

LUISS

Libera Università Internazionale degli Studi “Guido Carli”

Dottorato di ricerca in “Diritto e impresa” – XXVIII ciclo

# ***Gli hedge funds azionisti di società quotate***

Tutor

Ch.mo Prof.

Giandomenico Mosco

Candidato

Dott.

Francesco Liberatori

Anno accademico 2015/2016



## Indice

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>11</b>
<b>CAPITOLO 1 <i>Hedge funds</i> ed <i>hedge funds</i> attivisti: cosa sono, cosa fanno, come lo fanno e perché lo fanno (in questo modo) .....</b>	<b>15</b>
<b>1. Il problema della definizione di un fenomeno economico complesso privo di una qualificazione giuridica espressa da parte dell'ordinamento .....</b>	<b>15</b>
<b><i>1.1 Il primo hedge fund e l'emersione delle caratteristiche "tipiche" della figura .....</i></b>	<b>16</b>
<b><i>1.2 L'evoluzione: da strumento di "copertura" del rischio a prodotto di investimento rischioso. Breve descrizione dei tratti somatici degli hedge funds .....</i></b>	<b>19</b>
<b><i>(a) Gli hedge funds come private funds .....</i></b>	<b>20</b>
<b><i>(b) Contenimento e concentrazione del rischio .....</i></b>	<b>21</b>
<b><i>(c) Remunerazione del gestore .....</i></b>	<b>22</b>
<b><i>1.3 Un primo tentativo di definizione della figura alla stregua dei soli indici socio-economici desunti dalla prassi .....</i></b>	<b>23</b>
<b>2. La regolamentazione degli <i>hedge funds</i> negli Stati Uniti ed in Italia .....</b>	<b>24</b>
<b><i>2.1 La regolamentazione degli hedge funds negli Stati Uniti..</i></b>	<b>26</b>
<b><i>(a) La qualificazione giuridica del fondo e del gestore .....</i></b>	<b>27</b>
<b><i>(b) Il collocamento delle partecipazioni in hedge funds presso gli investitori .....</i></b>	<b>28</b>
<b><i>(c) Regime di contenimento e concentrazione del rischio ...</i></b>	<b>31</b>
<b><i>(d) Vigilanza.....</i></b>	<b>31</b>
<b><i>2.2 La regolamentazione degli hedge funds in Italia.....</i></b>	<b>32</b>
<b><i>(a) La qualificazione giuridica del fondo e del gestore .....</i></b>	<b>32</b>
<b><i>(b) Il collocamento delle partecipazioni in hedge funds presso gli investitori .....</i></b>	<b>33</b>
<b><i>(c) Contenimento e concentrazione del rischio .....</i></b>	<b>34</b>
<b><i>(d) Vigilanza.....</i></b>	<b>35</b>

2.3	<i>Conferma della definizione di hedge fund, prima proposta alla luce dei soli indici socio-economici desunti dalla prassi, in ragione della qualificazione giuridica della figura .....</i>	35
3.	<b>La species “hedge fund attivista” nel più vasto genus “hedge funds” .....</b>	<b>36</b>
3.1	<i>Lo shareholders’ activism come strategia di investimento (e, quindi, come scelta d’impresa e non elemento strutturale distintivo) degli hedge funds attivisti.....</i>	<i>37</i>
3.2	<i>Le tecniche utilizzate dagli hedge funds attivisti: ricostruzione e considerazioni giuridiche .....</i>	<i>40</i>
(a)	<i>Contatti con l’organo amministrativo .....</i>	<i>41</i>
(b)	<i>Esercizio di alcuni diritti di voice .....</i>	<i>48</i>
(c)	<i>Intervento sugli organi sociali.....</i>	<i>50</i>
3.3	<i>La rilevanza dello shareholders’ activism e le ragioni che giustificano l’indagine scientifica. Brevi cenni alle finalità perseguite dalla presente ricerca .....</i>	<i>54</i>
3.4	<i>Cenni ad alcune teorie (inappaganti) che danno conto delle origini dello shareholders’ activism e tentano di fornirne una ricostruzione generale. Rinvio alla teoria del mercato dell’influenza societaria.....</i>	<i>56</i>
(a)	<i>Gli hedge funds attivisti quali soggetti razionali che rispondono ad incentivi economici.....</i>	<i>57</i>
(b)	<i>Gli hedge funds attivisti come governance intermediaries.....</i>	<i>60</i>
(c)	<i>Rilievi critici. Rinvio alla teoria del mercato dell’influenza societaria.....</i>	<i>65</i>
4.	<b>Le conseguenze economiche dell’attivismo degli hedge funds (ed alcune considerazioni in margine al dibattito sullo short-termism).....</b>	<b>66</b>
4.1	<i>Le conseguenze dell’attivismo sulla società target e sugli altri azionisti.....</i>	<i>68</i>
(a)	<i>Le conseguenze nel breve periodo .....</i>	<i>68</i>
(b)	<i>Le conseguenze nel lungo periodo .....</i>	<i>70</i>
(c)	<i>Il dibattito sullo short-termism .....</i>	<i>72</i>

4.2	<i>Le conseguenze dell'attivismo sui creditori sociali</i> .....	75
(a)	<i>Le conseguenze sulle obbligazioni</i> .....	75
(b)	<i>Le conseguenze sui prestiti bancari</i> .....	76
(c)	<i>Valutazione dei dati</i> .....	76
<b>CAPITOLO 2 <i>Hedge funds</i> attivisti ed ordinamento giuridico italiano. Analisi empirica degli effetti prodotti da alcune riforme del diritto societario, adottate nel periodo 2004-2014, nella diffusione dello <i>shareholders' activism</i> in Italia.....</b>		
1.	<b>Introduzione</b> .....	77
2.	<b>Il mercato dell'influenza societaria quale teoria idonea a dare conto delle forze che favoriscono ed ostacolano la diffusione dello <i>shareholders' activism</i></b> .....	80
2.1	<b>Supply side: le determinanti dell'offerta nel mercato dell'influenza societaria</b> .....	80
(a)	<i>La "valutazione" della società target</i> .....	81
(b)	<i>La struttura azionaria della società target</i> .....	82
(c)	<i>I diritti degli azionisti</i> .....	83
2.2	<b>Demand side: le determinanti della domanda nel mercato dell'influenza societaria. In particolare, l'effetto depressivo dei costi della regolamentazione</b> .....	83
3.	<b>Il fattore regolamentare quale <i>driver</i> principale, specie in presenza di società a base azionaria concentrata, della diffusione degli <i>hedge funds</i> attivisti: analisi delle principali riforme del diritto societario italiano nel periodo 2004–2014</b> .....	84
4.	<b>(segue) La lunga (rin)corsa della riforma del diritto societario italiano: dal codice del 1942 al periodo 2004-2014</b> .....	85
4.1	<i>La riforma del 1976 e la tendenziale negazione delle specificità delle società quotate e del mercato azionario</i> .....	86
4.2	<i>La riforma del 1998 e la scelta di riconoscere "diritti" e "poteri" alle minoranze meno incentivate a farne uso</i> .....	87
5.	<b>(segue) Il decennio delle riforme (2004-2014): la riforma del diritto societario (2003-2004), il caso Parmalat e le direttive comunitarie sui diritti degli azionisti. Analisi teorica e qualitativa dei possibili effetti sullo <i>shareholders' activism</i></b> .....	90

5.1	<i>Il decennio delle riforme ed i diritti degli azionisti.....</i>	92
(a)	<i>Diritti di voice: assemblea e collegio sindacale .....</i>	92
(b)	<i>Amministratore e sindaco delle minoranze .....</i>	93
(c)	<i>Diritti e procedure: introduzione della record date e semplificazione della sollecitazione di deleghe .....</i>	94
5.2	<i>Diritti (per la fidelizzazione) degli azionisti di lungo periodo: dividendo maggiorato ed azioni a voto maggiorato .....</i>	97
5.3	<i>Obblighi di comunicazione di alcune partecipazioni rilevanti.....</i>	98
5.4	<i>Quali effetti sarebbe ragionevole attendersi da tali riforme del periodo 2004-2014 sullo shareholders' activism e sul mercato dell'influenza societaria? Analisi teorica e qualitativa .....</i>	100
(a)	<i>I diritti degli azionisti quale strumento capace di stimolare lo shareholders' activism .....</i>	100
(b)	<i>I diritti (per la fidelizzazione) degli azionisti di lungo periodo quale strumento capace di deprimere, seppure indirettamente, lo shareholders' activism.....</i>	101
(c)	<i>Valutazione non univoca delle modifiche apportate al regime di disclosure delle partecipazioni rilevanti .....</i>	105
(d)	<i>Conclusioni dell'analisi teorica e qualitativa: le considerate riforme del periodo 2004-2014 dovrebbero ragionevolmente sostenere, e non deprimere, la diffusione dello shareholders' activism .....</i>	109
6.	<i>Ricerca di riscontri empirici alle conclusioni dell'analisi teorica e qualitativa: analisi empirica dell'attivismo degli hedge funds in Italia nel periodo 2004-2014 .....</i>	111
6.1	<i>Dati sulla presenza di hedge funds in Italia nel periodo 2000-2014.....</i>	113
6.2	<i>Dati sulla presenza di hedge funds attivisti in Italia nel periodo 2004-2014 .....</i>	113
6.3	<i>Dati sugli episodi di attivismo da parte degli hedge funds in Italia nel periodo 2004-2014 .....</i>	114
6.4	<i>Dati sull'attività degli "investitori istituzionali" in Italia nel periodo 2004-2014 .....</i>	115

(a) <i>Struttura proprietaria: prevalenza delle posizioni in società con scarsa concentrazione proprietaria</i> .....	115
(b) <i>Incremento della partecipazione assembleare e della c.d. “intensità” di partecipazione</i> .....	116
(c) <i>Aumento esponenziale degli episodi di sollecitazione di deleghe a partire dal 2011</i> .....	117
6.5 <i>Valutazione dei dati e sostanziale riscontro dell’ipotesi formulata in base all’analisi teorica e qualitativa</i> .....	118
(a) <i>Riscontri all’ipotesi di lavoro</i> .....	118
(b) <i>Riscontri ad alcuni spunti del modello Armour/Cheffins, record date e sollecitazione di deleghe</i> .....	119
<b>CAPITOLO 3</b> <i>L’attivismo degli hedge funds considerato, in chiave difensiva, dall’angolo visuale della società target: conseguenze economiche dell’attivismo, domanda di intervento del legislatore e ricostruzione di alcuni strumenti di difesa contro l’attivismo degli hedge funds</i> .....	121
1. <i>Le conseguenze economiche dell’attivismo degli hedge funds e le (deboli) ragioni a sostegno di un intervento correttivo ad hoc del legislatore</i> .....	121
1.1 <i>Le (deboli) ragioni a sostegno di un intervento del legislatore volto a limitare l’attivismo degli hedge funds</i> .....	123
(a) <i>La mancanza di dati sull’esistenza di esternalità negative prodotte dall’attivismo degli hedge funds</i> .....	123
(b) <i>Spunti per la ricostruzione di alcuni strumenti di difesa della società target e dei suoi azionisti a diritto vigente</i> .....	124
2. <i>Strumenti di difesa della società target: il conflitto di interessi del socio hedge fund</i> .....	126
2.1 <i>La fattispecie della detenzione di una partecipazione in società concorrente da parte del socio hedge fund</i> .....	127
2.2 <i>La fattispecie della valorizzazione della partecipazione nel breve o brevissimo periodo (short-termism) da parte dell’hedge fund. Necessità di distinguere tra la posizione del socio hedge fund e quella dell’amministratore da esso designato.</i> .....	129
(a) <i>Short-termism e amministratori: la delicata posizione dell’amministratore designato dal socio attivista</i> .....	131

3. (segue) Strumenti di difesa della società <i>target</i> : l'abuso del diritto di voto .....	135
4. (segue) Strumenti di difesa della società <i>target</i> : l'abuso di maggioranza .....	136
4.1 Breve rassegna delle principali teorie sull'abuso di maggioranza .....	137
4.2 Delimitazione della figura alla luce della più recente giurisprudenza della Corte di Cassazione .....	140
4.3 Casistica .....	143
4.4 Considerazioni sulla rilevanza (e sui limiti) dell'abuso di maggioranza per contrastare un hedge fund attivista.....	147
5. (segue) Strumenti di difesa della società <i>target</i> : l'abuso di minoranza .....	150
5.1 Delimitazione della figura e casistica .....	153
5.2 Abuso di minoranza e delibere negative: il problema dei rimedi.....	156
5.3 Considerazioni sulla rilevanza (e sui limiti) dell'abuso di minoranza per contrastare un hedge fund attivista .....	159
6. (segue) Strumenti di difesa della società <i>target</i> : politiche e tecniche di incentivazione dell'investimento azionario di lungo periodo. Rinvio.....	160
<b>CAPITOLO 4 Conclusioni.....</b>	<b>165</b>
1. Nonostante il diverso avviso del legislatore comunitario e della vulgata comune, gli <i>hedge funds</i> non operano (né operavano, prima dell'adozione Dodd-Frank Act e della Direttiva AIFMD nel 2010-2011) in un contesto caratterizzato da mancanza di regole	165
2. Alcune delle riforme del diritto societario adottate nel periodo 2004-2014 (in particolare: la previsione di un amministratore delle minoranze nel 2005, la semplificazione delle deleghe di voto nel 2010 e l'introduzione della <i>record date</i> nel 2012) hanno creato le condizioni necessarie perché gli <i>hedge funds</i> attivisti potessero trovare conveniente operare in un contesto caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata, mentre altre riforme (in particolare, l'introduzione del dividendo	

maggiorato nel 2010 e del voto maggiorato nel 2014) hanno operato in senso contrario .....	166
3. La presenza di <i>hedge funds</i> attivisti e la promozione di campagne di attivismo produce effetti positivi per le società <i>target</i> ed i loro azionisti, in particolare in un contesto caratterizzato da una struttura proprietaria molto concentrata quale quello italiano. I possibili effetti negativi che potrebbero derivarne sono relativamente contenuti e non tali da richiedere un intervento correttivo <i>ad hoc</i> del legislatore, vieppiù perché le <i>target</i> dispongono già di strumenti di diritto societario per difendersi da <i>hedge funds</i> attivisti.....	171
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>175</b>



## INTRODUZIONE

Il presente lavoro di ricerca ha per oggetto lo studio degli *hedge funds* attivisti (o “fondi attivisti”).

Si tratta di fondi, dalla complessa qualificazione giuridica, che acquisiscono partecipazioni di minoranza in un emittente quotato (“*target*”) e tentano di influenzarne il gruppo di comando,<sup>1</sup> sollecitandone la revisione di alcune politiche (di *governance*, finanziarie, strategiche) al fine di trarne un profitto.<sup>2</sup>

La rilevanza socio-economica del fenomeno è piuttosto pacifica. Le stime più recenti indicano che gli *hedge funds* attivisti, pur rappresentando appena il 4% del totali dei fondi *hedge*, hanno *assets under management* (“a.u.m.”) pari a circa \$ 100 miliardi.<sup>3</sup> Nel numero del 7 febbraio 2015 il settimanale *The Economist* ha dedicato loro la storia di copertina, dal titolo «Capitalism’s unlikely heroes», documentando «Why activist investors are good for the public company». Negli Stati Uniti e, in misura proporzionale alle dimensioni del suo mercato di capitali, anche in Italia, gli episodi di attivismo sono

---

<sup>1</sup> Si utilizza volutamente l’espressione “gruppo di comando” per cogliere sia le società in cui gli amministratori esecutivi sono espressione di uno o più azionisti di riferimento, sia quelle in cui tali azionisti mancano: nel primo caso, semplificando nei limiti dell’accettabile, il “gruppo di comando” è il blocco costituito dagli azionisti di riferimento e dagli amministratori esecutivi che ne sono espressione; nel secondo caso, esso è costituito dai soli amministratori esecutivi.

<sup>2</sup> Sulla qualificazione legale degli *hedge funds* in Italia e negli Stati Uniti, e per una definizione di attivismo, si v. rispettivamente il Capitolo 1, §2 ed il Capitolo 1, §3.1, *infra*.

<sup>3</sup> Dati aggiornati al primo semestre 2014. Si v. le nt. 62-64, *infra*, per i riferimenti bibliografici.

cresciuti a ritmo piuttosto rilevante nell'ultimo decennio, sovente dando luogo a campagne attiviste e contenziosi di rilievo.<sup>4</sup>

Altrettanto pacifica è la rilevanza giuridica dello *shareholders' activism*, che giustifica il presente lavoro di ricerca. L'attivismo dei fondi *hedge* solleva un novero molto ampio di complesse questioni giuridiche – a metà strada tra il diritto degli intermediari finanziari, il diritto societario, il diritto del mercato mobiliare e la prassi – la ricostruzione e la soluzione delle quali risultano ancora più problematiche in ragione della natura relativamente recente del fenomeno e della penuria di precedenti, dottrinari e giurisprudenziali, cui fare riferimento.

Il presente lavoro affronta tali questioni calandole in un *iter* di approfondimento scandito in tre macro-fasi, che tendenzialmente corrispondono ai tre capitoli in cui è suddivisa la tesi ed alle principali finalità della ricerca.

La prima di tali finalità ha a che fare con la qualificazione e la natura giuridica degli *hedge funds*. Lo studio di una tematica così complessa quale quella oggetto del presente lavoro richiede infatti, inevitabilmente, un'indagine preliminare sull'*ubi consistam* legale della figura giuridica oggetto di studio – sia per la natura non immediatamente intuitiva del fenomeno socio-economico preso in considerazione, sia per l'assenza di un regime normativo di pronto riferimento. L'obiettivo, in questa fase, è quello di chiarire cosa sia un fondo *hedge* (e, in particolare, cosa sia un fondo *hedge* attivista); in cosa consista la sua attività quale attivista, descrivendo i vari strumenti impiegati per influenzare il gruppo di comando della *target*; quali siano le conseguenze economiche dell'attivismo sulla società *target*. Tutto ciò nella prospettiva di chiarire

---

<sup>4</sup> Si v. gli episodi di attivismo documentati in nt. nel Capitolo 1, §3.3, *infra*.

la natura giuridica degli *hedge funds* ed il quadro regolamentare in cui operano.

