch, Ifil ed Exor riuscirono ad evitare il potenziale effetto diluitivo derivante dalla conversione del prestito convertendo da parte delle banche non essendo soggette al contempo ad alcun obbligo di offerta pubblica, ciò in quanto la risoluzione del derivato (con consegna delle azioni acquistate in copertura da Merrill Lynch) e la conversione del prestito da parte delle banche finanziatrici avvennero, in sostanza, contestualmente. G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 147 menziona, inoltre, una ulteriore vicenda in linea con il caso Ifil/Exor verificatasi in Australia nel 1996.

<sup>471</sup> Vedi retro Capitolo I, Sezione I, Paragrafo 2.2.2.

in cui lo scambio del sottostante costituisce causa del contratto (es. compravendita a termine di titoli azionari o contratti di opzione ex art. 1331 del codice civile) che altrimenti resterebbero escluse dalla relativa definizione<sup>472</sup>. Peraltro, affinché lo strumento assuma rilevanza ai fini della disciplina in esame occorre che lo stesso sia in grado di conferire, al ricorrere di determinate circostanze, al relativo titolare una posizione di sostanziale egemonia sulle azioni sottostanti anche prima dell'effettivo trasferimento della proprietà dei titoli<sup>473</sup>.

Per quanto attiene più nello specifico alle modifiche dell'impianto normativo, il Regolamento Emittenti prevede attualmente:

- (i) che gli obblighi di trasparenza di cui all'art. 41 trovino applicazione nel periodo compreso tra la data della comunicazione di cui all'art. 102 del TUF e la data ultima di pagamento del corrispettivo anche con riferimento alle operazioni compiute dai soggetti interessati<sup>474</sup> aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta<sup>475</sup>. In tal modo, dunque, anche gli "strumenti finanziari derivati" (nella accezione ampia analizzata poc'anzi) sono catturati dalla disciplina che consente la trasparenza delle operazioni compiute, *inter alia*, dall'offerente successivamente alla pubblicazione della comunicazione ex art. 102 del TUF con benefici in termini di maggior *disclosure* per gli oblati e per il mercato in generale;
- (ii) che le posizioni lunghe aventi come sottostante i prodotti finanziari oggetto di offerta, assunte dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con lo stesso nel periodo compreso tra la data della comunicazione di cui all'art. 102

---

<sup>472</sup> In tal senso anche G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 154 il quale afferma che ai sensi dell'art. 35 del Regolamento Emittenti, "l'assunzione di una 'posizione lunga o corta' rispetto al sottostante non identifica la funzione de contratti rilevanti, bensì la mera conseguenza fattuale (e potenzialmente priva di ogni rilievo causale) che discende dalla sottoscrizione dei contratti stessi". Pertanto, ai fini della disciplina in esame, rilevano oltre ai "contratti derivati" anche ulteriori strumenti quali, ad esempio, opzioni ex art. 1331 del codice civile, contratti di compravendita a termine di azioni e contratti preliminari di acquisto di azioni, contratti di riporto e prestito titoli che conferiscano al relativo detentore una posizione finanziaria lunga o corta tale per cui il titolare si trovi in una posizione di sostanziale egemonia sulle azioni sottostanti (G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 155 esclude, invece, con argomentazioni che non sembrano condivisibili, il prestito titoli dal novero degli strumenti finanziari rilevanti ex art. 35 del Regolamento Emittenti).

<sup>473</sup> Cfr. G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 159.

<sup>474</sup> Ai sensi dell'art. 35, lett. b), del Regolamento Emittenti, sono "soggetti interessati": l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo, le società collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, i soci dell'offerente o dell'emittente aderenti ad uno dei patti oggetto di comunicazione ai sensi dell'articolo 122 del TUF, nonché coloro che operano di concerto con l'offerente o l'emittente.

<sup>475</sup> Cfr. C. D'AMBROSIO, *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, Cedam, 2014, p. 309 ss.

del TUF e la data ultima di pagamento del corrispettivo assumano rilevanza ai fini dell'adeguamento del prezzo di offerta (*cfr.* art. 42 del Regolamento Emittenti)<sup>476</sup>.