La seconda finalità della ricerca è quella di indagare, in riferimento all'ordinamento italiano, quale sia il rapporto tra il quadro giuridico di riferimento in cui operano gli *hedge funds* e le dimensioni del fenomeno dello *shareholders' activism* in un sistema, quale quello italiano, caratterizzato da società quotate con base azionaria molto concentrata.<sup>5</sup> In tale contesto, tenterò di ricostruire in via teorica ed astratta i fattori normativi capaci di agevolare la diffusione dell'attivismo dei fondi e poi cercherò di verificare se, ed in che misura, le numerose riforme del diritto societario succedutesi nel periodo 2004-2014 abbiano avuto un effetto (e di che tipo) sullo *shareholders' activism*. Se non è inedito il tentativo di valutare l'effetto di tali riforme, ad essere inediti sono l'ambito di lavoro e la metodologia prescelti. L'impatto di ciascuna di tali riforme sarà infatti valutato: (i) in relazione al ruolo che ciascuna di esse può aver avuto nel sostenere, o deprimere, la diffusione degli *hedge funds* attivisti in Italia; e (ii) mediante l'ausilio di dati, e dunque non solo alla stregua di criteri qualitativi e speculativi, in parte da me raccolti a mano ed in larga parte cortesia degli Autori di studi condotti negli ultimi anni per conto di Georgeson/LUISS Ceradi/Fondazione Bruno Visentini, cui va il mio sentito ringraziamento.

La terza finalità della ricerca ruota intorno alle conseguenze giuridiche dell'attivismo degli *hedge funds*. In particolare, dopo aver chiarito le conseguenze economiche dell'attivismo dei fondi *hedge*, valuterò la situazione giuridica della società che diventi *target* di un fondo attivista. A tal proposito, due sono gli obiettivi che intendo

---

<sup>5</sup> Si v. i dati forniti in nt. 212, *infra*.

perseguire: da un lato, valutare l'opportunità (e, soprattutto, la praticabilità) di un intervento normativo *ad hoc* volto ad ostacolare o disincentivare l'attivismo degli *hedge funds*; dall'altro, valutare se il diritto societario conosca già strumenti ed istituti che possano impiegati per ostacolare il predetto attivismo o per difendersene. Il fine ultimo è quello di comprendere se, ed in che misura, il ruolo degli *hedge funds* possa essere ritenuto positivo o dannoso per la *corporate governance* di società quotate in un contesto, quale quello italiano, a base azionaria molto concentrata.

## CAPITOLO 1

### ***Hedge funds ed hedge funds attivisti: cosa sono, cosa fanno, come lo fanno e perché lo fanno (in questo modo)***

SOMMARIO: 1. Il problema della definizione di un fenomeno economico complesso privo di una qualificazione giuridica espressa da parte dell'ordinamento. – 2. La regolamentazione degli *hedge funds* negli Stati Uniti ed in Italia. – 3. La *species* “hedge fund attivista” nel più vasto *genus* “hedge funds”. – 4. Le conseguenze economiche dell'attivismo degli *hedge funds* (ed alcune considerazioni in margine al dibattito sullo *short-termism*).

#### **1. Il problema della definizione di un fenomeno economico complesso privo di una qualificazione giuridica espressa da parte dell'ordinamento**

“Hedge fund” è una locuzione che allude ad una figura dai contorni piuttosto chiari nella realtà socio-economica, articolata nel fondo vero e proprio ed in una distinta società che lo gestisce (*asset manager* o gestore). Non esiste, tuttavia, alcuna definizione comunemente accettata del fenomeno giuridico sottostante tale locuzione. Da un lato, la legge tende a presupporre la realtà socio-economica che essa stessa disciplina e si limita ad offrire spunti definitori di modesta utilità.<sup>6</sup> Dall'altro, la dottrina giuridica e la

---

<sup>6</sup> L'art. 4, co. 1, lett. a) della Direttiva 2011/61/UE (“AIFMD”) definisce i fondi di investimento alternativi (“FIA”) come i fondi che non necessitano di un'autorizzazione ad operare come fondi comuni di investimento – *rectius*, organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (“OICVM”).

letteratura economica non hanno sinora elaborato una definizione comune di *hedge fund* e, di conseguenza, pressoché ciascuno studio sull'argomento contiene una propria definizione.<sup>7</sup> E se è esatto notare che non vi sono divergenze notevoli tra tali definizioni, è innegabile che ciascuna risenta della sensibilità dello studioso e delle finalità della ricerca.

Non è dunque possibile, in questa sede, sottrarsi all'onere di formulare una definizione di *hedge fund*. Ritengo che, per farlo nella maniera meno apodittica possibile, sia utile, dapprima, ripercorrerne la breve storia.

### ***1.1 Il primo hedge fund e l'emersione delle caratteristiche "tipiche" della figura***

Il primo *hedge fund* della storia, tuttora in attività, è A.W. Jones & Co. A fondarlo, nel 1949, è stato Alfred Winslow Jones.

Sociologo di formazione, in quell'anno Jones stava conducendo delle ricerche per un articolo in materia di mercati finanziari che sarebbe poi stato pubblicato sulla rivista *Fortune*.<sup>8</sup> Nel corso di tali ricerche, Jones ebbe un'intuizione che lo condusse ad elaborare una strategia di

---

<sup>7</sup> Nel 2003, la U.S. Securities and Exchange Commission ("S.E.C."), l'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare negli Stati Uniti, ospitò una tavola rotonda sugli *hedge funds* cui parteciparono anche numerosi esponenti del settore. Uno dei partecipanti lamentò che i regolamenti federali ed alcune pubblicazioni del settore utilizzavano 14 diverse definizioni di "hedge fund" (l'aneddoto è riportato da F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Vanderbilt University Law School Law and Economics Working Paper No. 06–21, ottobre 2006, pp. 22 s. ed *ivi*, nt. 44, bibliografia, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=931254>).

<sup>8</sup> A. W. JONES, *Fashions in Forecasting*, in *Fortune*, 3/1949, p. 88.

investimento che prometteva ritorni significativi indipendentemente dall'andamento generale del mercato. Selezionando azioni "sottovalutate" ed azioni "sopravvalutate",<sup>9</sup> Jones ritenne di poter ottenere alti rendimenti da un portafoglio titoli assumendo posizioni lunghe sulle prime, il cui acquisto sarebbe stato finanziato dalla vendita allo scoperto delle seconde: posizioni lunghe e corte avrebbero dovuto,

---

<sup>9</sup> L'idea che vi siano azioni "sopravvalutate" ed azioni "sottovalutate" presuppone che ciascuna azione abbia un valore intrinseco, che tale valore sia conoscibile e che solo alcuni sappiano prevederlo. Una simile idea, diffusa negli anni '50 del secolo scorso, venne poi ostracizzata dalla diffusione della *efficient market hypothesis* ("EMH"), sviluppata tra gli anni '60 e '70 da Paul Samuelson ed Eugene Fama (si v. A. W. LO, *Efficient Markets Hypothesis* (voce), in S. N. DURLAUF – E. B. LAWRENCE (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*<sup>2</sup>, New York, 2008, disponibile all'indirizzo [http://web.mit.edu/alo/www/Papers/EMH\\_Final.pdf](http://web.mit.edu/alo/www/Papers/EMH_Final.pdf)), seconda la quale il prezzo di un'azione riflette le informazioni disponibili (nell'accezione più radicale, la EMH afferma che il mercato riflette pressoché immediatamente tutte le informazioni disponibili su quello strumento: ne deriva che il prezzo di mercato è il prezzo "giusto" e che nessun investitore può "battere il mercato"). La critica più serrata alla EMH, specie nella sua accezione più radicale, è probabilmente quella mossa in tempi relativamente recenti dalla *behavioral economics* (si v. R. M. THALER, *Misbehaving*, New York-London, 2015, pp. 206 s., 219, 231 s., 239 e 251 ss). In passato, critiche erano state rivolte già nel seminale contributo di S. GROSSMAN – J. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The Am. Econ. Rev.*, 70, pp. 393–408. Per una difesa della EMH ed una critica dei contributi della *behavioral economics*, si v. invece R. J. GILSON – R. H. KRAAKMAN, *Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?*, in C. A. HILL – B. H. McDONNELL (ED.), *op. cit.*, pp. 456 ss., i quali sostengono che la crisi finanziaria iniziata nel 2008, lungi dal dimostrare la fallacia della teoria, ne avrebbe invece riaffermato la validità euristica (p. 468 s. e, per la critica alla *behavioral economics*, pp. 469 s.).

in altri termini, “coprire” (*hedge*, appunto) il fondo dai rischi connessi all’andamento del mercato.<sup>10</sup>

Dietro il primo *hedge fund* sta, dunque, un tentativo di contenimento del rischio finanziario dell’investimento: il che è quantomeno singolare per una tipologia di fondi che oggi è universalmente nota per essere altamente speculativa.

Due sono le caratteristiche dei fondi di Jones su cui, in chiave storica, vale la pena soffermarsi: essi non vennero costituiti come *investment companies*<sup>11</sup> e, a differenza della prassi di mercato allora prevalente, la commissione dovuta al gestore del fondo era determinata non in misura fissa ma come una percentuale dei profitti realizzati dal fondo – il 20%, per la precisione.<sup>12</sup> Si tratta, come approfondito *infra*, di due elementi molto rilevanti per la successiva evoluzione degli *hedge funds*.

---

<sup>10</sup> Per una dettagliata spiegazione tecnica del meccanismo di *hedging*, si v. V. LAZZARI, *Economia e finanza degli hedge funds*, in *Banca, impresa, società*, 2000, 3, p. 385. Su alcune caratteristiche del primo *hedge fund* e sulla loro persistenza si v. anche F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. cit.*, p. 23 ed E. CROCI, *Shareholders Activism*, Milano, 2011, p. 107.

<sup>11</sup> Negli Stati Uniti, le *investment companies* sono fondi comuni di investimento (*mutual funds*, secondo la terminologia statunitense) costituiti in forma societaria.

<sup>12</sup> F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. cit.*, p. 24.

## **1.2 L'evoluzione: da strumento di "copertura" del rischio a prodotto di investimento rischioso. Breve descrizione dei tratti somatici degli hedge funds**

Se il primo *hedge fund* nasce nel 1949, è soltanto nel 1966 che tale locuzione viene impiegata per la prima volta.<sup>13</sup>

Negli anni '60, quando negli Stati Uniti si contavano circa 140 fondi di questo tipo,<sup>14</sup> gli *hedge funds* erano divenuti figure in parte simili ed in parte diverse da quelle immaginate da Alfred Jones. Da un lato, alcuni dei tratti genetici della figura nata nel 1949 erano andati progressivamente scomparendo: gli *hedge funds*, ad esempio, persero precocemente l'*allure* di strumenti volti a diversificare il rischio sviluppandosi, piuttosto, come un archetipo di strumento ad alto rischio (o, correlativamente, ad alto rendimento). Dall'altro, altri tratti genetici del primo *hedge fund* erano invece destinati a caratterizzare tale figura per lungo tempo.

Il fondo di Alfred Jones contiene, *in nuce*, alcuni elementi che tuttora rappresentano tratti somatici caratteristici degli *hedge funds*. Anche prescindendo, per il momento, dalla qualificazione giuridica di

---

<sup>13</sup> CAROL J. LOOMIS, *The Jones Nobody Keeps Up With*, in *Fortune*, 4/1966, p. 237. Per una accurata descrizione sociologica di cosa rappresentino attualmente gli *hedge funds* e delle tematiche di interesse giuridico che essi sono in grado di sollevare, si v. P. RADDEN KEEFE, *The Empire of Edge*, in *The New Yorker*, 13 ottobre 2014 (disponibile all'indirizzo [www.newyorker.com/magazine/2014/10/13/empire-edge](http://www.newyorker.com/magazine/2014/10/13/empire-edge)).

<sup>14</sup> PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, 1999, p. 1 (disponibile all'indirizzo <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/hedgfund.pdf>), *cit.* in F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. loc. ult. cit.*

tali fondi e dal loro livello di regolamentazione,<sup>15</sup> appare indubbio che alcuni elementi più di altri ne definiscono la fisionomia, sia storica sia attuale: (i) in primo luogo, gli *hedge funds* sono soggetti ad un livello di regolamentazione di gran lunga inferiore rispetto a quello applicabile ad altri fondi e non sono destinati al collocamento presso il pubblico indistinto dei risparmiatori (in questo senso sono, cioè, dei *private funds*); (ii) gli *hedge funds* non sono tenuti ad osservare alcuna regola cogente in materia di contenimento e concentrazione del rischio, il che conferisce loro ampia discrezionalità gestionale ed operativa e ne fa, potenzialmente, prodotti ad alto rendimento – e ad alto rischio – per l’investitore; e (iii) l’allineamento degli interessi del gestore del fondo con quelli degli investitori è assicurato da *performance fees* piuttosto elevate.

Ciascuno di tali elementi menzionati *sub (i)-(iii)* sarà trattato più dettagliatamente nei paragrafi che seguono.

(a) *Gli hedge funds come private funds*

L’intensità della regolamentazione degli *hedge funds* è indubbiamente mutata nel corso del secolo scorso ed è tuttora diversa a seconda degli ordinamenti. Tuttavia, confrontando la disciplina loro applicabile con quella propria dei fondi comuni di investimento (o *mutual funds*, negli Stati Uniti), è agevole notare la permanenza di un importante scalino normativo tra queste tipologie di fondi.

---

<sup>15</sup> Su cui, ampiamente, si v. il §2 del presente capitolo, *infra*.

Come si avrà modo di approfondire nel paragrafo successivo,<sup>16</sup> gli *hedge funds* operano in presenza di una duplice esenzione: (i) da un lato, non si applica loro il regime normativo previsto per i fondi comuni di investimento; (ii) dall'altro, sono esenti dall'applicazione del regime di *disclosure* proprio dei prodotti finanziari collocati presso il pubblico indistinto dei risparmiatori, in quanto normalmente commercializzati presso investitori professionali (e ciò anche in assenza di norme di legge che ne impediscano l'offerta al pubblico).<sup>17</sup>

(b) Contenimento e concentrazione del rischio

Da quanto appena indicato *sub (a)* consegue, tra l'altro, che agli *hedge funds* non si applicano le innumerevoli previsioni in materia di contenimento e concentrazione del rischio proprie dei fondi comuni. Si tratta di una caratteristica che va sottolineata adeguatamente in quanto consente agli *hedge funds* di adottare strategie di investimento con un significativo grado di libertà e flessibilità, di investire l'intero portafogli in un numero limitato di emittenti e di ricorrere, pressoché senza limiti, alla leva finanziaria– l'*hedge fund* investe, si noti, in azioni di società

---

<sup>16</sup> Si v., in particolare, il §2.1 (per gli Stati Uniti) ed il §2.2 (per l'Italia) del presente capitolo, *infra*.

<sup>17</sup> V. F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. cit.*, p. 23 e, limitatamente al punto *sub (i)* nel testo, anche C. A. NIGRO – G. ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli Usa: dal quasi-collasso di Long-Term Capital Management al Dodd-Frank Act*, in V. SANTORO (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Milano, 2012, p. 201. Tali punti sono generalmente considerati pressoché da tutti gli autori che si sono occupati del tema: per tutti, si v. OICV-IOSCO, *Hedge Funds Oversight Consultation Report*, 2009, p. 6 (disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>).

quotate in cui si limita ad acquisire, normalmente, posizioni di minoranza.<sup>18</sup>

Come si avrà modo di chiarire ampiamente nel prosieguo, la flessibilità nel perseguire strategie di investimento è un fattore molto rilevante per dare conto dell'attivismo di tali fondi.<sup>19</sup>

(c) Remunerazione del gestore

Le clausole che disciplinano la remunerazione del gestore di un *hedge fund* prevedono normalmente: (i) una commissione di gestione (*management fee*) pari al 2% del *net asset value* (“n.a.v.”) del fondo; e (ii) una commissione di risultato (*performance fee*) pari al 20% dei profitti realizzati.<sup>20</sup>

La *performance fee* è normalmente soggetta, tuttavia, ad una clausola nota come *high water–mark*. Tale clausola prevede che, qualora il n.a.v. del fondo registri un decremento nel periodo di riferimento, il gestore abbia diritto al pagamento della *performance fee* solo dopo aver eliminato l'effetto di tale perdita: si tratta, come è evidente, di un forte incentivo ad evitare perdite ed incrementare il valore del n.a.v. nel tempo.

---

<sup>18</sup> Per una descrizione delle principali strategie impiegate dagli *hedge funds*, si v. il §2 del presente capitolo, *infra*.

<sup>19</sup> Si va il §3.1 del presente capitolo, *infra*.

<sup>20</sup> Si v. F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. loc. ult. cit.*; OICV–IOSCO, *op. cit.*, pp. 6 s.; C. A. NIGRO – G. ROMANO, *op. cit.*, 207; J. KAPLAN, *Hedge Fund Terms*, IBA 15th International Conference on Private Investment Funds March 9–11, 2014, p. 2 (disponibile presso l'autore); V. LAZZARI, *op. cit.*, pp. 393 s.; E. CROCI, *op. cit.*, p. 108 s.

La *performance fee* è sovente soggetta, inoltre, ad una clausola nota come *hurdle rate*: ai sensi di tale clausola, il gestore ha diritto al pagamento della *fee* solo qualora le *performance* del fondo abbiano raggiunto un certo valore prefissato.

L'insieme di tali disposizioni dà conto, piuttosto efficacemente, dalla natura fortemente incentivante della remunerazione dei gestori di *hedge funds*. Ed è appena il caso di notare che le critiche sull'eccessiva attitudine al rischio di tali fondi si basano, prevalentemente, sul sistema di remunerazione del gestore appena descritto. La clausola di *high water-mark*, in particolare, sta a significare che il fondo difficilmente potrà sopportare perdite importanti senza compromettere la propria stabilità finanziaria e la propria solvibilità.

### ***1.3 Un primo tentativo di definizione della figura alla stregua dei soli indici socio-economici desunti dalla prassi***

I tratti appena descritti connotano gli *hedge funds* meramente da un punto di vista socio-economico, prescindendo cioè dalla loro qualificazione giuridica e dal livello di regolamentazione loro applicabile.

Ferma la necessità di verificarne la compatibilità con l'ordinamento giuridico, sembra legittimo e corretto utilizzare tali elementi per abbozzare un primo tentativo di definizione di "hedge fund".

Sintetizzando quanto sopra indicato, ai fini di questa trattazione per *hedge funds* intenderò quei fondi che acquisiscono posizioni di minoranza in società quotate e che: (i) sono soggetti ad un livello di regolamentazione e supervisione relativamente modesto e contenuto,

anche rispetto ad altre tipologie di fondi (fondi comuni o *mutual funds*) e non sono normalmente rivolti al pubblico indistinto dei risparmiatori, ma soltanto ad investitori professionali; (ii) non sono soggetti a regole cogenti di contenimento e concentrazione del rischio;<sup>21</sup> (iii) sono amministrati da un gestore la cui remunerazione è fortemente condizionata da elementi incentivanti essendo, tra l'altro, proporzionalmente legata alla *performance* del fondo.<sup>22</sup> Tali elementi andranno poi verificati da un punto di vista prettamente giuridico.<sup>23</sup>

## **2. La regolamentazione degli *hedge funds* negli Stati Uniti ed in Italia**

Sebbene storicamente soggetti ad un livello di regolamentazione meno stringente e penetrante di analoghi prodotti di investimento, non è corretto affermare che gli *hedge funds* siano stati in passato, o siano attualmente, l'archetipo della mancanza di regole.

---

<sup>21</sup> Poiché il prodotto di investimento è più rischioso, chi investe in quote di un *hedge fund* pretende rendimenti del tutto slegati dalla (e ben maggiori della) media del mercato o dei fondi comuni di investimento. Sugli *absolute returns*, si v. E. CROCI, *op. cit.*, p. 107.

<sup>22</sup> Tali elementi, seppure con enfasi diverse, ricorrono generalmente in tutte le definizioni di *hedge funds* proposte in dottrina. Per una rassegna, si v. i riferimenti di cui alla nt. 17, *supra* e quelli in J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, The Center for Law and Economics Studies at Columbia University Law School, Working Paper No. 489, settembre 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2496518>).

<sup>23</sup> Si v. il §2 del presente capitolo, *infra*.

Sia nell'Unione Europea sia negli Stati Uniti, ben prima delle recenti riforme,<sup>24</sup> gli *hedge funds* erano soggetti ad un livello di regolamentazione e vigilanza piuttosto elevato, sebbene non paragonabile a quello dei fondi comuni.<sup>25</sup> Il livello più contenuto della regolazione si è conservato anche a seguito della approvazione del Dodd–Frank Act e della Direttiva AIMFD.

In questa sede non appare utile, e non sarebbe comunque possibile, approfondire tutti gli elementi normativi che rilevano per la disciplina di tali fondi. Ritengo comunque necessario accennare ad alcuni punti della disciplina degli *hedge funds* senza i quali difficilmente si riuscirebbe ad analizzarne il ruolo di azionisti (attivisti) di società quotate. Nei paragrafi che seguono toccherò, per linee generali, il regime giuridico applicabile negli Stati Uniti ed in Italia in punto di: (i) qualificazione giuridica degli *hedge funds*; (ii) collocamento delle partecipazioni in *hedge funds* presso gli investitori; (iii) regole di contenimento e concentrazione del rischio; (iv) vigilanza. Ad esito di tale descrizione, valuterò se ed in che misura la definizione di *hedge fund* delineata nel paragrafo precedente alla stregua di dati socio-economici risulti fondata anche da un punto di vista più strettamente giuridico.

Una premessa. Come notato in precedenza, “hedge fund” è una locuzione di sintesi che designa il complesso dei fondi veri e propri, da

---

<sup>24</sup> Si fa riferimento, rispettivamente, alla AIFMD ed al c.d. Dodd–Frank Act (*Public Law 111–203—JULY 21, 2010 – Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*: il “Dodd–Frank Act”)

<sup>25</sup> Su cui si v. il §2.1(d) (per gli Stati Uniti) ed il §2.2(d) (per l'Italia) del presente capitolo, *infra*.

un lato, e del loro gestore (*asset manager*), dall'altro. Nei paragrafi seguenti, ove occorrerà tenere da conto tale caratteristica strutturale, si distinguerà espressamente tra fondo e gestore; altrimenti ci si riferirà, con l'espressione *hedge fund*, al complesso costituito dal fondo e dal gestore.

### **2.1 La regolamentazione degli hedge funds negli Stati Uniti**

Negli Stati Uniti gli *hedge funds* sono normalmente costituiti in forma di *limited partnership* ("LP") ed i loro gestori in forma di *limited liability company*.<sup>26</sup>

La situazione regolamentare di seguito descritta vige a seguito dell'approvazione e dell'attuazione del Dodd-Frank Act, che ha modificato i testi normativi di riferimento per il diritto degli *hedge funds*: il *U.S. Investment Companies Act of 1940* ("Investment Companies Act"), che regola le *investment companies* (*mutual funds*, o fondi comuni di investimento in forma societaria); e il *U.S. Investment Advisers Act of 1940* ("Investment Advisers Act"), che regola la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

---

<sup>26</sup> La LP è un soggetto di diritto con due classi di partecipanti (*partners*): (i) i *limited partners*, che beneficiano della responsabilità limitata e sono quindi tenuti a partecipare alle perdite solo fino a concorrenza del loro investimento (a fronte del divieto di ingerirsi nella gestione, pena la possibilità di perdere il predetto beneficio della responsabilità limitata); e (ii) i *general partners*, cui è riconosciuto il diritto di gestione della LP e di rappresentanza presso terzi, che rispondono illimitatamente con il proprio patrimonio dei debiti della LP. Si v., ad es., §17-303, *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act*.

In un *hedge fund*, i clienti sono *limited partners* e l'*asset manager* è il *general partner*.

(a) La qualificazione giuridica del fondo e del gestore

Gli *hedge funds* statunitensi rientrano, in astratto, tra le *investment companies* regolate dall'*Investment Company Act*: in quanto tali, essi sarebbero soggetti al rigoroso regime ivi previsto e sarebbero tenuti a registrarsi presso la SEC. Essi, tuttavia, beneficiano di due distinti *safe harbor* che esentano dall'obbligo di registrazione presso la SEC le *investment companies* le cui quote: (i) siano detenute da non più di cento persone;<sup>27</sup> o (ii) siano detenute esclusivamente da *qualified purchasers*.<sup>28</sup> Nella prassi, più frequente è il ricorso alla seconda di tali esenzioni che genera minori costi e rischi di *compliance* rispetto a quella *de minimis* descritta *sub (i)*.

Il gestore di un *hedge fund* è un *investment adviser*,<sup>29</sup> la cui attività è regolata dall'*Investment Advisers Act of 1940* (l'"Investment Advisers Act"), tenuto a registrarsi presso la SEC.<sup>30</sup> In quanto *registered*

---

<sup>27</sup> Sec. 3(c)(1), Investment Companies Act.

<sup>28</sup> Sec. 3(c)(7), Investment Companies Act. Sec. 2(a)(51)(A), Investment Companies Act definisce *qualified purchasers*, tra gli altri: (i) le persone fisiche che detengano non meno di \$5 milioni in «investments», come definiti dalla S.E.C.; e (ii) gli individui o altri soggetti di diritto che possiedano ed investano, discrezionalmente, non meno di \$25 milioni («*qualified purchasers*»).

<sup>29</sup> Sec. 202(a)(29), Investment Advisers Act.

<sup>30</sup> Sec. 203(a), Investment Advisers Act. Il testo di Sec. 203(a), Investment Advisers Act vigente prima dell'adozione del Dodd–Frank Act esentava dall'obbligo di registrazione presso la S.E.C. gli *investment advisers* che avessero «fewer than 15 clients» (c.d. *private exemption*). Si trattava di una esenzione dalla portata piuttosto ampia, considerato che un gestore funge da *adviser* di non più di due fondi. Nel 2004, in un tentativo di ampliare il novero dei gestori registrati, la S.E.C. adottò una norma attuativa dell'Investment Advisers Act per effetto della quale, ai fini della c.d. *private*

*adviser*, esso è tenuto a depositare ed aggiornare il *Form PF* che contiene dettagliate informazioni in materia di, tra l'altro: (i) attività gestite dal fondo, inclusi dettagli quantitativi sull'uso della leva anche mediante veicoli esterni al perimetro di consolidamento del fondo; (ii) esposizione al rischio di controparte; (iii) posizioni di investimento; (iv) criteri e politiche di valutazione utilizzate; (v) tipologie di attività detenute.<sup>31</sup> Le informazioni depositate presso la SEC non sono destinate alla comunicazione al pubblico.<sup>32</sup>

(b) *Il collocamento delle partecipazioni in hedge funds presso gli investitori*

Come illustrato nel paragrafo precedente, gli *hedge funds* possono operare al di fuori delle strette maglie regolamentari dell'Investment Company Act solo in quanto possono avvalersi di una o entrambe le esenzioni descritte (una *de minimis*, l'altra relativa alla natura qualificata dell'investitore).

Presupposto perché un fondo possa beneficiare di tali esenzioni è che esso non offra, né intenda offrire, le proprie quote mediante un'offerta pubblica.<sup>33</sup>

---

*exemption*, venivano considerati quali «clients» non i fondi gestiti ma gli investitori finali che possedevano quote in tali fondi. Nel 2006, appena entrata in vigore, la norma venne impugnata e la Corte d'Appello per il District of Columbia la dichiarò illegittima in quanto la S.E.C. difettava del potere regolamentare per emanare una simile disposizione. Si v. *Goldstein v. S.E.C.*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006). La norma rimase in vigore solo 4 mesi, tra il febbraio ed il giugno del 2006.

<sup>31</sup> Sec. 204(b)(3), Investment Advisers Act.

<sup>32</sup> Sec. 204(b)(8), Investment Advisers Act.

<sup>33</sup> Sec. 3(c)(1) e Sec. 3(c)(7), Investment Companies Act.

Tale circostanza, unita alla constatazione sopra esposta che i fondi ricorrono prevalentemente alla *qualified purchaser exemption*, spiega perché le quote di un *hedge fund* vengono collocate mediante *private placements*, e non attraverso offerte pubbliche registrate presso la SEC, ai sensi del U.S. Securities Act of 1933 (il “1933 Act”).<sup>34</sup> Ai fini del collocamento privato il fondo è tenuto soltanto a predisporre un *offering memorandum* contenente ogni «material information» relativa al fondo, alla sua attività ed alle quote offerte.<sup>35</sup> Tali *offering memoranda* contengono un quantitativo di informazioni di gran lunga inferiore a quello che sarebbe richiesto per un prospetto destinato al pubblico indistinto dei risparmiatori. Essi, di regola, descrivono gli obiettivi di investimento del fondo, il gestore, i servizi di intermediazione e custodia che verranno prestati all’investitore, i costi e le commissioni, i fattori di rischio ed i conflitti di interesse, alcuni profili fiscali dell’investimento e le procedure da seguire per effettuare l’investimento.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Sec. 4(a)(2), 1933 Act.

<sup>35</sup> Rule 502(b)(2), emanata dalla S.E.C. ai sensi del 1933 Act. Ai sensi della Rule 503(a), emanata dalla S.E.C. ai sensi del 1933 Act, il fondo deve depositare presso la Commissione una *notice of sale* riepilogativa del collocamento entro 15 giorni dalla sua esecuzione.

<sup>36</sup> Tali indicazioni sono tratte da un modello di *Confidential Private Offering Memorandum* predisposto a fini didattici e disponibile presso l’autore.

Il collocamento è condotto generalmente tramite intermediari (c.d. *solicitors*) che agiscono per conto del (gestore del) fondo ogni qualvolta questi intenda raccogliere ulteriore capitale. Per offrire quote del fondo, tali intermediari spesso creano delle piattaforme elettroniche accessibili solo a *qualified purchasers*, profilati tramite appositi questionari dall’intermediario stesso. Una volta distribuito l’*offering*

La quantità (limitata) di informazioni fornite agli investitori si spiega, chiaramente, in ragione della loro natura di soggetti qualificati, *i.e.* di soggetti in grado di «fend for themselves»,<sup>37</sup> secondo lo standard legale e la logica economica tuttora dominanti negli Stati Uniti.

Ciò non autorizza a dedurre che ad una modesta quantità di informazioni faccia riscontro una altrettanto modesta accuratezza delle stesse: al collocamento di quote di *hedge funds* si applica infatti la Rule 10b-5 emanata ai sensi del U.S. Securities Act of 1934 (rispettivamente, la “Rule 10b-5” ed il “1934 Act”). Si tratta di una *anti-fraud provision*, azionabile sia dalla SEC sia da investitori privati, dalla portata testuale molto ampia – e che molto ampiamente è interpretata dalle corti – contro ogni «fraud...in connection with the purchase or sale of any security».<sup>38</sup> L’applicabilità della Rule 10b-5 e la natura qualificata dell’investitore sono incentivi molto rilevanti, per il gestore, affinché i predetti *offering memoranda* contengano informazioni veritiere e non omettono informazioni rilevanti.

---

*memorandum* all’investitore, il collocamento si chiude con la sottoscrizione del contratto di investimento e la sua successiva esecuzione.

<sup>37</sup> *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119, 73 S.Ct. 981, 97 L.Ed. 1494 (1953), in tema di offerta al pubblico di *securities* in esenzione dagli obblighi di registrazione ai sensi di Sec. 4(a)(2) del 1933 Act, dove si legge: «An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction “not involving any public offering”».

<sup>38</sup> La Rule 10b-5 è una norma-chiave nel diritto del mercato mobiliare statunitense, dalla portata piuttosto ampia: per fare che qualche esempio, la Rule 10b-5 è tuttora il referente normativo primario per perseguire, anche in sede penale, l’*insider trading* ed il falso in prospetto. Per una introduzione alla Rule 10b-5, si v. J. C. COFFEE, JR. – J. SELIGMAN – H. A. SALE, *Securities Regulation*, New York, 2007, pp. 932 ss.

(c) Regime di contenimento e concentrazione del rischio

Gli *hedge funds* statunitensi sono dunque, ai fini dell'Investment Company Act, *exempted investment companies*.

Il regime prudenziale ivi previsto in materia di contenimento e concentrazione del rischio, analogo a quello previsto per gli OICVM<sup>39</sup> nel nostro ordinamento, pertanto, non si applica loro.

Ciò comporta, tra l'altro, che gli *hedge funds* non sono tenuti ad osservare regole cogenti in materia di contenimento o concentrazione del rischio, divieti o limiti relativi al ricorso alla leva finanziaria o alle vendite allo scoperto e restrizioni alle politiche di investimento. Ne deriva, è poi appena il caso di notarlo, la liceità delle clausole sulla remunerazione del gestore del fondo, sebbene indubbiamente idonee ad incrementare il profilo di rischio del fondo.

(d) Vigilanza

Come apparirà ormai chiaro dalla discussione che precede, gli *hedge funds* sono soggetti alla vigilanza della SEC su due diversi fronti.

Da un lato, la Commissione vigila sulla comunicazione delle informazioni ai sensi dell'Investment Advisers Act, sanzionata anche penalmente.<sup>40</sup> Dall'altro, sulla perpetrazione di *frauds* nel senso molto ampio di cui alla Rule 10b-5.

Non sembra necessario, in conclusione, indugiare eccessivamente su quanto si intende qui sostenere e che è stato già notato in apertura di

---

<sup>39</sup> Titolo V, Capitolo III, Sezione II, Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del Risparmio, 19 gennaio 2015 ("Regolamento Banca d'Italia").

<sup>40</sup> Sec. 49, Investment Advisers Act.

questo paragrafo: gli *hedge funds*, ammesso lo siano mai stati, sono lungi dall'essere caratterizzabili come prodotti di investimento non regolati.

## **2.2 La regolamentazione degli hedge funds in Italia**

### **(a) La qualificazione giuridica del fondo e del gestore**

L'*hedge fund* è, nel linguaggio del TUF come modificato in sede di recepimento della AIFMD,<sup>41</sup> un «OICR alternativo italiano», altrimenti detto «fondo di investimento alternativo (FIA) italiano»,<sup>42</sup> di tipo aperto, normalmente costituito come fondo comune di investimento.<sup>43</sup> Qualora, come di regola accade, l'investimento nel fondo sia consentito solo ad investitori professionali, il TUF prevede la distinta *species* del «FIA italiano riservato»<sup>44</sup>.

---

<sup>41</sup> Sulla AIFMD si v., tra gli altri, A. DUNCAN, E. CURTIN, M. CROSSIGNANI, *Alternative Regulation: The Directive on Alternative Investment Fund Managers*, in *Capital Markets L. Journal*, 2011, 6, pp. 326 ss.; L. VAN SETTEN – D. BUSCH (ED.), *Alternative Investment Funds in Europe*, Oxford, 2014; E. WYMEERSCH (ED.), *Alternative Investment Fund Regulation*, London, 2012, pp. 433 ss.; D. ZETZSCHE (ED.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, London, 2012.

<sup>42</sup> Art. 1, co. 1, lett. m-ter), d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 88 ("TUF").

<sup>43</sup> Per effetto delle predette modifiche al TUF, anche una società di investimento a capitale variabile ed una società di investimento a capitale fisso possono essere qualificati come FIA italiani purché rientrino nell'ambito di applicazione di tale direttiva (*i.e.*, semplificando nei limiti dell'accettabile, purché non ricadano nell'ambito di applicazione della UCITS IV: arg. ex art. 4, co. 1, lett. a), AIFMD).

<sup>44</sup> Art. 1, co. 1, lett. m-quarter), TUF.

Il gestore di un FIA italiano, che può essere uno qualsiasi dei soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio,<sup>45</sup> è normalmente una società di gestione del risparmio (“sgr”).

(b) Il collocamento delle partecipazioni in hedge funds presso gli investitori

I FIA italiani sono OICR aperti la cui offerta al pubblico richiede, quindi, la pubblicazione di un prospetto informativo autorizzata dalla CONSOB.<sup>46</sup>

Come è noto, tuttavia, qualora l’offerta delle quote del fondo sia riservata a «clienti professionali»<sup>47</sup> (come di regola accade per gli *hedge funds*), la legge esenta l’offerente dall’obbligo di pubblicare un prospetto autorizzato dalla CONSOB.<sup>48</sup> In questi casi, normalmente, viene predisposto un *information memorandum* che descriva le principali caratteristiche del fondo, gli obiettivi di investimento, i costi e le commissioni, il gestore, il *management team* ed eventuali conflitti di interesse.<sup>49</sup>

---

<sup>45</sup> Art. 32-*quater*, co. 1, TUF.

<sup>46</sup> Art. 98-*ter*, co. 1 ed artt. 43 s., TUF. Sulle crescenti difficoltà connesse con il collocamento di prodotti finanziari complessi, quali le quote di un FIA, presso il pubblico indistinto, si v. la comunicazione CONSOB 22 dicembre 2014, n. 97996.

<sup>47</sup> Art. 26, co. 1, lett. d) ed Allegato 3, Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190. Sono «clienti professionali» di diritto, tra gli altri, banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, OICR e loro gestori, fondi pensione e loro gestori, altri investitori istituzionali.

<sup>48</sup> Art. 34-*ter*, co. 1, lett. b), Regolamento Emittenti.

<sup>49</sup> Il regime previgente vietava espressamente l’offerta al pubblico di quote di fondi speculativi, come erano allora qualificati gli *hedge funds* in diritto italiano (si v. l’art.

In ogni caso, l'offerta delle quote di un FIA riservato in Italia – anche esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto in quanto non rivolta al pubblico –<sup>50</sup> può essere condotta solo previa notifica alla CONSOB che, d'intesa con la Banca d'Italia, comunica al gestore che l'offerta può essere avviata.<sup>51</sup>

(c) Contenimento e concentrazione del rischio

L'*hedge fund* in Italia assume normalmente, come sopra detto, la forma di un FIA riservato.