- (iii) che gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona<sup>477</sup>, che conferiscono una posizione lunga sui titoli sottostanti, sono computati ai fini del calcolo della partecipazione rilevante ex art. 106 del TUF, nella misura del numero totale di titoli sottostanti; ove tale numero sia variabile, occorrerà fare riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario<sup>478</sup> (*cfr.* art. 44-*ter* del Regolamento Emittenti).

In particolare, con riferimento al trattamento degli strumenti finanziari derivati ai fini dello scattare dell'obbligo di offerta ex art. 106, commi 1, 1-*bis*, 1-*ter* e 3 lettera b), del TUF l'art. 44-*ter* del Regolamento Emittenti, introdotto con le citate modifiche del 2011, dimostra di considerare in maniera sostanzialmente equivalente l'acquisto di una partecipazione effettiva (costituita da titoli dell'emittente) e l'assunzione, mediante uno strumento finanziario derivato, di una posizione lunga sui titoli dell'emittente ovvero, in altre parole, l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento dei titoli sottostanti<sup>479</sup>.

Tuttavia, mette conto notare che l'art. 44-*ter*, comma 2, del Regolamento Emittenti esclude dall'ambito di applicazione della norma in esame gli strumenti finanziari derivati che siano negoziati su mercati regolamentati. Pertanto, devono

---

<sup>476</sup> In tale contesto, trovando applicazione l'art. 44-*ter*, comma 6, del Regolamento Emittenti, ai fini della determinazione del prezzo si considera la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l'acquisto della posizione lunga.

<sup>477</sup> Con riferimento alla necessità di evitare che si creino duplicazioni di posizioni in capo al soggetto obbligato si v. G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 162.

<sup>478</sup> La Consob ha scelto di non imporre un costoso e inefficiente obbligo di monitoraggio delle variazioni dei quozienti applicabili in caso di derivati asimmetrici (soluzione applicata, invece, dal Regno Unito), dimostrando di preferire una norma di applicazione più certa che – non considerando le variazioni del coefficiente “delta” – faccia esclusivo riferimento al valore nozionale dello strumento. A tal proposito, G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 164 afferma che tale scelta “*ha il pregio di rendere il computo dei derivati ai fini dell'art. 44-ter più semplice e non soggetto a continui aggiornamenti. Inoltre, la soluzione del riferimento al numero massimo di azioni che l'investitore in posizione lunga potrà acquistare appare più adeguata alla luce dell'estesa definizione della fattispecie di riferimento, la quale (...) comprende, oltre alle opzioni cash-settled, anche le opzioni physically-settled e i contratti di opzione relativi a veri e propri contratti di acquisizione di partecipazioni, che non hanno propriamente natura di derivato. Con riferimento a tali contratti, infatti, l'attenzione del regolatore non pare rivolta agli strumenti di copertura acquistati dalle parti corte delle opzioni, bensì alle partecipazioni che ne formano oggetto, rispetto alle quali la questione del delta è, in definitiva, irrilevante*”.

<sup>479</sup> A. GUACCERO e N. CIOCCA, *Commento sub art. 105*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Utet, Torino, 2012, pp. 1388-1389.

considerarsi ai fini del calcolo delle soglie previste dall'art. 106 del TUF esclusivamente i derivati *over the counter*. In relazione ai derivati negoziati su mercati regolamentati, infatti, sembrano sussistere minori rischi di elusione della normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie tenuto conto del fatto che tali strumenti hanno, generalmente, natura standardizzata, sono negoziati in maniera trasparente e in presenza di operatori professionali e sistemi di garanzia<sup>480</sup>. Sono altresì esclusi gli strumenti finanziari derivati oggetto di pattuizioni contenute in accordi parasociali e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto. A tal proposito, infatti, sembra che tali strumenti siano già soggetti agli obblighi di trasparenza che riguardano, in generale, la pattuizione parasociale cui gli stessi afferiscono.