Secondo quanto disposto dal Regolamento Banca d'Italia<sup>52</sup>, le stringenti disposizioni ivi previste in materia di gestione prudentiale, oggetto e strategia di investimento, leva finanziaria e concentrazione dei rischi non si applicano ai FIA riservati. Il Regolamento Banca d'Italia si limita a prevedere che il regolamento del FIA stabilisca il profilo di rischio ed i limiti alla leva finanziaria del fondo stesso.<sup>53</sup>

In linea con le previsioni della AIFMD,<sup>54</sup> il Regolamento Banca d'Italia non contiene alcun divieto relativo a clausole di remunerazione

---

16, co. 4, D. M. 24 maggio 1999, n. 228). Sul regime previgente, si v. R. LENER, *Italy*, in E. WYMEERSCH, *op. cit.*, pp. 237 ss.; R. LENER, *Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il c.d. prime brokerage)*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2003, 1, p. 22; V. LAZZARI, *op. cit.*, p. 298; OICV-IOSCO, *op. cit.*, pp. 57 s.

<sup>50</sup> Art. 43, co. 1, TUF.

<sup>51</sup> Art. 43, co. 1, TUF.

<sup>52</sup> Titolo V, Capitolo III, Sezione VI, art. 1, Regolamento Banca d'Italia.

<sup>53</sup> La leva finanziaria non può superare il limite di 1,5 solo qualora il fondo investa in crediti.

<sup>54</sup> Art. 23, co. 1, lett. i), AIFMD.

del gestore che possano contrastare con una prudente gestione del fondo o, anche indirettamente, incrementare il *risk appetite* del gestore. Clausole sulle *performance fees* comprensive di *hurdle* ed *high watermark*, del genere descritto *supra*,<sup>55</sup> sono dunque consentite.

(d) Vigilanza

La vigilanza sugli *hedge funds* è ripartita, per finalità, tra CONSOB e Banca d'Italia. La prima vigila sui profili inerenti ai rapporti con gli investitori (*disclosure*, regole di condotta, ecc.), mentre la seconda autorizza le sgr e vigila per quanto concerne i profili prudenziali e di rischio sistemico inerenti la gestione collettiva del risparmio.

In entrambe le ipotesi, si tratta di vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare assistita, tra l'altro, da sanzioni penali.<sup>56</sup>

**2.3 Conferma della definizione di hedge fund, prima proposta alla luce dei soli indici socio-economici desunti dalla prassi, in ragione della qualificazione giuridica della figura**

Secondo la ricostruzione della figura socio-economica “hedge fund” proposta nel paragrafo precedente,<sup>57</sup> tre erano sembrati i connotati caratteristici di tali fondi ad un livello di analisi che ancora prescindeva dal confronto con il diritto vigente. Si trattava, in breve, della circostanza che tali fondi, che acquisiscono posizioni di minoranza in società quotate: (i) sono soggetti ad un livello di regolamentazione piuttosto blando (se comparato con i fondi comuni) e sono normalmente rivolti

---

<sup>55</sup> Si v. la nt. 20, *supra*.

<sup>56</sup> Art. 2632 c.c. e art. 170-bis, TUF

<sup>57</sup> Si v. il §1.3 del presente capitolo, *supra*.

solo ad investitori professionali; (ii) non sono soggetti a regole cogenti di contenimento e concentrazione del rischio; e (iii) sono amministrati da un gestore la cui remunerazione è fortemente condizionata da elementi incentivanti.

Non sembra necessario indugiare eccessivamente, ora, sul fatto che la breve ricostruzione della regolamentazione degli *hedge funds* negli Stati Uniti ed in Europa appena proposta sembra confortare la definizione di *hedge fund* che si era in precedenza offerta. Anche sulla scorta del diritto applicabile, è possibile dunque affermare che si tratta di fondi soggetti ad un livello di regolamentazione minore rispetto ai fondi comuni, destinati ad investitori professionali e che non vanno incontro a limitazioni cogenti in materia di contenimento e concentrazione del rischio, ivi incluse quelle inerenti la remunerazione del gestore.

### **3. La *species* “hedge fund attivista” nel più vasto *genus* “hedge funds”**

L’espressione “hedge fund attivista” designa, nel *genus* dei fondi speculativi (*hedge funds*), una *species* che si caratterizza non già per caratteristiche strutturali o tipologiche ma solo in ragione della strategia di investimento adottata: l’attivismo, per l’appunto. I fondi attivisti, dunque, si distinguono dagli altri *hedge funds* non già in ragione di elementi giuridici o giuridicamente rilevanti ma soltanto in base ad un fattore (la strategia d’investimento) di tipo gestionale, frutto di una scelta d’impresa.

In questo paragrafo, dopo aver definito cosa si intende per *hedge fund* attivista (§ 3.1) ed aver trattato le principali tecniche di attivismo utilizzate da tali fondi e le loro implicazioni giuridiche (§ 3.2), darò

conto delle ragioni che giustificano un'indagine scientifica sull'attivismo degli *hedge funds* (§ 3.3) e tratterò alcune delle teorie che hanno tentato di ricostruirne la rilevanza e spiegarne la diffusione (§ 3.4).

### ***3.1 Lo shareholders' activism come strategia di investimento (e, quindi, come scelta d'impresa e non elemento strutturale distintivo) degli hedge funds attivisti***

Gli *hedge funds*, come già notato, non sono soggetti a regole cogenti in materia di contenimento e concentrazione del rischio. Essi possono, pertanto, perseguire politiche ed obiettivi di investimento con un grado di flessibilità molto ampio, anche per quanto concerne i mezzi e le tecniche impiegate.<sup>58</sup> La scelta di una strategia di investimento scaturisce da una decisione d'impresa, di tipo gestionale, mediante la quale ciascun fondo ambisce a massimizzare i profitti per i propri investitori, ad incrementare il proprio valore e ad aumentare la propria quota di mercato.

Tra le diverse strategie di investimento impiegate dagli *hedge funds* vi è, dunque, anche lo *shareholders' activism*. L'attivismo degli azionisti è cioè, esso stesso, una strategia di investimento (di tipo *event-driven*, seguendo la nomenclatura economica) che gli *hedge funds* perseguono in via esclusiva o, talvolta, combinandola con altre.

---

<sup>58</sup> Ed innumerevoli sono, infatti, le strategie di investimento normalmente perseguite dagli *hedge funds* e, sovente, la concorrenza tra tali fondi si gioca anche sul terreno della individuazione di "nuove" strategie. Le più note e diffuse strategie di investimento adottate dagli *hedge funds* possono essere classificate in strategie di *arbitrage*, *equity-related*, macro ed *event-driven*. Si v. E. CROCI, *op. cit.*, p. 108 e F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. cit.*, pp. 32 ss.

In linea generale, con l'espressione *shareholders' activism* si allude a forme di «intervento di un azionista esterno al gruppo di controllo» – l'attivista è, normalmente e per definizione, un azionista di minoranza – della società *target* «con l'obiettivo di modificare le politiche e le strategie aziendali adottate dal management».<sup>59</sup>

Le finalità perseguite da un *hedge fund* attivista sono, piuttosto banalmente, analoghe a quelle di un qualsiasi gestore di patrimoni: generare profitti.

L'obiettivo finale (o scopo–fine) del fondo attivista è, in altri termini, identico a quello di qualsiasi altro investitore: vendere le azioni della società *target* ad un prezzo maggiore di quello a cui le ha acquistate – o, se le ha vendute allo scoperto, consegnare azioni che siano state acquistate ad un prezzo inferiore a quello indicato nel contratto.

Diversi sono, invece, gli scopi–mezzo mediante i quali gli attivisti tentano di raggiungere lo scopo–fine (e qui sta la loro peculiarità). Essi possono, alternativamente: (i) sollecitare modifiche alla *corporate governance* dell'emittente; (ii) richiedere, sostenere o promuovere un ricambio degli amministratori o dei sindaci della società *target*; (iii) sostenere la necessità di un cambiamento delle scelte strategiche della società, ad esempio abbandonando (o entrando in) un settore o segmento di attività e/o una certa area geografia; (iv) sostenere la necessità di rivedere le politiche di distribuzione degli utili della società, ad esempio chiedendo il pagamento di un dividendo straordinario a valere sugli utili distribuibili o su quelli che potrebbero

---

<sup>59</sup> E. CROCI, *op. cit.*, p. 19. La definizione merita di essere riportata per intero in quanto idonea a cogliere l'elemento essenziale delle diverse forme di attivismo registrate nel corso degli anni.

essere ottenuti da dismissioni; (v) sollevare dubbi sulla correttezza della gestione dell'emittente presso gli organi di controllo interno o le autorità di vigilanza<sup>60</sup> (normalmente non rientra nella strategia di un *hedge fund* attivista, invece, l'acquisizione del controllo dell'emittente)<sup>61</sup>. Il tutto nel presupposto e nell'auspicio che, tramite l'impiego di tali tecniche, il valore della società *target* aumenti (o diminuisca, se il fondo ha venduto allo scoperto) consentendo al fondo attivista di trarne un profitto.

I fondi attivisti rappresentano una parte, relativamente contenuta, del totale degli *hedge funds*.<sup>62</sup> Al termine del primo semestre del 2014, si stima che nel mondo gli *hedge funds* avessero a.u.m. pari a \$2.353 miliardi.<sup>63</sup> Alla stessa data, si stima che gli a.u.m. dei fondi attivisti

---

<sup>60</sup> Per una panoramica di episodi di attivismo nel mercato italiano, si v. E. BELLINI, *Hedge Fund Activism in Italy*, in *9 J. Corp. L. Studies*, 2009, pp. 221, 224–225 e 226 e le nt. al §3.2 del presente capitolo, *infra*.

<sup>61</sup> I fondi attivisti restano ai margini del mercato del controllo, come avrò modo di illustrare in seguito (si v., in particolare, il Capitolo 2, §2, *infra*). Al più, tramite una *proxy fight*, possono tentare di acquisire il controllo dell'organo amministrativo restando azionisti di minoranza (sul c.d. *transfer by vote*, si v. la nt. 86, *infra*).

<sup>62</sup> Così M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in ECFR, 2013, p. 333; E. CROCI, *op. cit.*, 107. Si v. anche, per quanto riguarda il mercato statunitense e la sua centralità, M. TONELLO, *The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (disponibile all'indirizzo <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2014/05/29/the-activism-of-carl-icahn-and-bill-ackman/>) e C. A. NIGRO – G. ROMANO, *op. cit.*, nt. 22.

<sup>63</sup> Fonte: BarclayHedge (disponibile all'indirizzo [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com)).

fossero circa \$100 miliardi,<sup>64</sup> pari al 4% circa del totale. I fondi attivisti operano prevalentemente dagli, e negli, Stati Uniti.<sup>65</sup>

### ***3.2 Le tecniche utilizzate dagli hedge funds attivisti: ricostruzione e considerazioni giuridiche***

La definizione di attivismo sopra proposta va necessariamente puntualizzata in ragione delle tecniche che i fondi attivisti normalmente impiegano e delle finalità che, mediante tali tecniche, essi perseguono.

La selezione delle tecniche ottimali dipende, oltre che dalla finalità perseguita, anche da una valutazione costi–benefici. È per questo che, normalmente, si assiste ad una *escalation* nell’uso delle tecniche attiviste: non sorprendentemente, l’*hedge fund* inizia di regola la propria campagna attivista utilizzando le tecniche meno onerose e ricorrendo a quelle più onerose solo ove necessario.<sup>66</sup>

Facendo leva su questo argomento, si possono catalogare le tecniche che un *hedge fund* può impiegare durante una campagna attivista in tre macro–fasi, che verranno descritte nella pagine seguenti:

---

<sup>64</sup> PREQIN, *Preqin Special Report: Activist Hedge Funds*, 2014, p. 1 (disponibile all’indirizzo [www.preqin.com](http://www.preqin.com)).

<sup>65</sup> Il 66% dei fondi attivisti ha sede in Nord America, mentre solo il 15% in Europa. I fondi attivisti operano prevalentemente nel mercato nordamericano (41%) o a livello globale (32%), mentre solo una quota molto limitata ha l’Europa come unico *focus* della propria azione (8%). Si v. PREQIN, *op. cit.*, 4.

<sup>66</sup> N. GANTCHEV, *The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model*, Paper, agosto 2012, p. 3 (disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1646471>) ha stimato che, negli Stati Uniti, una campagna attivista che si concluda con una sollecitazione di deleghe costi in media oltre \$10 milioni.

nel passaggio da una fase all'altra, aumentano i costi economici – ed i costi–opportunità – sostenuti dal fondo e, in parallelo, aumenta l'intensità dell'attivismo e della sua portata “offensiva”.<sup>67 68</sup>

(a) Contatti con l'organo amministrativo

L'*hedge fund* che ha assunto una posizione in una società quotata tenderà, in primo luogo, di stabilire un contatto con l'organo amministrativo per discutere la propria agenda di *desiderata* mediante: (i) una missiva riservata;<sup>69</sup> (ii) una lettera aperta;<sup>70</sup> o (iii) l'avvio di una campagna di stampa, in genere negativa,<sup>71</sup> contro la società *target*.<sup>72</sup>

---

<sup>67</sup> Una pacifica, ma necessaria, premessa metodologica: la classificazione che segue è un tentativo di descrivere per ampi tratti realtà diverse e multiformi. È dunque ben possibile non solo che una campagna attivista non segua l'*escalation* descritta, ma anche che più tecniche vengano impiegate contestualmente.

<sup>68</sup> La correttezza dell'approccio seguito sembra essere indirettamente confermata dai dati raccolti da A. BRAV – W. JIANG – R. S. THOMAS – F. PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *J. Corp. Fin.*, 2008, 4, 1743. Secondo tali dati i fondi attivisti sembrano orientarsi prevalentemente su forme meno onerose di attivismo quali il dialogo con l'organo amministrativo (48,3% dei casi) o la critica di tale organo unita a generiche richieste e proposte di cambiamento (32% dei casi). Con minore frequenza il fondo cerca di sostituire i membri dell'organo amministrativo in carica con una sollecitazione di deleghe (13,2% dei casi) o di ottenere rappresentanza in seno a tale organo senza una sollecitazione (11,6% dei casi) o minacciandone una (7,6% dei casi).

<sup>69</sup> In generale, si v. M. KAHAN – E. B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 5, p. 1042 e p. 1044.

Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. E. BELLINI, *op. cit.*, pp. 218 ss., dove riferisce del caso Amber/Pirelli (2007). Nel settembre di quell'anno il fondo Amber acquisiva il 2,11% di Pirelli & C. S.p.A. (“Pirelli”). Nello stesso mese, il *managing partner* di Amber avrebbe incontrato riservatamente il

---

presidente di Pirelli: secondo la stampa, nel corso dell'incontro, il fondo avrebbe discusso la possibilità di impiegare parte della liquidità Pirelli, pari a €3 miliardi circa, per distribuire un dividendo straordinario. Nel corso dell'incontro, si sarebbe anche discusso di una possibile opposizione del fondo ad un *buy-back* annunciato dalla società e della proposta di *break-up* dell'emittente, avanzata da altri fondi azionisti di Pirelli.

Nel dicembre dello stesso anno, l'assemblea di Pirelli approvava un dividendo straordinario di €827 milioni.

<sup>70</sup> In generale, si v. M. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 934 e nt 9.

Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. E. BELLINI, *op. cit.*, p. 214 ed E. CROCI, *op. cit.*, p. 204, dove riferiscono del noto caso Algebris/Generali (2007/2008).

<sup>71</sup> Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica negli Stati Uniti, si v. M. TONELLO, *op. cit.*, p. 14, dove riferisce del caso Pershing Square Capital Management/Herbalife (2012/2014). Pershing Square Capital Management (“Pershing Square”) è un *hedge fund* che, al 31 dicembre 2013, aveva a.u.m. pari a \$8,23 miliardi. Nel dicembre del 2012, Pershing Square annunciava pubblicamente di avere acquisito una posizione corta pari a \$1 miliardo in azioni di Herbalife International Limited (“Herbalife”), una società quotata al NYSE che si presenta al pubblico come una «global nutrition company that sells weight-management, nutrition, and personal care products ... in more than 90 countries to and through a network of independent distributors». Nel corso della stessa giornata, Pershing Square pubblicava una lunga presentazione, oltre 300 *slides*, in cui argomentava perché, a suo giudizio, Herbalife sarebbe un «*pyramid scheme*», privo di veri clienti finali. Il giorno successivo la società perdeva circa il 40% del proprio valore di mercato.

La reazione del mercato risultava essere, tuttavia, piuttosto contrastata. Alla fine del mese di ottobre 2013, poiché il prezzo delle azioni Herbalife non scendeva come nelle

La scelta dello strumento è funzionale allo scopo perseguito. La missiva riservata segnalerà intenzioni meno offensive, mentre gli altri

---

aspettative di Pershing Square, M. TONELLO, *op. cit.*, riportava stime secondo cui la posizione corta del fondo era in sofferenza per circa \$500 milioni.

Di lì, una *escalation* della campagna attivista di Pershing Square mediante: (i) l'invio di una lettera ai revisori della società, PriceWaterhouse Coopers, in cui faceva presente che, ove si fosse accertato che Herbalife fosse effettivamente un «*pyramid scheme*», i revisori stessi sarebbero andati incontro a gravi responsabilità; (ii) il sostegno ad associazioni di consumatori e per i diritti civili che sostenevano campagne di vario genere contro Herbalife; (iii) attività di *lobbying* presso deputati perché chiedessero alle autorità di vigilanza di indagare Herbalife. Nel corso del 2014, la US Federal Trade Commission, il Department of Justice, l'F.B.I. e l'Attorney General dello Stato dell'Illinois avevano aperto inchieste su Herbalife.

Nel corso del 2014 e nei primi sei mesi del 2015, Herbalife tentava di reagire alla campagna sostenendo, tra l'altro, che Pershing Square avesse utilizzato false informazioni per manipolare al ribasso il valore delle azioni Herbalife (per un resoconto recente, si v. A. STEVENSON – B. PROTESS, *Bruised, Herbalife Swings Back at an Accuser*, in *New York Times DealBook*, 2 giugno 2015, disponibile all'indirizzo [http://www.nytimes.com/2015/06/03/business/dealbook/herbalife-steps-up-lobbying-to-counter-ackmans-attacks.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/06/03/business/dealbook/herbalife-steps-up-lobbying-to-counter-ackmans-attacks.html?_r=0)). La campagna è ancora in corso.

<sup>72</sup> Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. E. CROCI, *op. cit.*, p. 208, dove riferisce del caso Knight Vinke/ENI (2009/2012). Il fondo Knight Vinke, dopo aver acquistato l'1% circa di ENI S.p.A. ("ENI"), avviava una campagna stampa per sostenere la necessità di separare le attività gas da ENI – il tutto, apparentemente, in un quadro non ostile nei confronti della società e, presumibilmente, del suo azionista di riferimento.

Poco meno di un anno dopo le ultime notizie su tale episodio di attivismo, il d. l. 24 gennaio 2012, n. 1, conv. in l. 24 marzo 2012, n. 27, peraltro in attuazione della direttiva 2009/73/CE, disponeva la separazione proprietaria dell'allora SNAM S.p.A. da ENI.

strumenti connoteranno precocemente la campagna come offensiva. La missiva riservata, inoltre, potrebbe voler segnalare la disponibilità dell'*hedge fund* a “negoziare” riservatamente la propria agenda, accontentandosi di qualche beneficio per desistere dal proseguire la campagna.<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> L'atteggiamento è molto simile a quello adottato dai *corporate rider* degli anni '80 negli Stati Uniti, che acquisivano partecipazioni in società quotate prospettando campagne ostili o *proxy fights* nei confronti della *target* con lo scopo, per lo più, di venirne liquidati mediante *buy-back* preferenziali o altri strumenti (c.d. *greenmail*). Si v. J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, ECGI Law Working Paper No. 136/2009, settembre 2009, p. 10 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1980593>).

Sulla base dell'evidenza disponibile, non consta di *hedge funds* attivisti che abbiano desistito dal proseguire una campagna dietro corresponsione di benefici da parte della società *target* né negli Stati Uniti (M. KAHAN – E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 1044; A. BRAV – W. JIANG – R. S. THOMAS – F. PARTNOY, *op. cit.*, p. 1747) né in Italia (M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy*, ECGI Law Working Paper No. 225/2013, marzo 2014, pp. 1 e 29 ss. (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2325421>). Di diverso avviso sembra essere invece Y. NILI, *Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism*, in 2 *H. Bus. Law Rev.*, 2014, p. 192 il quale, tuttavia, non porta alcuna evidenza a sostegno dell'affermazione, ivi contenuta, secondo cui in Italia la strategia degli *hedge funds* sarebbe finalizzata a «gain relational access to management and the controlling shareholder. This model, which this paper terms participatory activism, is aimed at getting a seat at the table rather than turning it over». Non sfugge che, specie nei limiti in cui i rapporti tra il fondo e gli amministratori dell'emittente restino riservati, possano comunque prodursi conseguenze deteriori e difficili da documentare. In argomento, E. B. ROCK, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, in 15 *Card. L. Rev.*, 1994, p. 1000.

Qualora, a seguito dei primi contatti, si apra un canale di comunicazione più o meno stabile tra amministratori e fondo attivista, possono venire in considerazione interessanti questioni in materia di abuso di mercato,<sup>74</sup> specie qualora il fondo continui ad acquistare azioni

---

<sup>74</sup> Nel senso che la società *target* può selettivamente comunicare informazioni e dati al proprio azionista, a condizione che questo non usi l'informazione e la tenga riservata, A. GIANNELLI – C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità e esigenze di disciplina*, Orizzonti del diritto commerciale Working Paper, 2012 (disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)); ne discende, secondo gli Autori, che in un caso soltanto le informazioni non potrebbero essere comunicate: *i.e.*, quando il socio, astenendosi, commetterebbe abuso di mercato (p. 27). Più dubitativo, almeno in relazione alla comunicazione di informazioni la cui natura privilegiata sia acclarata, appare invece G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1046, che sostiene la necessità di ampliare la portata della *disclosure* selettiva di informazioni tra società e soci.

Il socio che ottenga così informazioni andrà incontro a restrizioni alla possibilità di negoziare azioni della società stessa: ove si tratti di informazioni privilegiate, il divieto di negoziazione è una conseguenza di legge (il socio diventa *insider* primario: art. 184 TUF); ove si tratti di informazioni riservate, è dovere degli amministratori imporre al socio di non divulgare le stesse ed è loro dovere, quantomeno, ponderare attentamente l'inclusione di una clausola di *standstill* nel contratto di riservatezza che il socio firmerà prima di ricevere le informazioni (così, anche per le informazioni non privilegiate, ci sembrano sia A. GIANNELLI – C. MOSCA, *op. cit.*, p. 39 e G. STRAMPELLI, *op. cit.*, p. 1045).

In tema di comunicazione selettiva di informazioni da parte della società, si v. anche CONSOB, Comunicazione 28 marzo 2006, n. DME/6027054, parte II), lett. m). 28 marzo 2006.

della società *target* nel medesimo lasso di tempo.<sup>75</sup> <sup>76</sup> Non meno rilevanti, per altro verso, le questioni che si pongono nel caso in cui più

---

<sup>75</sup> La decisione di un *hedge fund* attivista di investire in una società quotata è, verosimilmente, una informazione privilegiata in quanto normalmente idonea ad influire sensibilmente sul prezzo delle azioni della società: in questo senso depone il fatto che, a seguito del pubblico annuncio dell'investimento da parte di un *hedge fund* attivista, il prezzo delle azioni della *target* aumenta, in media, anche dell'8% (si v. ampiamente il §4.1(a) del presente capitolo, *infra*).

Ne consegue che al gestore del fondo che intenda acquistare una partecipazione in una società quotata si applicherà, almeno in parte, la normativa in materia di abuso di mercato (secondario: art. 187-*bis*, co. 4, TUF): il gestore non potrà né comunicare tale intenzione a terzi, né indurre terzi a negoziare le azioni della *target*. Ritengo che il gestore, tuttavia, potrà ovviamente attuare la propria decisione: essa, infatti, nei confronti del gestore stesso che l'ha assunta, non è una «informazione», difettando i necessari elementi dell'alterità e della trasmissione tra soggetti diversi. Si tratta del tema, ben noto, del c.d. *insider di sé stesso* su cui, in senso conforme a quanto sostenuto poco sopra, si v. TAR Lazio, sez. I, 10 luglio 2012, in *Le soc.*, 1, 2013, con nota di S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi*, pp. 50 ss., che ha annullato la delibera CONSOB 11 maggio 2011, n. 17777 e, in riforma di tale sentenza, in senso difforme da quanto sostenuto nel testo, si v. invece A. Bologna, 29 ottobre 2013, in *Giur. comm.*, 2015, 3, pp. 564 ss. La vicenda, che riguardava un'o.p.a. finalizzata al *delisting* promossa dall'azionista di controllo, aveva indotto la CONSOB a concludere che la decisione di lanciare tale o.p.a. rilevasse come informazione privilegiata per l'azionista di controllo – per contro, sembra invece di capire dalla delibera CONSOB, a giudizio della Commissione non si verterebbe in ipotesi di abuso di mercato nel diverso caso in cui un soggetto intenda acquisire, e non dismettere, una partecipazione in una società quotata (l'argomento è ripreso, in termini che tuttavia non appaiono chiari dal contesto letterale della decisione, anche da A. Bologna, cit., p. 568; si v. anche E. RECCIA, “*Insider di se stesso*” e la distinzione tra *opa per la scalata* e *opa per il delisting*, in *Giur. comm.*, 2015, 3, p. 576, nel senso che la distinzione tra «opa da scalata» e «opa da delisting» non «appare così lineare»). Sebbene non mi pare

*hedge funds* attivisti acquisiscano contestualmente e parallelamente una partecipazione nella società *target* <sup>77</sup>.

---

vi siano argomenti testuali o sistematici a sostegno della tesi CONSOB, vale la pena sottolineare che, ove la Commissione dovesse reiterare tale posizione in futuro, ciò dovrebbe *a fortiori* escludere l'applicabilità dell'art. 187-bis, co. 4, TUF al fondo attivista che decida di investire in una società quotata ed attui poi tale decisione.

Ad ogni buon conto, vale la pena sottolineare che l'art. 9, co. 5, del regolamento (EU) 596/2014 in materia di abuso di mercato ("Regolamento MAR") prevede che «il semplice fatto che una persona utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari non costituisce di per sé utilizzo di informazioni privilegiate», sempreché, aggiunge sibillino il co. 6, così rischiando di vanificare la portata piuttosto chiara di questa norma, non vi sia stato un «motivo illegittimo» alla base delle operazioni in questione. Il termine di recepimento del Regolamento MAR è il 3 luglio 2016.

<sup>76</sup> Negli Stati Uniti, il soggetto (*tippee*) che acquisti azioni di una società quotata dopo che il gestore di un *hedge fund* gli abbia comunicato l'avvenuto acquisto, da parte del fondo, di una partecipazione in tale società quotata e prima che tale fatto divenga di pubblico dominio non commette, normalmente, *insider trading*: si v. J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.*, p. 29. Affinché il *tippee*, infatti, commetta *insider trading* è necessario che la *material, non-public information* gli venga comunicata in violazione di un *fiduciary duty* o di un analogo dovere nei confronti della fonte dell'informazione: si v. *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 103 S.Ct. 3255, 77 L.Ed.2d 911 (1983) e *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199, 138 L.Ed.2d 724 (1997).

<sup>77</sup> In argomento, si v. C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 1, pp. 118 ss. e G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, pp. 119 ss. La condotta contestuale e parallela di più fondi che acquisiscono azioni in relazione ad una comune *target* pone senz'altro, almeno in astratto, delle questioni in tema di azione di concerto. Tuttavia, poiché l'investimento degli *hedge funds* è

(b) Esercizio di alcuni diritti di voice

Approcciato infruttuosamente l'organo amministrativo dell'emittente, il fondo attivista potrebbe proseguire nella sua strategia esercitando alcuni diritti di *voice* dai costi relativamente contenuti.<sup>78</sup>

---

normalmente di minoranza e si disinteressa dal mercato del controllo societario (sul punto si v., ampiamente, il Capitolo 2, §2, *infra*), in concreto, è altamente improbabile che l'azione di concerto di più fondi attivisti possa far scattare l'obbligo di o.p.a. ai sensi del combinato disposto degli artt. 106 e 109 TUF (*contra*, relativamente agli investitori istituzionali, G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali*, cit., p. 121).

Diverso è invece il tema dei patti parasociali: ci si chiede, cioè, se la condotta contestuale e parallela di più fondi che acquisiscono azioni in relazione ad una comune *target* possa dare luogo ad un patto parasociale che, se non comunicato ai sensi dell'art. 122 TUF, può condurre alla sterilizzazione dei diritti di voto delle relative azioni – ciò nell'ipotesi in cui le partecipazioni dei fondi, sommate, siano superiori al 2% in quanto, al di sotto di tale soglia, il patto non andrebbe comunicato: si v. l'art. 120, co. 1, Regolamento Emittenti. Anzitutto, affinché possa porsi un tema al riguardo, non è sufficiente che vi sia un patto, ma occorre che tale patto ricada in una delle fattispecie di cui all'art. 122 TUF: è almeno necessario, per citare due tra le fattispecie di patti rilevanti per il TUF che maggiormente possono ricorrere in questo contesto, che i fondi si consultino sull'esercizio del diritto di voto (art. 122, co. 5, lett. a), TUF) o lo regolino in qualche modo (art. 122, co. 1, TUF). In secondo luogo, occorrerà poter ricostruire tale patto e, quindi, sarà necessario disporre di una «evidenza tracciabile e di un contenuto definito suscettibili di dar forma e sostanza ad un documento vincolante tra le parti adeguatamente pubblico» (così C. MOSCA, *op. cit.*, p. 136). Da ultimo, e credo risolutivamente, anche ove si dimostrasse che tra i fondi esiste un "accordo", non si sarebbe, per ciò solo, data anche la prova che esista un "patto" rilevante nella prospettiva dell'art. 122 TUF (così C. MOSCA, *op. cit.*, P. 134).

<sup>78</sup> Parla apertamente di attivismo *low cost* E. CROCI, *op. cit.*, pp. 26 ss. Occorre comunque tenere a mente che quando l'*hedge fund* avvia una campagna attivista ha già accumulato una posizione importante nella società *target* ed ha quindi già sostenuto un

In questo senso vengono in considerazione, ad esempio: (i) il diritto di intervento in assemblea, onde esporre pubblicamente la propria agenda; (ii) il diritto di porre domande prima dell'assemblea; e (iii) il potere del fondo di adire l'organo di controllo o le autorità di vigilanza mediante: (a) denuncia al collegio sindacale; (b) denuncia al tribunale, qualora il fondo possieda almeno il 5% del capitale dell'emittente; o (c) presentazione di un esposto presso la CONSOB e/o l'autorità giudiziaria.

Come dimostrato da una recente vicenda, il fondo attivista che non detenga la quota di capitale necessaria per presentare denuncia al tribunale potrà utilizzare l'esposto per tentare di azionare indirettamente la procedura di cui all'art. 2409 c.c.<sup>79</sup>

---

certo costo. In argomento, si v. anche F. FERRI, *'Low Cost' shareholder activism: A review of the evidence*, in C. A. HILL – B. H. MCDONNELL (ED.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham (UK) / Northampton, MA, 2012, pp. 192 ss.

<sup>79</sup> Il riferimento è al caso Amber/Parmalat (2012). Nel gennaio del 2012, il consiglio di amministrazione di Parmalat S.p.A. ("Parmalat") iniziava a discutere l'acquisizione di Lactalis American Group, Inc. ("LAG") da BSA S.A. ("BSA"), società che controllava Parmalat, ad un prezzo che verrà poi fissato in \$904 milioni.

Amber, che nel maggio del 2012 deteneva l'1,44% del capitale di Parmalat e riusciva ad ottenere l'elezione di due amministratori, era critica nei confronti nell'operazione. Il 26 luglio 2012, Amber presentava un esposto alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Parma segnalando delle presunte irregolarità nella gestione dell'operazione (Amber non deteneva la quota di capitale necessaria per presentare denuncia *ex art.* 2409 c.c.). Il 31 luglio 2012, il P.M. aderiva al contenuto dell'esposto e presentava denuncia al tribunale *ex art.* 2409 c.c. per presunte gravi irregolarità nella gestione dell'acquisizione di LAG. Con decreto del 29 marzo 2013, il T. Parma, tra l'altro, nominava un commissario *ad acta* per la verifica di un numero di questioni inerenti la prospettata acquisizione di LAG. Nel maggio del 2013, a procedimento ancora

(c) Intervento sugli organi sociali

Da ultimo, residuano al fondo attivista i diritti sociali di maggiore rilievo ed il cui esercizio è senz'altro più oneroso, anche in considerazione del fatto che la legge richiede quorum di possesso azionario per il loro esercizio: (i) il diritto di integrare l'ordine del giorno dell'assemblea, quorum del 2,5%;<sup>80</sup> (ii) il diritto di convocare

---

pendente, le parti convenivano una riduzione di \$130 milioni del prezzo di vendita precedentemente pattuito. In argomento, si v. T. Parma 29 marzo 2013 (decr.), con nota di M. DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto "eccessivamente creativo"*, in *Giur. comm.*, 2014, 1, II, pp. 113 ss. e M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 33.

Le potenzialità della legittimazione del P.M. a presentare denuncia al tribunale, anche a beneficio di minoranze non qualificate ed investitori istituzionali, erano state già colte da G. D. MOSCO – S. LOPREIATO, *Sub art. 152*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (A CURA DI), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pp. 2069 s.

<sup>80</sup> Il diritto di integrare l'ordine del giorno e di convocare l'assemblea non è incondizionato: l'organo amministrativo ha infatti il potere-dovere di valutare la richiesta e la ricorrenza di eventuali motivi di rifiuto (ad esempio, l'organo amministrativo potrà legittimamente rifiutare di includere un punto all'ordine del giorno o convocare un'assemblea riguardanti materie di competenza dell'organo amministrativo stesso: si v. S. BRUNO, *L'iniziativa assembleare dei soci tra business judgment rule e abuso del diritto*, Orizzonti del diritto commerciale Working Paper, 2011, p. 7, disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)). Condivisibile, al riguardo, l'opinione espressa da S. BRUNO, *L'iniziativa assembleare*, cit., pp. 11 s., secondo cui, a seguito del recepimento della Direttiva 2007/36/CE ("Direttiva Diritti Azionisti"), occorre interpretare restrittivamente i motivi di rifiuto di una richiesta di integrazione dell'ordine del giorno o di convocazione dell'assemblea.

l'assemblea, quorum del 5%;<sup>81</sup> (iii) il diritto di presentare una lista per l'elezione del componente dell'organo amministrativo riservato alle minoranze, quorum non superiore al 2% o alla diversa percentuale stabilita dalla CONSOB in ragione di capitalizzazione, flottante ed assetti proprietari dell'emittente;<sup>82</sup> (iv) il diritto di presentare una lista

---

<sup>81</sup> Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. E. BELLINI, *op. cit.*, p. 220 e M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 27, dove riferiscono del caso Stark/Parmalat (2008). Nell'aprile di quell'anno fondi che rappresentavano il 12,1% del capitale di Parmalat, tra cui Stark, chiedevano la convocazione di una assemblea straordinaria per modificare lo statuto dell'emittente in modo da innalzare la percentuale di utili distribuibili ivi prevista. L'assemblea veniva convocata, ma il quorum costitutivo non veniva raggiunto.

Sul potere-dovere dell'organo amministrativo di valutare la richiesta di convocazione assembleare avanzata dal socio e la ricorrenza di legittimi motivi di rifiuto, si rinvia alle considerazioni svolte alla nt. 80, *supra*.

<sup>82</sup> Art. 147-ter, TUF. Al riguardo occorre considerare che lo statuto può escludere dal riparto dei seggi le liste che non abbiano riportato voti almeno pari alla metà del quorum richiesto per la presentazione di una lista. Nel senso che, in difetto di ulteriori elementi, la mera presentazione congiunta di una lista da parte di più fondi non sembra integrare gli estremi di un patto parasociale per i fini dell'art. 122 TUF, si v. C. MOSCA, *op. cit.*, p. 140 e quanto sostenuto in nt. 77, *supra*.

Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 26, dove riferiscono dell'annuncio (2011) dei fondi Skagen, Zenit e Mackenzie di presentare una lista per l'elezione del consiglio di amministrazione di Parmalat. L'intenzione non si concretizzava in quanto di lì a breve, prima dell'assemblea, i fondi avrebbero conferito le proprie azioni nell'o.p.a. promossa da Lactalis.

per l'elezione del collegio sindacale riservato alle minoranze, soggetta al medesimo quorum descritto *sub (iii)*.<sup>83</sup>

È appena il caso di notare che, in relazione ad ogni punto all'ordine del giorno dell'assemblea, il fondo potrà sollecitare deleghe di voto. La sollecitazione di deleghe, come si avrà modo di discutere *infra*,<sup>84</sup> è un istituto-chiave anche in Italia<sup>85</sup> per l'attuazione, al di là del riconoscimento formale, dei diritti delle minoranze.<sup>86</sup>

---

<sup>83</sup> Art. 144-*sexies*, co. 2, Regolamento CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato (“Regolamento Emittenti”), che rinvia al 147-*ter* co. 1, TUF. Nel senso che, in difetto di ulteriori elementi, la mera presentazione congiunta di una lista da parte di più fondi non sembra integrare gli estremi di un patto parasociale per i fini dell'art. 122 TUF, si v. C. MOSCA, *op. loc. ult. cit.*, e quanto sostenuto in nt. 77, *supra*.

Per un episodio di attivismo che fa ricorso a tale tecnica in Italia, si v. M. BELCREDI-L. ENRIQUES, *op. cit.*, 26, dove riferiscono dell'elezione di un sindaco di minoranza di Italmobiliare S.p.A. da parte dei fondi Amber ed Hermes Focus Limited (2011).