La normativa concernente il trattamento degli strumenti finanziari derivati nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto costituisce un'innovazione importante nel quadro regolamentare del nostro ordinamento. Tale disciplina, congiuntamente alle norme in materia di pubblicità delle partecipazioni rilevanti, cerca di rispondere al fenomeno, sempre più diffuso negli ultimi anni, dell'utilizzo di strumenti messi a disposizione dalla ingegneria finanziaria nel contesto dei mercati internazionali con finalità elusive della disciplina applicabile.

---

<sup>480</sup> Ibid, p. 1389.

## BIBLIOGRAFIA

### Dottrina

ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

ABRIANI N., *Il “pungolo” gentile dell'assemblea “mite” tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in corso di pubblicazione in *Studi in onore di Foschini*, Milano, 2011.

ABRIANI N., *Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati? Quasi una conclusione*, in *I contratti derivati*, a cura di Morera, Bencini, Bologna, 2013.

AGOSTINELLI R., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1997, I.

ALBANESE F., nota a Trib. Trento 6 luglio 1999, in *Società*, 2000.

ANABTAWI I. - STOUT L., *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in 60 *Stan. L. Rev.*, 2007-2008.

ANGELICI C., *Sulla “inscindibilità” della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I.

ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, Torino, 1994, vol. II

ANGELONI G., *Il contratto di riporto*, in *Diritto Civile*, diretto da N. LIPARI e P. RESCIGNO, Milano, 2009.

ANNUNZIATA F., *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle “partecipazioni potenziali”: verso quali disclosure?*, in *Giur. comm.*, 2010.

ARMOUR J. and CHEFFINS B., *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1489336>.

ARMSON E., *The Australian Takeover Panel and Judicial Review of its Decisions*, in 26 *Adel. L. Rev.*, 2005.

ASCARELLI T., *Fideiussione; conflitto di interessi, e deliberazioni del consiglio; oggetto e capacità sociale*, in *Riv. soc.*, 1959.

ASCARELLI T., *Interesse sociale ed interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951.

ASCARELLI T., *Riflessioni in tema di titoli azionari personalità giuridica e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I.

ASQUINI A., *I battelli del Reno*, in *Riv. soc.*, 1959.

ASQUINI A., *Usufrutto di quote sociali ed azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1947.

ATLANTE N. e STELLA RICHTER M. jr, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Studio n. 62-2010/I, Consiglio Nazionale del Notariato, in <http://www.notariato.it/primo->

[piano/studi-materiali/studi-materiali/societa-varie/studio62-2010-i.pdf](#).

AVANZO A., *Gli "equity derivatives"*, A&F, 1992, fasc. 15.

AVERSA D. e ALPIGIANI M., *Disciplina giuridica dei derivati*, Milano, 2009.

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2012.

BARONE E., *Risk Management e istituzioni finanziarie*, Piacenza, 2008.

BARRY J. M., HATFIELD J. W. & KOMINERS S. D., *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, in <http://ssrn.com/abstract=2134458>.

BENJAMIN J., *Financial Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007.

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.

BLACK B.S., *Equity Decoupling and Empty Voting: The Telus Zero-Premium Share Swap*, in 16 *The M&A Lawyer*, 2012, 9.

BOARD J., *The Economic Consequences of Derivatives*, pp. 155-166, in A. HUDSON (ed), *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law*, Kluwer Law International, London, 2000.

BRAGANTINI S. (e replica di Gabetti G.), *Se l'equity swap dribbla la comunicazione*, del 25/09/2005, disponibile sul sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1756.html>.

BRANDEIS L., *Other People's money and How the Bankers Use It*, 1913, p. 92 in <http://www.scribd.com/doc/37209715/Louis-Brandeis-Other-People-s-Money-and-How-the-Bankers-Use-It>.

BRAV A. - MATHEWS R. D., *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 2010, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108632](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632).

BUSANI A., *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Le Società*, 2010, 4.

CAPALDO G., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999.

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati di credito. Profili civilistici e regolamentari*, Milano, 1998.

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007.

CAROZZI A. M., *La qualificazione giuridica del contratto di "swap"*, in *Dir. e prat. soc.*, 2004, fasc. 8.

CARRIERE P., *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008.

CAVALLO BORGIA R., *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. e impresa*, 1988.