<sup>84</sup> Si v. il Capitolo 2, §3.1(c) e §4.4(c), *infra*.

<sup>85</sup> Il punto sembra non essere colto adeguatamente da Y. NILI, *cit.*, p. 192, secondo cui in Italia gli *hedge funds* non potrebbero utilizzare la minaccia di una *proxy fight* quale arma da brandire contro la *target*.

<sup>86</sup> La sollecitazione delle deleghe è essenziale per consentire ad un azionista di minoranza, quale è un *hedge fund*, di aggregare consenso sulla propria proposta. Non meno essenziale, affinché la sollecitazione di deleghe abbia qualche possibilità di raggiungere l'obiettivo del proponente, è che gli azionisti siano adeguatamente informati sia dell'assemblea sia della possibilità di votare per delega la proposta dell'*hedge fund*. A tal fine, nella prassi, il fondo incarica una società specializzata in servizi di *corporate governance* e di *advisory* di contattare, per suo nome e conto, gli azionisti della società.

---

L'istituto in questione pone, come noto, delicati problemi di politica legislativa in punto di disciplina del mercato del controllo societario. La sollecitazione di deleghe di voto finalizzata all'elezione di una lista per l'organo amministrativo di un emittente quotato è, infatti, una tecnica di possibile acquisizione del controllo alternativa all'offerta pubblica di acquisto: in tal caso, il trasferimento del controllo avverrebbe tramite la mera espressione del voto in favore della lista (parlano, efficacemente, di *transfer by vote*, R. J. GILSON – A. SCHWARTZ, *Sales and Elections as Methods for Transferring Control*, in *Theor. Inquiries in Law*, 2001, 2, p. 790). In argomento si v. anche J. POUND, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, in 68 *N.Y.U. L. Rev.*, 1993, pp. 1007; J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, pp. 6; E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1, pp. 172 s.; L. A. BEBCHUK – O. HART, *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, 2011, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, ottobre 2011 (disponibile all'indirizzo <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Olin.No.336.Bebchuk-Hart.Oct2001.pdf>); R. SACCHI, *La sollecitazione delle deleghe di voto*, in M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 89. Tema solo in parte analogo è quello delle *creeping acquisitions* che condividono con il *transfer by vote* i mezzi (mancato lancio di un'o.p.a.), ma non il risultato finale: nel *transfer by vote*, l'obiettivo è acquisire il controllo dell'organo amministrativo; nelle *creeping acquisitions*, l'obiettivo è l'acquisizione della maggioranza – anche soltanto di fatto – delle azioni dell'emittente. In argomento, si v. L. ENRIQUES – M. GATTI, *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, ECGI Law Working Paper No. 264/2014, settembre 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2492158>).

Ad un estremo, il fruttuoso ricorso alla sollecitazione delle deleghe potrebbe condurre un azionista di minoranza ad eleggere la maggioranza dei membri dell'organo amministrativo – in linea teorica, anche in presenza di un azionista di riferimento che non abbia il controllo di diritto dell'emittente. Il controllo così acquisito, tuttavia, andrebbe verosimilmente “puntellato”, di assemblea in assemblea, mediante il ricorso a

### ***3.3 La rilevanza dello shareholders' activism e le ragioni che giustificano l'indagine scientifica. Brevi cenni alle finalità perseguite dalla presente ricerca***

Nonostante rappresentino una quota piuttosto limitata del totale degli *hedge funds* attivi a livello globale, i fondi attivisti hanno attratto un significativo interesse a partire dai primi anni del nuovo millennio, anche al di fuori dell'accademia.<sup>87</sup> Per quanto rileva in questa sede, comprensibile appare l'attenzione che gli studiosi di *corporate*

---

successive sollecitazioni di deleghe: l'aumento dei costi e l'instabilità della compagine azionaria sono normalmente citati tra le conseguenze negative del "transfer by vote".

<sup>87</sup> Per via della natura inevitabilmente appariscente del loro *modus operandi*, tali fondi hanno finito per attrarre attenzione in quanto punto di emersione di un fenomeno (quello degli *hedge funds*) altrimenti destinato a restare lontano dall'interesse del grande pubblico. Alcuni recenti episodi di attivismo appaiono, in tal senso, emblematici.

Negli Stati Uniti, MATTEO TONELLO, *op. cit.*, riferisce di alcuni casi degni di nota: (i) il caso Ichan Enterprises/Motorola (2007/2011): Ichan Enterprises, partendo da una posizione iniziale dell'1,4% in Motorola, Inc. ("Motorola"), attraverso lettere aperte agli azionisti e l'accesso ai documenti societari (preludio di un'azione sociale di responsabilità), da ultimo persuadeva la società a dare seguito alla scissione delle attività di telefonia mobile nel gennaio 2011, creando Motorola Mobility: nell'agosto di quell'anno, Google, Inc. annunciava di aver acquistato tale società ad un premio del 65% sui valori di borsa; (ii) il caso Ichan Enterprises/Dell (2013): ancora Ichan Enterprises, facendo pressioni sul consiglio di Dell, Inc. riusciva a far sì che la società aumentasse il corrispettivo offerto agli azionisti nel contesto di un'o.p.a. volta al *delisting*; (iii) il caso Pershing Square/Herbalife (2014), su cui si v. la nt. 71, *supra*.

In Italia, si v. i casi Algebris/Generali (descritto in nt. 70, *supra*) e Amber/Parmalat (descritto in nt. 79, *supra*).

*governance* hanno riservato a tali fondi – e non soltanto perché, a molti, è parso di rivivere un *dejà vu* della breve e poco feconda vicenda dell’attivismo degli investitori istituzionali degli anni ’90 del secolo scorso, su cui tornerò immediatamente *infra*.<sup>88</sup>

I fondi attivisti, infatti, suscitano domande di sicura rilevanza e capaci di trascendere l’ambito del mero diritto societario e della *corporate governance* delle società quotate. Si tratta, a ben vedere, delle stesse domande su cui questo lavoro intende interrogarsi: se i fondi attivisti hanno un effetto benefico sulle società quotate e sulla loro *corporate governance*, sui loro azionisti, sui loro creditori; se la lunga stagione delle riforme del diritto societario italiano (2004–2014) ha contribuito, ed in che misura, a facilitare l’attivismo di tali azionisti nelle società quotate italiane;<sup>89</sup> se, anche alla luce dell’impatto socio-economico del ruolo degli *hedge funds* attivisti, siano necessari o auspicabili interventi correttivi del legislatore o delle corti; e se il diritto italiano offra alle società *target* strumenti di difesa contro l’attivismo degli *hedge funds*.<sup>90</sup>

---

<sup>88</sup> Parlano di «deja vu» M. KAHANE – E. B. ROCK, *op. cit.*, 1028. Sul punto, si v. anche il §3.4(a) del presente capitolo, *infra* ed i riferimenti bibliografici in nt. 91, *infra*.

<sup>89</sup> Sul punto, si rinvia al Capitolo 2, *infra*.

<sup>90</sup> Sul punto si rinvia al Capitolo 3, *infra*.

**3.4 Cenni ad alcune teorie (inappaganti) che danno conto delle origini dello *shareholders' activism* e tentano di fornire una ricostruzione generale. Rinvio alla teoria del mercato dell'influenza societaria**

L'attivismo degli azionisti non nasce con gli *hedge funds* ma, con questi, assume per la prima volta connotati e rilevanza che raramente ha avuto in precedenza.<sup>91</sup>

Le ragioni che sembrano idonee a spiegare questo fenomeno sono innumerevoli ed insistono su fattori di diversa natura: regolamentari, finanziari, macro-economici, di politica monetaria.<sup>92</sup> Diversi sono stati gli studiosi che, cercando di astrarre dalla contingenza del momento o del singolo fattore, hanno elaborato tentativi di più ampio respiro idonei a spiegare la genesi e la diffusione di questo fenomeno. Alcune di queste ricostruzioni verranno affrontate nelle pagine che seguono.

Giova da subito chiarire che, per le ragioni che saranno meglio illustrate, nessuna di queste sembra avere il respiro necessario per offrire una ricostruzione puntuale e complessiva del fenomeno. Non che si tratti di teorie erranee – altrimenti, se non altro, non varrebbe neppure la pena considerarle. Piuttosto, ciascuna di queste ricostruzioni sembra enfatizzare aspetti eccessivamente granulari dell'attivismo degli *hedge funds* perdendo di vista la figura d'insieme. Ciò nonostante, esse contribuiscono a mettere in luce elementi che ritengo utili per chiarire la portata del fenomeno qui considerato.

---

<sup>91</sup> Per una ricostruzione storica dell'attivismo degli azionisti nelle società quotate, si v. E CROCI, *op. cit.*, pp. 21–24.

<sup>92</sup> Si v. la nt. 154, *infra*, ed i riferimenti *ivi cit.*

(a) *Gli hedge funds attivisti quali soggetti razionali che rispondono ad incentivi economici*

Secondo alcuni autori, gli *hedge funds* avrebbero potenti incentivi economici ad operare come attivisti. Per contestualizzare e meglio comprendere tale teoria, occorre fare un passo indietro e considerare brevemente i precursori dell'attivismo di tali fondi.

Come notato sopra, infatti, gli *hedge funds* non sono stati tra i primi investitori a farsi attivisti. Prima di loro, tra la fine degli anni '80 e l'inizio degli anni '90 del secolo scorso negli Stati Uniti, alcuni grandi investitori erano stati protagonisti di un'altra stagione di attivismo.<sup>93</sup> Fondi comuni, fondi pensione e società di assicurazione (in breve, investitori istituzionali), prevalentemente statunitensi, tentavano di sostenere modifiche alla *corporate governance* degli emittenti quotati in

---

<sup>93</sup> Si v. L. ENRIQUES, *Il testo unico della finanza e l'attivismo degli investitori istituzionali*, in E. ANDREOLI (a cura di), *Il governo delle società dopo il d. lgs. 24.2.1998 n. 58*, Padova, 2002, p. 103 s. e nt. 19 e 22.

Ed ancora prima, nel corso degli anni '80 del secolo scorso, altri investitori erano stati protagonisti di una diversa stagione di "attivismo", quella dei *corporate riders*. Una valida descrizione sociologica del contesto in cui tali *riders* operavano è, tuttora, quella di B. BURROUGH – J. HELYAR, *Barbarians at the Gate*, New York, 1989.

J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, indagando le biografie di alcuni dei più precoci gestori di *hedge funds* attivisti negli anni '90, ne hanno tracciato le origini professionali proprio al mondo dei *corporate riders* e dei *greenmailers* degli anni '80, ricostruendo un plausibile filo di continuità tra tali pur lontane ed assai diverse forme di attivismo. Sul *greenmail*, si v. la nt. 73, *supra*.

cui investivano.<sup>94</sup> Tali strategie venivano condotte mediante *precatory resolutions*<sup>95</sup> o negoziazioni private con l'organo amministrativo e, raramente, davano luogo ad offensive prolungate del genere che un *hedge fund* attivista potrebbe sostenere attualmente: si parla, con un involontario gioco di parole, di forme "passive" (o "difensive")<sup>96</sup> di attivismo.<sup>97</sup>

È opinione oggi comune che, nonostante le "speranze" suscitate tra coloro che vedevano negli istituzionali una forza di cambiamento della *corporate governance* delle società statunitensi, tali investitori fossero strutturalmente disincentivati a sviluppare forme più elaborate (o "offensive")<sup>98</sup> di attivismo. Per contro, si sostiene, la struttura e le

---

<sup>94</sup> Si v. tuttavia L. ENRIQUES, *Il testo unico della finanza*, cit., p. 112, che riferisce di due episodi di attivismo da parte di investitori istituzionali inerenti società italiane (Olivetti, Gildemaister) che hanno avuto luogo nel 1997.

<sup>95</sup> Rule 14a-8, emanata dalla SEC ai sensi del 1934 Act, consente agli azionisti che possiedono almeno l'1% del capitale sociale della società da 1 anno di chiedere che alcune proposte vengano inserite nei *proxy materials* che la società invia annualmente agli azionisti in vista dell'assemblea. La società ha il potere di non includere la proposta nei *proxy materials* se essa non soddisfa gli innumerevoli requisiti di forma e contenuto previsti da Rule 14a-8(i)-(j). La *shareholders' proposal* è normalmente *precatory* (non vincolante).

<sup>96</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 3.

<sup>97</sup> M. KAHAN – E. B. ROCK, *op. cit.*, p. 1043.

<sup>98</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. loc. ult. cit.*

caratteristiche degli *hedge funds* li muniscano di potenti incentivi a farsi attivisti.<sup>99</sup>

In breve, tre sembrano essere i fattori principali che spiegherebbero perché l'attivismo degli investitori istituzionali non abbia avuto un lungo e proficuo sviluppo e che, letti in controluce, darebbero invece conto delle "naturali" inclinazioni all'attivismo degli *hedge funds*: (i) il peso eccessivo della regolamentazione prudenziale cui essi sono soggetti che, ad esempio, limita o esclude il ricorso alla leva finanziaria e preclude la possibilità di concentrare il proprio portafogli su un numero limitato di società;<sup>100</sup> (ii) l'assenza di incentivi legati alla remunerazione: gli *asset manager* di istituzionali sono remunerati in percentuale fissa sul volume degli a.u.m. e, spesso, competono tra loro riducendo il più possibile *fees* e costi (il che mal si concilia con la promozione di campagne attiviste, molto costose);<sup>101</sup> (iii) i conflitti di interesse: gli investitori istituzionali sono normalmente membri di un gruppo bancario-finanziario più ampio, che offre servizi agli stessi emittenti quotati contro cui può non apparire prudente promuovere campagne attiviste per non perdere *business opportunities*.<sup>102</sup>

---

<sup>99</sup> È questa la tesi sostenuta da M. KAHANE – E. B. ROCK, *op. cit.*, 1045; F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *op. cit.*, pp. 6 e 20. Con riferimento al fattore normativo, si v. J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, pp. 2 s.

<sup>100</sup> M. KAHAN – E. B. ROCK, *op. cit.* pp. 1048–1056; J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, pp. 15 s.

<sup>101</sup> Sui costi dell'attivismo, si v. la nt. 66, *supra*.

<sup>102</sup> M. KAHANE – E. B. ROCK, *op. cit.*, nt. 166, riferiscono un caso piuttosto emblematico. Nel 2003, Deutsche Asset Management, società del gruppo Deutsche

Al contrario, capovolgendo quanto appena notato, sarà agevole rendersi conto di quali e quanti incentivi al lancio di campagne attiviste esistano per un *hedge fund*: (i) gli *hedge funds*, è stato notato più volte, non sono soggetti a limitazioni cogenti all'uso della leva finanziaria o di strategie di investimento, anche rischiose; (ii) l'elevata *performance fee* cui ha diritto il gestore di un *hedge fund* rende fortemente razionale un comportamento che, invece, sarebbe senz'altro sub-ottimale e strutturalmente in perdita se adottato da un istituzionale;<sup>103</sup> (iii) gli *hedge funds* raramente appartengono a gruppi bancari e, quindi, non hanno alcun timore di perdere *business opportunities* (o di farne perdere al proprio gruppo) per via di campagne attiviste.<sup>104</sup>

(b) *Gli hedge funds attivisti come governance intermediaries*

In una prospettiva diversa e più ampia, una recente teoria ha tentato di mettere in relazione la diffusione dell'attivismo degli *hedge funds* con il ruolo, ormai dominante, assunto dall'investimento intermediato nei mercati finanziari mondiali – ed i “nuovi” costi di agenzia da questo creati.<sup>105</sup>

---

Bank, decideva di modificare il proprio voto (da “contro” ad “a favore”) nella fusione HP/Compaq dopo aver appreso che Deutsche Bank forniva consulenza ad HP.

<sup>103</sup> M. KAHAN – E. B. ROCK, *op. cit.*, pp. 1064–65. Sulla struttura dei compensi dei gestori di *hedge funds* ed il loro effetto incentivante, si v. il §1.2(c) del presente capitolo, *supra*.

<sup>104</sup> M. KAHAN – E. B. ROCK, *op. cit.*, pp. 1066–67.

<sup>105</sup> R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Col. L. Rev.*, 2013, 5, p. 865.

Tale teoria posa su un dato di fatto: nel corso del XX secolo, l'investimento azionario diretto è stato progressivamente soppiantato dall'investimento intermediato. Complice il diffondersi delle teorie sulla diversificazione di portafoglio,<sup>106</sup> la massa degli investitori raramente detiene posizioni dirette in società quotate. Essa, piuttosto, investe in (tramite) fondi comuni.<sup>107</sup> Ne deriva, guardando alla storia della società azionaria nel XX secolo,<sup>108</sup> che la società con azionariato diffuso à la Berle e Means è stata soppiantata da una società azionaria con struttura proprietaria relativamente concentrata in cui chi possiede (e vota) le azioni è l'intermediario finanziario che opera tra il risparmiatore e la società stessa: in questo senso, tale teoria parla di *agency capitalism*.

La diffusione dell'*agency capitalism* ha creato un ulteriore problema di agenzia,<sup>109</sup> che si somma a quello più tradizionale tra

---

<sup>106</sup> R. J. GILSON – J. N. GORDON, *op. cit.*, p. 884.

<sup>107</sup> Nel 2011, il 70% delle azioni delle maggiori società statunitensi era posseduto da (*rectius*, tramite) investitori istituzionali (R. J. GILSON – J. N. GORDON, *op. cit.*, p. 865)

<sup>108</sup> A. BERLE – G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932. Non meno classico dello studio di Berle e Means è R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership around the World*, in *J. of Fin.*, 1999, 2, pp. 471 ss., dove si documenta, per la prima volta, il tramonto della società à la Berle e Means. Il fenomeno è ormai noto, e ben documentato, anche negli Stati Uniti: si v. C. G. HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in *R. Fin. Studies*, 2009, 4, pp. 1377 ss.

<sup>109</sup> Per una descrizione dei “tradizionali” problemi di agenzia nel diritto societario, si v. R. H. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. B. HANSMANN, G. HERTIG, K. J. HOPT, H. KANDA, H. B. ROCK, *Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, pp. 35 ss.

azionisti e *managers*: si tratta del problema di agenzia tra l'intermediario finanziario, che detiene "formalmente" le quote nella società quotata, ed il risparmiatore, che detiene meramente quote nell'intermediario. In questo quadro, tale teoria sostiene che l'assenza di incentivi in capo all'intermediario a votare, o a votare in modo informato, avrebbe annichilito il monitoraggio del *management*, posto che né il titolare formale (il fondo) né quello "sostanziale" (il risparmiatore, titolare di quote nel fondo) hanno incentivi o, rispettivamente, incentivi e titoli, per monitorare la gestione sociale.

In questo contesto, l'attivismo degli *hedge funds* è ritenuto una risposta "endogena" del mercato al problema di agenzia creato dall'*agency capitalism*, al collasso del monitoraggio del *management* che ne è seguito ed alla conseguente emersione di una "domanda" di monitoraggio del *management* stesso.<sup>110</sup> I fondi attivisti, in altri termini, opererebbero da intermediari della *corporate governance* delle società quotate: da un lato, evidenziandone le carenze di *governance* e, mossi da potenti incentivi economici, formulando adeguate proposte di miglioramento; dall'altro, offrendo soluzioni agli intermediari finanziari che, non avendo incentivi sufficienti a monitorare la gestione delle società in cui investono, sono inclini a recepire l'esito del monitoraggio svolto da soggetti interessati e qualificati.<sup>111</sup>

---

<sup>110</sup> R. J. GILSON – J. N. GORDON, pp. 866 s. e 896 s.

<sup>111</sup> In questa prospettiva gli intermediari, lungi dall'essere affetti da *rational apathy* come l'isolato investitore della società *à la* Berle e Means, sarebbero meramente affetti da *rational reticiency*: non hanno incentivi a formulare proposte, ma possono sostenere quelle presentate dai fondi attivisti (R. J. GILSON – J. N. GORDON, *op. cit.*, pp. 867 e 895). In questo senso, la teoria coglie un punto essenziale della realtà dell'attivismo

La teoria appena descritta non è peraltro l'unica che vede nei fondi attivisti degli intermediari idonei a migliorare la *corporate governance* di società i cui azionisti abbiano modesti incentivi di monitoraggio del *management*. Ciò che nella prospettiva di tale teoria, tuttavia, è endogeno e viene efficientemente realizzato dal mercato (la mera emersione dei fondi azionisti è idonea a risolvere il problema), secondo altre linee di ragionamento dovrebbe essere invece esogeno ed imposto con strumenti di *hard law*<sup>112</sup> o *soft law*<sup>113</sup>.

---

degli *hedge funds*: poiché i fondi attivisti hanno posizioni di minoranza nella società *target*, infatti, le loro proposte hanno *chances* di essere adottate solo nei limiti in cui gli investitori istituzionali le approvino.

<sup>112</sup> M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Relazione al XXVIII convegno di studio su “Unione Europea: Concorrenza tra impresa e concorrenza tra stati”, Courmayeur 19–20 settembre 2014, disponibile presso l'autore, pp. 15 s., dove ipotizza l'adozione di regole che impongano agli investitori istituzionali il dovere di condurre una «analisi sistematica dei temi di *corporate governance* delle società oggetto di investimento» e che «impongano una scelta motivata...in ordine all'esercizio o non esercizio del voto».

Tale proposta, che sembra riecheggiare la Rule 206(4)–6 emanata nel 2003 dalla SEC ai sensi dell'Investment Advisers Act, alla luce del ruolo fondamentale dei *proxy advisers* nell'orientare l'esercizio del voto degli intermediari finanziari potrebbe invero acuire il problema che intende risolvere, accentuando la “esternalizzazione” della decisione di voto che caratterizza il risparmio gestito. Sulla Rule 206(4)–6 e sui *proxy advisers*, si v. la nt. 181, *infra*.

<sup>113</sup> Si v., ad esempio, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, settembre 2012 (disponibile all'indirizzo [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)). Lo *stewardship code* è un set di principi che, su base volontaria (*comply or explain*), gli investitori istituzionali dovrebbero adottare per esercitare con trasparenza il proprio ruolo di *steward* della

---

*corporate governance* degli emittenti in cui investono. Per un approccio critico, si v. M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 15.

Il tema è trattato, anche in relazione allo “shareholder engagement” suggerito dal libro verde della Commissione Europea del 5 aprile 2011 intitolato *The EU Corporate Governance Framework* (disponibile all’indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf)), da M. EREDE – G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 932 e 948 ss. e, con riferimento allo *stewardship code*, pp. 950 ss. Sul Libro Verde della Commissione, si v. anche F. GHEZZI, *La «corporate governance» dell’Unione Europea: un’indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 1197 ss.; M. BELCREDI – G. FERRARINI, *Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspectives*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI (ED.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, U.K. – New York, 2014, pp. 44 ss.

Nell’aprile 2014, la Commissione Europea ha licenziato una proposta volta a modificare la Direttiva Diritti Azionisti e la Direttiva 2013/34/EU in materia di bilanci (“Proposta Nuova Direttiva Diritti Azionisti”). La bozza della Commissione prevede, tra l’altro, che investitori istituzionali ed *hedge funds* adottino e rendano nota, su base comunque volontaria (*comply or explain*), una propria *engagement policy*, volta a chiarire le modalità con cui tali investitori intendono confrontarsi con le società in cui investono in materia di strategia d’impresa, risultati, struttura del capitale e *corporate governance*. La *engagement policy* dovrebbe specificare come tali investitori intendono monitorare l’emittente, dialogare con i suoi organi sociali, esercitare i propri diritti di voto e cooperare con altri azionisti. La Commissione giustifica un tale intervento normativo sul rilievo che «la crisi finanziaria ha mostrato che gli azionisti in molti casi hanno sostenuto politiche di breve periodo dei managers eccessivamente rischiose» (considerando 2). La fragilità concettuale e di *policy* di tali premesse è ben messa in luce da P. BOCKLI, P. DAVIES, E. FERRAN, G. FERRARINI, J. GARRIDO, K. J. HOPT, A. PIETRANCOSTA, M. ROTH, R. SKOG, S. SOLTYSINSKI, J. WINTER, E. WYMEERSCH, *Shareholder engagement and identification*, Working Paper, febbraio 2015 (disponibile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=2568741](http://ssrn.com/abstract=2568741)), p. 2: gli Autori si interrogano, tra l’altro, sulla sensatezza di una proposta che vorrebbe aumentare l’influenza dei soggetti (gli

(c) Rilievi critici. Rinvio alla teoria del mercato dell'influenza societaria

Le teorie appena descritte, che pure contribuiscono a chiarire alcuni punti rilevanti del fenomeno dell'attivismo degli *hedge funds*, non sembrano convincere appieno.

La prima, che enfatizza gli incentivi strutturali all'attivismo di tali fondi in contrapposizione ai disincentivi che invece scoraggiano l'azione degli investitori istituzionali, sembra dimostrare troppo. Se, effettivamente, tutti gli *hedge funds* fossero muniti di potenti incentivi economici a comportarsi da attivisti, non si comprenderebbe perché soltanto un numero assai limitato di loro opti per questa strategia di investimento.<sup>114</sup>

La seconda, che pure coglie un dato di realtà molto importante evidenziando il ruolo decisivo degli intermediari finanziari/investitori istituzionali nel successo di una campagna attivista, sembra tuttavia concentrarsi sull'analisi di un mercato, quello della "intermediazione" nella *corporate governance*, troppo "ristretto" per dare conto compiutamente dell'attivismo degli *hedge funds*.

Per queste ragioni più proficuo appare studiare l'attivismo degli *hedge funds* ed il modo in cui questo interagisce con l'ordinamento giuridico utilizzando un diverso tipo di mercato (quello della *corporate*

---

azionisti) che si ritiene abbiano agevolato l'adozione di decisioni eccessivamente rischiose e, per altro verso, mettono correttamente in luce che l'imposizione di una maggiore *disclosure* ben potrebbe scoraggiare l'*engagement* da parte degli azionisti.

<sup>114</sup> Per una indicazione quantitativa sul numero stimato di fondi attivisti sul totale degli *hedge funds* in attività, si v. il §3.1 del presente capitolo, *supra*.

*influence*), che consente di meglio ordinare ed analizzare tutte le determinanti e le conseguenze dell'attivismo stesso.

Tale linea di analisi sarà ampiamente ripresa e sviluppata nel Capitolo 2 *infra*<sup>115</sup> subito dopo aver trattato, nel paragrafo che segue, le conseguenze dell'attivismo degli *hedge funds*.

#### **4. Le conseguenze economiche dell'attivismo degli *hedge funds* (ed alcune considerazioni in margine al dibattito sullo *short-termism*)**

La rilevanza dell'attivismo degli *hedge funds* ha dato luogo ad un dibattito, piuttosto vivace soprattutto negli Stati Uniti, sulle conseguenze economiche<sup>116</sup> prodotte da tale fenomeno nei confronti degli altri azionisti della società *target* e dei creditori sociali.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> Si v. il Capitolo 2, §2, *infra*.

<sup>116</sup> Meno dibattuta, almeno al di fuori degli Stati Uniti (su cui ci v. la nt. 117, *infra*), appare invece la questione degli effetti dell'attivismo degli *hedge funds* sulla *corporate governance* delle società *target*. Nel senso che la maggiore presenza di investitori istituzionali esteri nel capitale di società quotate ne migliora la *corporate governance*, si v. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012, p. 231.

<sup>117</sup> Il dibattito sull'attivismo degli *hedge funds* si intreccia, negli Stati Uniti, con quello ben più ampio sulla opportunità di attribuire maggiori diritti e poteri agli azionisti di società quotate. In argomento, oltre al seminale L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118 *H. L. Rev.*, 2005, pp. 833 ss., si possono v. I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, in 53 *UCLA L. Rev.*, 2006, pp. 561 ss. e W. BRATTON – M. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in 158 *U. Pa. L. Rev.*, 2010, pp. 653 ss. I sostenitori della opportunità di conferire maggiori diritti agli azionisti vedono in modo tendenzialmente positivo il

Tale dibattito è reso oltremodo complesso da alcune difficoltà insite nel fenomeno stesso dell'attivismo. Come si è avuto modo di chiarire, non esiste una definizione comunemente accettata di *hedge fund*; analogamente non vi è consenso su come individuare i fondi attivisti e, di conseguenza, non vi sono banche dati che permettano di

---

ruolo degli *hedge funds* attivisti, capaci di agire anche a beneficio dei soci che non hanno sufficienti incentivi a farlo (così, oltre a L. A. BEBCHUK, *op. cit.*, anche R. J. GILSON – J. N. GORDON, *op. cit.*). La lettura di L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, cit., pp. 8 ss., è molto utile per chiarire perché, a giudizio di chi scrive, ha scarso senso riproporre tale dibattito nel nostro Paese.

Il dibattito, fenomeno non inusuale negli Stati Uniti, ha travalicato i confini dell'accademia. Dal 2012 il prof. Lucian Bebchuk della Harvard Law School dirige lo *Shareholder Rights Project*, un programma che fornisce assistenza gratuita a fondi pensione e organizzazioni non lucrative che intendano migliorare la *corporate governance* delle società in cui investono. Il programma opera, in genere, presentando *precatory resolutions* (su cui si v. la 95, *supra*) o proposte volte a rendere più contendibili le società quotate (principalmente, di c.d. *declassification*) per conto di tali azionisti.

Non sono mancate critiche, anche molto serrate, al programma, che ha acuito i termini ed i toni della tenzone che da anni contrappone il prof. Bebchuk a quelli che, per molti versi, si sono imposti come i principali sostenitori della *board supremacy*, vista come la cifra essenziale del “modello americano” (in contrapposizione alla *shareholder supremacy* che si ritiene invocata dal prof. Bebchuk): tra questi, figurano senza dubbio Martin Lipton e Theodore Mirvis, dello studio legale Wachtell, Lipton, Rosen & Katz di New York – Martin Lipton, che dello studio è stato tra i fondatori ed è tuttora *name partner*, è stato l'inventore, negli anni '80 del secolo scorso, delle c.d. *poison pill*. Si v., *ex plurimis*, M. LIPTON – T. N. MIRVIS, *Harvard Shareholder Right Project is Wrong*, 23 marzo 2012 (disponibile all'indirizzo <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/03/23/harvards-shareholder-rights-project-is-wrong/>).

selezionare in maniera omogenea campioni di fondi attivisti o episodi di attivismo da analizzare; da ultimo, specie quando ci si interroga se i fondi attivisti abbiano un *bias* verso il breve termine, è necessario osservare tali fondi e le società *target* per un ampio periodo di tempo, isolando gli effetti sulla *performance* che non siano riconducibili all'attivismo (il che è compito alquanto arduo).

Tali fattori, che hanno forse ritardato l'emersione di risposte nette e definitive, non hanno comunque pregiudicato la possibilità di individuare alcune chiare e robuste linee di tendenza. Sembra attualmente possibile dare risposta, sulla base di un importante apparato di dati, ad alcune domande piuttosto rilevanti sulle conseguenze economiche dell'attività dei fondi attivisti.

#### ***4.1 Le conseguenze dell'attivismo sulla società target e sugli altri azionisti***

I dati attualmente disponibili consentono di farsi un'idea sull'effetto che l'attivismo degli *hedge funds* causa sia nel breve sia nel lungo periodo.

##### ***(a) Le conseguenze nel breve periodo***

Nel breve periodo, la pubblica diffusione della notizia che un *hedge fund* attivista ha investito in una società quotata provoca un aumento del valore di mercato delle azioni della società stessa.

In particolare, assumendo come referente temporale il giorno in cui il fondo attivista comunica pubblicamente di aver acquisito una partecipazione nella *target* ( $T_0$ ), nel periodo compreso tra i 20 giorni che

precedono  $T_0$  ed i 20 giorni successivi a  $T_0$  si stima che il prezzo delle azioni della *target* aumenti tra il 6%<sup>118</sup> e l'8,4%.<sup>119</sup>

Uno studio condotto su episodi di attivismo a livello globale stima un valore medio dell'effetto-annuncio del 7% circa,<sup>120</sup> che riflette l'alto valore registrato negli Stati Uniti (6,9%) e quello, molto più modesto, registrato in Europa (4,7%).<sup>121</sup>

Un ulteriore studio ha stimato che, in Italia, l'effetto annuncio è appena pari allo 0,93%, che sale all'1,76% se si considera invece il giorno dell'acquisto e non quello dell'annuncio.<sup>122</sup> Secondo altri dati, in

---

<sup>118</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Col. L. Rev.*, 2015, pp. 1085 ss. Lo studio analizza 2.000 casi di attivismo negli Stati Uniti nel periodo 1994–2007.

<sup>119</sup> A. BRAV – W. JIANG – R. S. THOMAS – F. PARTNOY, *op. cit.*, pp. 1755 ss. Lo studio si basa sull'analisi di dati raccolti a mano relativi al periodo 2001–2006 ed è relativo agli Stati Uniti.

<sup>120</sup> M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT – H. WAGNER, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, ECGI Finance Working Paper No. 402/2014, gennaio 2014, p. 20 (disponibile all'indirizzo [http://www.ecgi.org/wp/wp\\_id.php?id=631](http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=631)). Lo studio analizza 1800 casi attivismo in Asia, Europa e Nord America nel periodo 2000–2010.

<sup>121</sup> M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT – H. WAGNER, *op. cit.*, p. 19. In Italia, chiunque acquisti una partecipazione rilevante in una società quotata è tenuto a darne comunicazione entro 5 giorni di negoziazione a decorrere dal giorno in cui è avvenuto l'acquisto (art. 121, co. 1, Regolamento Emittenti).

<sup>122</sup> E. CROCI, *op. cit.*, pp. 212 s. Lo studio è stato condotto su 161 partecipazioni rilevanti in società italiane dichiarate da fondi attivisti nel periodo 2000–2007.

Italia l'effetto-annuncio causerebbe un aumento del valore del titolo del 2,6%.<sup>123</sup>

(b) Le conseguenze nel lungo periodo

Sebbene la questione sia relativamente più controversa, l'investimento di un fondo attivista sembra avere effetti positivi sulla società *target* anche nel lungo periodo. Tale linea di tendenza, già tracciata<sup>124</sup> o comunque non confutata da lavori precedenti,<sup>125</sup> sembra ora confermata da un più recente studio che, con un *data set* più ampio, ha analizzato l'effetto dell'intervento dell'*hedge fund* attivista lungo un periodo di tempo maggiore e su un ampio numero di indicatori della solidità economica della società *target*.<sup>126</sup>

In primo luogo, tale studio ha dimostrato che, nei 5 anni successivi all'intervento del fondo attivista, il risultato operativo della

---

<sup>123</sup> M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT, *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Finance Working Paper No. 283/2010, Maggio 2010, p. 20 (disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1616340](http://ssrn.com/abstract=1616340)).

<sup>124</sup> Si v. E. CROCI, *op. cit.*, pp. 122–124 e M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT – H. WAGNER, *op. cit.*, p. 25.

<sup>125</sup> Si v. T. H. DRERUP, *Long-term Effect of Hedge Fund Activism in Germany*, Working Paper, dicembre 2013 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1718365>) il cui studio sugli effetti dell'attivismo sulle società dell'indice CDAX (Germania) nel periodo 2009–2010 non ha evidenziato alcun effetto positivo significativo nel lungo periodo. La conclusione è interessante perché conferma che, ancora prima dello studio di L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, su cui immediatamente *infra* nel testo, non vi erano riscontri empirici alla tesi che vedeva un declino del valore di lungo periodo delle società *target* dell'attivismo degli *hedge funds*.

<sup>126</sup> Si fa riferimento a L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*

società *target* misurato in termini di *return on assets* (“r.o.a.”) migliora di anno in anno.<sup>127</sup>

In secondo luogo, lo studio ha rilevato che, nei 5 anni successivi all’intervento, il valore medio dell’emittente aumenta. Utilizzando anche metodi di valutazione azionaria diversi, lo studio calcola un ritorno medio dell’investimento in azioni della *target* non imputabile all’andamento del mercato di segno positivo – tale rendimento era invece negativo nei 3 anni precedenti l’investimento.<sup>128</sup>

Da ultimo, a riprova della solidità delle conclusioni raggiunte, lo studio ha dimostrato altri due punti interessanti. Da un lato, gli autori non hanno trovato evidenza della diminuzione del prezzo delle azioni dell’emittente nel mese successivo al disinvestimento da parte del fondo attivista: ciò dovrebbe escludere che i fondi attivisti seguano un (particolarmente articolato, deve aggiungersi) *pump-and-dump scheme*, volto a sostenere artificialmente il prezzo finché la loro posizione è aperta (*pump*) per poi lasciare che lo stesso precipiti (*dump*) dopo aver chiuso la propria posizione.<sup>129</sup> Dall’altro, hanno stimato che nei 5 anni successivi all’intervento del fondo attivista, né l’attuazione dei

---

<sup>127</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, pp. 1103 ss.

<sup>128</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, pp. 1125 s. e 1128. Tale conclusione è confermata, peraltro, anche da autori che nutrono dubbi sugli effetti benefici dell’attivismo degli *hedge funds*: si v. Y. ALLAIRE – F. DAUPHIN, *The game of «activist» hedge funds: Cui bono?*, Working Paper, settembre 2015 (disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2657553>), p. 36, i quali ammettono l’esistenza di un aumento, sebbene contenuto, del valore di mercato della società *target* e l’assenza di un suo evidente peggioramento a seguito dell’intervento del fondo attivista.

<sup>129</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, p. 1132.