CENDON P. *Commentario al Codice Civile*, 2009.

CEREDI R., *Se il mercato non ha notizie*, del 19/02/2007, disponibile sul sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina2586-351.html>.

- CHANCE D. M., *Equity Swap and Equity Investing*, 2003, in <http://www.bus.lsu.edu/finance/research/worki%20papers/EquitySwapsandEquityInvesting.pdf>.
- CHIOMENTI F., *I contratti cap, floor e collar: contratti di somministrazione di denaro?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I.
- CHRISTOFFERSEN S. E. K., GECZY C. C., MUSTO D. K. and Reed A. V., *Vote Trading and Information Aggregation*, in *62 J. Fin.*, 2007.
- CINCOTTI C., *Prestito di titoli*, in *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, vol. XI.
- CLARK R. C., *Vote Buying and Corporate Law*, in *29 Case west. L. R.*, 1978-1979.
- COFFEE J. C., SELIGMAN J., SALE H. A., *Securities Regulation*, New York, 2007.
- COHEN J., *Negative Voting: Why It Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent It*, in *45 Harv. J. on Legis*, 2008.
- CORRADI M. C., *Commento sub art. 120*, in *Commentario TUF*, Torino, 2012.
- CORRADO R., *I contratti di borsa*, in *Trattato di diritto civile italiano* fondato da F. Vassalli, vol. VII, tomo 2, fasc. 1, Torino, 1960.
- COTTINO G., *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, II.
- COTTINO G., *Della vendita*, in *Commentario Scialoja-Branca* (Art. 1470-1547), Bologna-Roma, 1981.
- COTTINO G., *Del riporto. Della permuta*, in *Commentario Scialoja-Branca* (Art. 1548-1555), Bologna-Roma, 1970.
- COTTINO G., *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958.
- CRAIG D., *New Zealand court orders share forfeiture in equity swap case*, 2003, in [http://www.bellgully.com/resources/pdfs/Finance\\_0303.pdf](http://www.bellgully.com/resources/pdfs/Finance_0303.pdf).
- CURRAN L. e TURITTO F., *FIAT/IFIL: The Securities Law Implications for Equity Derivatives*, in *Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law*, 2006.
- DALE R., *Derivatives Clearing Houses: The Regulatory Challenge*, pp. 295-313, in G. FERRARINI, *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, London, 2007.
- DAVIES P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2008.
- DE BLASI A., *L'Eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.* in *Nuova giur. civ.*, 1995, I.
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta"*, in *RDS*, 2010, 2.
- DE LUCA N., *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, 2007.
- DENOZZA F., *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011.

- 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.
- DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.
- DIALTI F., *Equity swaps ed obblighi di disclosure*, in *Dir. comm. int.*, 2006.
- DOMBALAGIAN O. H., *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?*, 42 *U.C. Davis L. Rev.*, 2009.
- D'ALESSANDRO F., *Il diritto delle società dai "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988.
- D'AMBROSIO C., *Offerta pubblica di acquisto: poteri e responsabilità degli amministratori*, 2014
- EASTERBROOK F. H. and FISCHER D. R., *Voting in Corporate Law*, in *Corporate Law*, 26 *J.L. & ECON.* 395, 402-06 (1983).
- EREDE M., *Fenomenologia dell'empty voting in Europa: i risultati di una ricerca condotta dall'ESMA*, in *Riv. soc.*, 2013.
- EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012.
- FAULKNER M.C., *Securities lending and corporate governance*, in <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/slcgjun05.pdf>.
- FERRARA F. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009
- FERRARINI G., *I derivati finanziari fra vendita a termine e contratto differenziale*, in RIOLO F. (a cura di), *I derivati finanziari. Profili economici, giuridici e finanziari*, Milano, 1993.
- FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo, *La società per azioni oggi, Collana della Rivista delle Società*, 2007.
- FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, Milano, 2007.
- FERRARINI G., *Equity Derivatives and Transparency: When Should Substance Prevail?*, in *Liber Amicorum for Klaus J. Hopt*, De Gruyter, Berlin, 2010.
- FERRARI A., GUALANDRI E., Landi A. e Vezzani P., *Il sistema Finanziario: funzioni mercati e intermediari*, Torino, 2012.
- FERRARIO M., *"Domestic currency swap" a fini speculativi e scommessa*, in *Contr.*, 2000.
- FERRERO E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I.
- FERRI G., *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1959.
- FERRI G., *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi e Riv. dir., comm.*, 1959, II.

- FERRO LUZZI P., *Art. 9, comma 1 e 2, l. 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1986.
- FISCH J. E., *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 *J. Corp. Law*, 2005.
- FORD C. - LIAO C., *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in 33 *Seattle U.L. Rev.*, 2009-2010.
- FOX M. B., MORCK R., YEUNG B. and DURNEV A., *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: the New Evidence*, in 102 *Mich. L. Rev.*, 2003
- FRANCIS J. C., TOY W. W. e WHITTAKER J. G (eds), *The Handbook of Equity Derivatives*, John Wiley&Sons, New York, 2000.
- FURGIUELE L., *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 direttiva 36/2007/Ce*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I.
- FURGIUELE L., *Trasferimento della partecipazione e legittimazione all'esercizio dei diritti nelle società di capitali*, Milano, 2012.
- FURGIUELE L., *Trasferimento della partecipazione e legittimazione nelle società di capitali*, Milano, 2013.
- GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1987.
- GARGANTINI M., *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.A. quotate*, Torino, 2012.
- GENGATHAREN R., *Derivatives Law and Regulation*, Kluwer Law International, London, 2001.
- GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010.
- GOLBE D. L. and GERARD J. M., *Unbounding the Voting Rights and Profit Claims of Common Shares*, in 97 *J. Pol. Econ.*, 1989.
- GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007.
- GUACCERO A. e CIOCCA N., *Commento sub art. 105*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012.
- HENDERSON S. K., *Harmonization of derivatives regulation can wait*, in 15 *Int'l Fin. L. Rev.* 51, 1996.
- HILL J. M. H. e DUNN B., *A Historical Perspective on Equity Derivatives*, in FRANCIS J. C., TOY W. W. e WHITTAKER J. G., *The Handbook of Equity Derivatives*, New York, 2000.
- HU H. T. C., *Hedging Expectations: "Derivative Reality" and the Law and Finance of the Corporate Objective*, 21 *J. Corp. L.* 5, 1995-1996.
- HU H. T. C., *Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency*, in 70 *Bus. Law.*, 2015.
- HU H. T. C. - B. BLACK, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, in 61 *Bus. Law.*, 2006.
- HU H. T. C. - B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden*

- (Morphable) Ownership, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006.
- HU H. T. C. - B. BLACK, *Hedge Funds, Insiders and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.*, 2007.
- HU H. T. C. - B. BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in 156 *U. Pa. L. Rev.*, 2008.
- HU H. T. C. - B. BLACK, *Debt Equity and Hybrid: Governance and Systemic Risk Implications*, in 14 *Europ. Finan. Manage.*, 2008.
- HUDSON A. (ed), *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law*, London, 2000.
- HUDSON A., *The Law on Financial Derivatives*, London, 2006.
- HULL J. C., *Risk Management and Financial Institutions*, London, 2007.
- IMBRENDA M. e CARMINI F., *Leasing e Lease back*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, 2008.
- INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impresa*, 1988.
- INZITARI B., *Le obbligazioni nel diritto civile degli affari*, Padova, 2006.
- JAEGER P. G., *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*, in *Giur. Comm.*, 1997, II.
- JAEGER P. G., *L'interesse sociale*, Milano, 1963, e più di recente dello stesso autore, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000.
- JUNKUS J., *International Equity Derivatives*, pp. 142 e ss. in FRANCIS J. C., TOY W. W. e WHITTAKER J. G..
- KAHAN M.- ROCK E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.*, 2007.
- KALAY A. - PANT S., *One Share-One Vote is Unenforceable and Suboptimal*, 2008, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- KAPLOW L., *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke L. J.*, 1992.
- 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. 146*, 2009, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- LA LUMIA I., *La cessione ed il vincolo del diritto di voto nelle società per azioni* (nota a Trib. Roma, 14 luglio 1914, Banca di Firenze c. Caretti, Giani ed altri), in *Riv. dir. comm.*, 1915, II.
- LA SALA G. P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.
- LEE M., *Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2007
- LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo Diritto*, 2007.

- LEMMA V., *"Fiat Equity Swap": comunicazioni al pubblico e responsabilità dell'autorità di vigilanza*, in *Mondo Bancario*, 2008.
- LENER R., *Legittimazione all'intervento in assemblea, record date ed esercizio del diritto di voto dopo la SHRD. Appunti introduttivi*, Relazione al Convegno Georgeson – LUISS Ceradi, Roma, LUISS Guido Carli, 6 maggio 2010, <http://www.associazionepreite.it/>.
- LEVIN E. G., *Stealth Swaps, Stale Pills and Mystery of Non-Voting Shareholders. Examining a Loophole on Ownership and Disclosure*, in *New York L.J.*, 2008 e in [www.law.com/jsp/nylj](http://www.law.com/jsp/nylj).
- LUCANTONI P., *Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato*, Torino, 2012.
- LUCIANO A., *Usufrutto di partecipazioni sociali ed esercizio dei diritti amministrativi nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2015,
- LUCCI A., *La cessione del diritto di voto nel pegno delle azioni* (nota a Trib. Napoli, 6 agosto 1909, Società di assicurazioni diverse c. Garofalo), in *Riv. dir. comm.*, 1910.
- LUPOI A., *L'interposizione finanziaria*, Milano, 2008.
- LUPOI A., *Total return equity swap*, in *Trattato dei Contratti* diretto da Pietro Rescigno ed Enrico Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario* a cura di Enrico Gabrielli e Raffaele Lener, Torino, 2011.
- LUPOI A., *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Società*, 2011.
- MACEY J.R., *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, 2008.
- MACNEIL I. G., *An Introduction to the law On Financial Investment*, Hart Publishing, Oxford, 2005.
- MAGLIULO F., *Le clausole sulla legittimazione all'intervento in assemblea*, in *Notariato*, 2010.
- MALTONI M., *Il leasing di partecipazioni sociali*, Studio n. 159-2006/I, Consiglio Nazionale del Notariato, in <http://www.notariato.it/it/primo-piano/studi-materiali/studi-materiali/societa-capitali/159-06.pdf>.
- MARCHETTI-MOSCA, GALBIATI-SACCHI, ASSONIME, e LEGANCE in risposta alla consultazione della Consob del 5 novembre 2014, *Proposte di modifica al regolamento emittenti in materia di voto plurimo*.
- MARTIN S. and PARTNOY E., *Encumbered Shares*, in *Univ. Ill. L. Rev.*, 2005.
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, , Milano, 2010.
- MAUGERI M., *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I.
- MC KNIGHT A., *The Law of International finance*, Oxford, 2008.
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958.
- MINERVINI G., *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle deliberazioni assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. comm.*, 1956.
- MONGA A., *Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control*, in *12 Stanford J. L., Bus. And Fin.*, 2006-2007.

- NANNI L., *L'interposizione di persona*, Padova, 1990.
- NOBILI R., *L'esclusione del diritto di opzione*.
- ONZA M., "Record date", *capitale sociale e partecipazione al rapporto sociale (appunti)*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. Schiuma, Padova, 2014.
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I.
- PANZARINI E., *Il contratto di opzione*, Milano, 2007.
- PEDERSEN T. and THOMSEN S., *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: the Importance of Owner Identity*, 7 *Journal of Management and Governance*, 2003.
- PERRINI M., *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. int.*, 1999.
- PERRONE A., *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999.
- PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 82.
- POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000.
- POLLASTRO I., *Voto plurimo e voto maggiorato: prime considerazioni su ricadute e prospettive*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015.
- PORCHIA I. e LO PO' L. A., *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Società*, 2012, 6
- PORTALE G.B. e ROMANO M., "Ristrutturazione" delle casse di risparmio e conflitto di interessi, in *Vita notar.*, 1992.
- PREITE D., *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1988.
- 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\*\*, Torino, 1993.
- RACUGNO G., *Lo swap*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2010, I.
- RADICATI L. Di BROZOLO, *Il contratto modello di swap dell'International Swap Dealer Association*, in *Dir. comm. internaz.*, 1988.
- RAGUSA MAGGIORE G., *Riporto* (voce), in *Enc. Dir.*, XL, Milano, 1989.
- 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.G. Marchetti, Milano, 1998.
- RESCIO G. A., *I sindacati di voto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 3\*, Torino, 1994.
- RESCIO G. A., *Assemblea dei soci. Patti parasociali*, pp. 190-194, in N. ABRIANI E A., *Diritto delle società, Manuale Breve*, Milano, 2008.
- RIBSTEIN L.E. - KOBAYASHI B.H., *Outsider Trading as an Incentive Device*, in

U.C. Davies *L. Rev.*, 2006.

RINGE W. G., *Empty Voting Revisited: The Telus Saga*, University of Oxford Legal Research Paper No. 18/2013, 2013, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

RINGE W.G., *Hedge Funds and Risk Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union*, in 36 *Seattle U.L. Rev.*, 2013.

ROMANO M., *Profili penalistici del conflitto di interessi dell'amministratore di società per azioni*, Milano, 1967.

ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. credito*, II, 1993.

SANGIOVANNI V., *I contratti di swap*, in *Contr.*, 2009.

SANDRELLI G., *La nuova disciplina degli "strumenti finanziari derivati" nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 2012.

SANDRELLI G., *Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell'"esposizione economica" degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria*, in corso di pubblicazione.

SCANO A.D., *Conflict of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013.

SCARDULLA F., *Interposizione di persona*, in *Enc. Dir.*, XXII, Milano, 1972.

SCIMEMI E., *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003.

SCIMEMI E., *Vote-trading in corporate America*, in 14 *European Business Law Review*, 2003.

SCHIUMA L., *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. Schiuma, Padova, 2014.

SCHOUTEN M. C., *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1327114>.

SCHOUTEN M. C., *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1658937>.

SCHOUTEN M. C., *The Mechanism of Voting Efficiency*, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1658937>.

SCHOUTEN M.C., *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2010.

SCOTT S., *International Finance: Law and Regulation*, London, 2004.

SENA V. G., *Contratto di società e comunione di scopo*, in *Riv. soc.*, 1956.

SENA V. G., *Il voto nella assemblea della società per azioni*, Milano, 1961.

SHOUTEN M. C., *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 2009, in <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/14880/>.

SIMONETTO E., *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci*, in *Riv. dir., comm.*, 1959, II.

SIROTTI GAUDENZI A. (a cura di), *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Rimini, 2009.

- SKEEL D., *Behind the Hedge*, in *Legal Affairs*, novembre-dicembre 2005.
- SPORTA CAPUTI F., *Acconti di liquidazione e liceità della cd. "vendita del voto"*, in *Società*, 2005.
- SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Società*, 2008.
- STELLA RICHTER M. Jr., *Prime considerazioni sulla legittimazione all'esercizio del voto dopo la riforma delle società di capitali*, in *Studi in onore di Vanzetti*, Milano, 2004.
- STELLA RICHTER M. jr (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011.
- SULLIVAN B. T., *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, in *87 N. C. L. Rev.*, 2009.
- THOMPSON R.B. - EDELMAN P.H., *Corporate Voting*, in *62 Vand. L. Rev.*, 2009.
- TUCCI A., *Contratti parasociali e trust nel mercato finanziario*, in E. Gabrielli-R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2004.
- VALENZANO G., *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, Roma, 1929.
- VANONI S., *Azioni proprie e contratti derivati*, Torino, 2008.
- VIGHI A., *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.
- VIVANTE C., *Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I.
- WOOD P., *Law and Practice of International Finance*, London, 2008.
- WYMEERSCH E., *Shareholders After the Crisis*, *Financial Law Institute, Universiteit Gent WP 2009-12*, 2009, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- YERMACK D., *Shareholders Voting and Corporate Governance*, 2010, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- ZANONI A., *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in *9 Global Jurist*, 2009, *Advances*, n. 4.
- ZETZSCHE D., *Hidden Ownership in Europe: BaFin's Decision in Shaeffler v. Continental*, in *10 EBO L. Rev.*, 2009.
- ZETZSCHE D., *Continental AG vs. Shaeffler; Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement?*, in *CBC-RPS n. 0039*, 2008.

## Giurisprudenza

### Italiana

#### Corti di merito

- Trib. Milano 24 novembre 1993, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 80.
- Trib. Milano 26 maggio 1994, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1995, II, 80.
- Trib. Milano, 11 luglio 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2.

Trib. Milano 27 marzo 2000, in *Contr.*, 2000.

App. Milano, 14 luglio 1989, in *Banca, borsa, tit., credito*, 1990, II.

App. Milano 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2004, II.

App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.*, 2008, 9, con commento di F. Sporta Caputi.

#### Corte di Cassazione

Corte di Cassazione Civile 25 ottobre 1958, n. 3471, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959 con nota di G. Ferri, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi* e *Riv. dir., comm.*, 1959, II, con nota di E. Simonetto, *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci*.

Corte di Cassazione Civile 20 giugno 1958, n. 2148 in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1959 con nota di G. Ferri, *Fideiussioni prestate da società, oggetto sociale, conflitto di interessi* e *Riv. dir., comm.*, 1959, II, con nota di E. Simonetto, *Fideiussione prestata da una società per un'altra società formata dagli stessi soci*.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite del 7 gennaio 1993 n. 65.

Corte di Cassazione Civile 4 maggio 1994, 4323, in *Nuova giur. civ.*, 1995, I con nota di A. De Blasi, *L'Eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di S.p.A.*.

Corte di Cassazione Civile, Sez. I, 22 ottobre 1996, n. 9191, in *Giur. Comm.*, 1997, II, con commento di P. G. JAEGGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")*.

Corte di Cassazione Civile, Sez. I, 31 agosto 2005, n. 17585, in *Società*, con commento di F. SPORTA CAPUTI, *Acconti di liquidazione e liceità della cd. "vendita del voto"*.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite, n. 20939 del 30 settembre 2009.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite, n. 20938 del 30 settembre 2009.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite, n. 20937 del 30 settembre 2009.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite, n. 20936 del 30 settembre 2009.

Corte di Cassazione a Sezioni Unite, n. 20935 del 30 settembre 2009.

#### Corte Costituzionale

Corte Costituzionale - Sentenza 10 febbraio 2010 n. 52, in *G.U.*, 24 febbraio 2010.

#### **Straniera**

*Carlill v The Carbolic Smoke Ball Company*, [1892] 2 QB 484.

*CSX Corporation v The Children's Investment Fund (UK) LLP*, et al, S.D.N.Y 08 Civ. 2764 (11 giugno 2008), 562 F Supp. 2D 511.

*EMAK Crown Partners, LLC v Kurz, Consol.*, nn. 64, 2010 e 85, 2010 (Del. Supr. 21 aprile 2010).

*Glencore International AG (ACN 114 271 055) v Takeovers Panel* [2006] FCA 274.  
*Glencore International AG & Anor v Takeovers Panel & Ors* [2005] FCA 1290.  
*Hazell v. Hammersmith and Fulham LBC*, HL 24 gennaio 1991, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1991, II, 433.  
*In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(RR), ATP 20, 15 November 2005.  
*In the Matter of Austral Coal Limited*, 02(R), ATP 16, 20 July 2005.  
*Ithaca (Custodians) v. Perry Corporation*, [2003], (H.C.) 2 N.Z.L.R.  
*Kurz v. Holbrook*, C.A. No. 5019-VCL, (Del. Ch. Feb. 9, 2010).  
*Schreiber v. Carney* (1982), *leading case* nel Delaware.  
*SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc.*, 837 F. Supp. 587, 607 (S.D.N.Y. 1993), cit. da *CSX Corp.*, 562 F Supp. 2D 511.  
Supreme Court of British Columbia, *TELUS Corp. v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350.