*desiderata* del fondo né l’instaurazione di una “dialettica” forte tra fondo e *target* hanno causato una diminuzione del r.o.a. – sovente si sostiene che una dialettica accesa tra soci ed organo amministrativo pregiudichi l’efficienza della società.<sup>130</sup>

Lo studio, che non ha mancato di suscitare critiche e perplessità,<sup>131</sup> induce ad alcune riflessioni, in particolare relative alla principale critica (o accusa) che sovente viene rivolta ai fondi attivisti: quella di essere, cioè, investitori troppo orientati al breve periodo (*short-termism*).

(c) Il dibattito sullo short-termism

Nella sua accezione più raffinata, per *short-termism* si intende l’attitudine del *management* di una società ad aumentare la distribuzione di utili, anche mediante un incremento dell’indebitamento o causando

---

<sup>130</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, pp.1141 s.

<sup>131</sup> Si v., ad esempio, Y. ALLAIRE – F. DAUPHIN, “*Activist Hedge Funds: Creators of Lasting Wealth? What Do the Empirical Studies Really Say?*”, IGOPP Working Paper, agosto 2014 (disponibile all’indirizzo [www. http://igopp.org/en/activist-hedge-funds-creators-of-lasting-wealth-what-do-the-empirical-studies-really-say/](http://igopp.org/en/activist-hedge-funds-creators-of-lasting-wealth-what-do-the-empirical-studies-really-say/)) e J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.* Se non è del tutto chiara, a chi scrive, la natura della critica mossa da Allaire e Dauphin in questo loro scritto, più interessante è la critica formulata in J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.* p. 6, dove si nota che altre metodologie (quale, ad esempio, la *propensity score matching*) sarebbero in grado di fornire risultati più solidi di quelli ottenuti con il solo uso delle variabili: tale approccio, sostengono Coffee e Palia, consentirebbe di stabilire se l’effetto positivo sul prezzo delle azioni si sarebbe determinato anche qualora non vi fosse stato l’intervento del fondo attivista.

uno squilibrio alla posizione finanziaria dell'emittente, a scapito degli investimenti di lungo periodo, in particolare in ricerca e sviluppo.<sup>132</sup>

---

<sup>132</sup> J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.*, pp. 7, 38 ss. e 48 s. Sul tema, si v. anche A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 2, pp. 231 ss. secondo cui «la crisi finanziaria recente ha messo in luce come un'eccessiva preoccupazione degli amministratori per l'andamento dei titoli nel breve periodo possa portarli a trascurare la crescita aziendale nel lungo termine» (p. 232) ed «è stata proprio l'ossessione per l'andamento borsistico dei titoli nel breve periodo ad aver distolto alcuni consigli di amministrazione da un'efficiente gestione delle proprie società» (p. 235). A sostegno di tale ultima affermazione, l'Autore cita L. A. BEBCHUK – M. S. WEISBACH, *The State of Corporate Governance Research*, 2009, NBER Working Paper No. 15537, novembre 2009 (disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com/abstract=1508146](http://www.ssrn.com/abstract=1508146)) in cui, invero, non sembra esservi un riscontro diretto ed immediato a sostegno dell'affermazione sopra riportata. Tale *paper* sembra limitarsi, infatti, a dare atto delle divergenze esistenti in dottrina sulla opportunità di attribuire maggiori poteri agli azionisti («To some, increasing shareholder power and facilitating shareholder intervention when necessary is part of the necessary reforms. To others, activism by shareholders who potentially have short-term interests is part of the problem, not a solution», p. 6) e sulla correlazione tra la struttura di alcuni *compensation packages* e lo *short-termism* («And while many public officials expressed concerns that standard pay arrangements provide excessive incentives to focus on the short-term [an argument stressed in Bebchuk and Fried (2004, Chapter 14)], Fahlenbrach and Stulz (2009) argue that there is no empirical evidence that such incentives have played a role in the run-up to the financial crisis», p. 13). Come trattato più ampiamente immediatamente *infra* nel testo, il timore che sta alla base del (preteso) *short-termism* dei fondi attivisti ha una sua logica. Tuttavia, finché mancheranno dati a sostegno di tale pur condivisibile intuizione, è lecito continuare a dubitare dell'esistenza di uno *short-term bias* e dei suoi (pretesi) effetti negativi. Per una considerazione critica della contrapposizione tra lungo e breve termine, si v. F. DENOZZA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 237.

Secondo una diffusa corrente di pensiero, che sembra trovare un seguito piuttosto modesto in ambito accademico,<sup>133</sup> gli *hedge funds* attivisti sarebbero i principali, se non unici, responsabili dello *short-term bias* delle società quotate. In quanto essi stessi investitori di breve termine, i fondi attivisti sarebbero incentivati a far aumentare il prezzo delle azioni della *target* nel breve periodo, anche a scapito della sua solidità finanziaria (forzando una distribuzione di utili) o operativa (forzando un mutamento nella gestione, ad esempio del settore o dell'area geografica di attività) nel lungo termine: ciò, sull'assunto che, nel lungo termine, i fondi attivisti non saranno più azionisti della *target* e, quindi, non dovranno sopportare i costi dei loro atti di *short-termism*.<sup>134</sup>

Posta la questione in questi termini, lo studio trattato nel paragrafo che precede sembra fare giustizia del dibattito sullo *short-termism*. Come notato, non vi è evidenza che, nei 3–5 anni successivi all'intervento dell'attivista, la società *target* abbia sacrificato gli investimenti di lungo periodo a favore di scelte “miopi” di breve periodo. Nel lungo periodo, in realtà, i fondamentali economici della società migliorano ed il suo valore di mercato aumenta. E la situazione non cambia anche a seguito del disinvestimento da parte del fondo, il che dovrebbe escludere in radice comportamenti opportunistici da parte dei fondi attivisti.

---

<sup>133</sup> Sebbene criticamente contro chi sostiene che l'accusa di *short-termism* sia sovente mossa da «corporate lobbying groups» e sia soltanto una «debater's weapon” used only by corporate lobbyists», si v. J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.*, p. 39.

<sup>134</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, p. 1.

Il timore che sta alla base del preteso *short-termism* dei fondi attivisti, sia chiaro, ha una sua logica. Tuttavia, non si può che concordare con gli Autori dello studio sopra analizzato quando notano che i suoi sostenitori raramente hanno finora portato dati a sostegno di tale timore.<sup>135</sup>

#### **4.2 Le conseguenze dell'attivismo sui creditori sociali**

Gli studi disponibili consentono di avere un quadro relativamente chiaro anche degli effetti – prevalentemente negativi, in questo caso – dell'investimento degli *hedge funds* attivisti sui creditori sociali.

##### **(a) Le conseguenze sulle obbligazioni**

Secondo uno studio, nel periodo compreso tra i 10 giorni che precedono  $T_0$  ed il giorno successivo a  $T_0$  si stima che le obbligazioni della società *target* registrino un andamento negativo del 3,91%. Nell'anno successivo, si registra un ulteriore rendimento negativo del 6,4%.<sup>136</sup>

Altri studi giungono a conclusioni analoghe nel lungo periodo, ma non nel breve. Si stima, infatti, che nel periodo compreso tra i 7 giorni che precedono  $T_0$  ed il giorno successivo a  $T_0$  le obbligazioni della società *target* registrino un andamento *positivo* del 2,02%. Tuttavia, a partire dall'anno successivo a  $T_0$  le obbligazioni registrano invece un

---

<sup>135</sup> L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *op. cit.*, pp. 3 s.

<sup>136</sup> A. KLEIN – E. ZUR, *The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders*, Working Paper, novembre 2009 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1572594>), commentato in E. CROCI, *op. cit.*, p. 142. Lo studio analizza 635 eventi di attivismo nel periodo 1994–2005 negli Stati Uniti.

andamento negativo piuttosto marcato, fino al -5% rispetto al *benchmark* di riferimento.<sup>137</sup>

(b) Le conseguenze sui prestiti bancari

Effetti analoghi, nell'anno seguente a  $T_0$ , si registrano per i prestiti bancari della società: gli *spread* applicati alla *target* sono in media più elevati di quelli di società comparabili e la durata dei nuovi prestiti concessi si accorcia.<sup>138</sup>

(c) Valutazione dei dati

Il numero limitato degli studi in argomento e le indicazioni non univoche che ne derivano inducono ad una interpretazione cauta di questi risultati.

Se è infatti chiaro che l'attivismo ha conseguenze negative sui creditori sociali, non sembra che le evidenze attuali consentano di stabilire se tra l'attivismo e il "depauperamento" dei creditori vi sia un rapporto di causalità o di mera correlazione. Se alcuni studiosi sono inclini a descrivere le conseguenze dell'attivismo come un mero trasferimento di ricchezza dai creditori agli azionisti,<sup>139</sup> altri appaiono più restii.

Interessante è notare che l'effetto negativo sui creditori (sia obbligazionisti, sia bancari) è più contenuto se l'attivismo tenta di incidere sulla *governance* e non sulla struttura finanziaria della *target*.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> E. CROCI, *op. loc. ult. cit.*

<sup>138</sup> E. CROCI, *op. cit.*, pp. 146 s.

<sup>139</sup> A. KLEIN – E. ZUR, *op. cit.*, p. 10.

<sup>140</sup> E. CROCI, *op. cit.*, pp. 144 e 147, rispettivamente.

## CAPITOLO 2

### ***Hedge funds* attivisti ed ordinamento giuridico italiano. Analisi empirica degli effetti prodotti da alcune riforme del diritto societario, adottate nel periodo 2004-2014, nella diffusione dello *shareholders' activism* in Italia**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il mercato dell'influenza societaria quale teoria idonea a dare conto delle forze che favoriscono ed ostacolano la diffusione dello *shareholders' activism*. – 3. Il fattore regolamentare quale *driver* principale, specie in presenza di società a base azionaria concentrata, della diffusione degli *hedge funds* attivisti: analisi delle principali riforme del diritto societario italiano nel periodo 2004–2014. – 4. (*segue*) La lunga (rin)corsa della riforma del diritto societario italiano: dal codice del 1942 al periodo 2004-2014. – 5. (*segue*) Il decennio delle riforme (2004-2014): la riforma del diritto societario (2003-2004), il caso Parmalat e le direttive comunitarie sui diritti degli azionisti. Analisi teorica e qualitativa dei possibili effetti sullo *shareholders' activism*. – 6. Ricerca di riscontri empirici alle conclusioni dell'analisi teorica e qualitativa: analisi empirica dell'attivismo degli *hedge funds* in Italia nel periodo 2004–2014

#### **1. Introduzione**

Nel capitolo che precede ho delineato, per tratti generali, la fisionomia di un *hedge fund* attivista tentando di chiarire cosa sia, cosa faccia e se l'attivismo produca conseguenze economiche positive, o negative, per i soci ed i creditori sociali.

Tali elementi sono senz'altro utili per una ricostruzione *statica* del fenomeno oggetto della ricerca. Essi, tuttavia, non consentono di enucleare le singole forze la cui interazione spieghi – non tanto e non solo il fenomeno dell'attivismo in generale, quanto – le ragioni per cui l'attivismo stesso possa assumere maggiore intensità ed ottenere risultati più significativi in alcuni ordinamenti (o Paesi) rispetto ad altri. Solo un'analisi di questo tipo, o *dinamica*, consente di contestualizzare proficuamente il fenomeno oggetto di studio e di individuare le “leve” da azionare qualora, in una prospettiva di politica del diritto, si ritenga opportuno o necessario un intervento del legislatore.<sup>141</sup>

L'analisi *dinamica* del fenomeno dell'attivismo verrà condotta utilizzando il modello sviluppato da Armour e Cheffins. Tali Autori ricostruiscono l'attivismo degli *hedge funds* come un vero e proprio mercato (il *market for corporate influence*, in assonanza con il più noto *market for corporate control*)<sup>142</sup>, i cui contorni sono tracciati da forze che agiscono sul lato della domanda e sul lato dell'offerta – tra queste forze, non sorprendentemente, figura il fattore regolamentare.<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> Si v. il Capitolo 3, *infra*.

<sup>142</sup> H. G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Political Econ.*, 1965, pp. 110 ss.

<sup>143</sup> In argomento, in lingua italiana, si v. N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998 e N. IRTI (a cura di), *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999. In lingua inglese, si v., per l'individuazione delle linee generali di un recente dibattito in argomento, *ex multis*, H. B. HANSMANN – R. H. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in 89 *Geo. L. J.*, 2001, pp. 439 ss. e, particolarmente, pp. 454–56; J. C. COFFEE JR., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, Columbia Law

In questo capitolo, dopo aver delineato il funzionamento teorico del mercato di Armour/Cheffins ed averne rivisto criticamente alcuni elementi, ne tenterò un'applicazione concreta all'ordinamento italiano.

In particolare, dapprima descriverò le singole componenti della funzione di domanda e di offerta del mercato: ciò consentirà di enucleare adeguatamente il ruolo giocato dal fattore regolamentare nel modellare tale mercato. A seguire individuerò e descriverò brevemente le principali riforme del diritto societario adottate in Italia nel decennio 2004–2014 ed astrattamente idonee a condizionare il mercato dell'influenza societaria. Procederò quindi ad una prima analisi, teorica e qualitativa, di tali riforme: l'obiettivo è comprenderne l'effetto teorico atteso, *i.e.* se si tratta di riforme che, *ex ante*, avrebbero dovuto agevolare o ostacolare l'attivismo. Concluderò il capitolo con una ulteriore analisi, di tipo empirico: utilizzando due diversi *data set* relativi al periodo 2004–2014,

---

School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144, febbraio 1999, pp. 81–87 e 121–135 (disponibile alla pagina <http://ssrn.com/abstract=142833>); RONALD J. GILSON, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192, 2000, pp. 21–26 (disponibile alla pagina <http://ssrn.com/abstract=229517>); L. A. BEBCHUK – M. J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 141, novembre 1999 (disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=202748](http://ssrn.com/abstract=202748)). Per un approccio differente, si v. invece U. MATTEI, *A Theory of Imperial Law: A study on U.S. Hegemony and the Latin Resistance*, in 3 *Global Jurist Frontiers*, 2003, pp. 2 ss. e U. MATTEI – L. NADER, *Plunder – When the Rule of Law is Illegal*, Hoboken, 2008. Ampliando ulteriormente la prospettiva dell'analisi, si v. D. S. GREWAL, *The Laws of Capitalism*, in 128 *H. L. Rev.*, 2015, pp. 626 ss. e, in particolare, pp. 657–659.

tenterò di stabilire se ed in che misura l'effetto teorico atteso di tali riforme si sia poi effettivamente realizzato.

## **2. Il mercato dell'influenza societaria quale teoria idonea a dare conto delle forze che favoriscono ed ostacolano la diffusione dello *shareholders' activism***

A differenza del più ben noto e studiato mercato del controllo societario,<sup>144</sup> il mercato dell'influenza societaria (*market for corporate influence*) è animato da investitori che acquisiscono partecipazioni di minoranza in un emittente quotato non con la finalità di conquistarne il controllo, ma con il solo obiettivo di esercitare una qualche forma di influenza nei confronti del gruppo di comando<sup>145</sup> – fermo, in ogni caso, il fine ultimo del fondo attivista, che resta quello di modificare alcune politiche (di *governance*, finanziarie, strategiche) della *target* onde trarne un profitto.<sup>146</sup>

Come ogni mercato, anche quello dell'influenza societaria è modellato da forze che agiscono sul lato della domanda e sul lato dell'offerta.

### **2.1 Supply side: le determinanti dell'offerta nel mercato dell'influenza societaria**

Nel modello Armour/Cheffins tre sono i fattori capaci di condizionare la decisione di intraprendere una campagna attivista e le relative possibilità di successo: (i) la valutazione della società *target*; (ii)

---

<sup>144</sup> Si v. la nt. 142, *supra*.

<sup>145</sup> Sul senso in cui si utilizza l'espressione "gruppo di comando", si v. la nt. 1, *supra*.

<sup>146</sup> Si v. la definizione di attivismo proposta nel Capitolo 1, §3.1, *supra*.

la sua struttura azionaria; (iii) l'esistenza di diritti degli azionisti che consentano di intraprendere iniziative tali da poter influenzare il gruppo di comando dell'emittente.<sup>147</sup>

(a) La "valutazione" della società target

La funzione di offerta del modello Armour/Cheffins è legata alla circostanza che la società sia "sottovalutata". Con ciò gli autori alludono al caso in cui il prezzo di mercato presenti margini di miglioramento sia di per sé – per ragioni di stretta valutazione –<sup>148</sup> sia come conseguenza di possibili miglioramenti operativi o gestionali.<sup>149</sup>

Il punto merita di essere riconsiderato ed ampliato per cogliere anche le minoritarie, ma non remote, ipotesi in cui il fondo attivista ritenga invece che la *target* sia "sovrapvalutata" e la sua strategia preveda di assumere una posizione corta.<sup>150</sup>

---

<sup>147</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, con le precisazioni e variazioni al modello che verranno descritte nel testo.

<sup>148</sup> L'idea di fondo è che il prezzo di mercato delle azioni non sia "corretto" e che l'investitore sia in grado di prevedere il prezzo corretto, realizzando un profitto. Il tema è quello, già trattato, della EMH, su cui si v. la nt. 9, *supra*. Sul punto si v. anche E. CROCI, *op. cit.*, pp. 118 s. ed *ivi* bibliografia, dove si nota che i fondi attivisti «investono in società con elevati *book-to-market ratios* e minore Q (il rapporto tra valore di mercato dell'impresa e il suo valore contabile)».

<sup>149</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 11.

<sup>150</sup> Si v. il caso descritto in nt. 71, *supra*.

Si noti che, dal 1 novembre 2012, le vendite allo scoperto su strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato comunitario sono soggette agli obblighi di comunicazione di cui al regolamento n. 236/2012/UE. In breve, chiunque apra una posizione (netta) corta è tenuto ad informare l'autorità di vigilanza competente non appena la posizione raggiunge lo 0,2% del capitale dell'emittente e a darne

Appare dunque più corretto individuare, quale determinante dell'offerta, più in generale, una valutazione inaccurata della *target* da parte del mercato, sia in "positivo" sia in "negativo".

(b) La struttura azionaria della società target

Il modello individua quale seconda determinante dell'offerta la circostanza che la società *target* abbia un azionariato diffuso, limitandosi a degradare – forse troppo frettolosamente – a mere «exceptions» le ipotesi in cui la legge riconosca rilevanti diritti alle minoranze tali da poter essere fatti valere anche in presenza di un azionista di controllo.<sup>151</sup>

Anche questo punto del modello Armour/Cheffins ritengo vada riconsiderato per poter ambire a descrivere in modo più puntuale, in particolare, l'esperienza italiana.<sup>152</sup> Come verrà ampiamente illustrato *infra*, infatti, anche in presenza di una struttura proprietaria concentrata possono esservi ampi margini di azione per l'attivismo degli azionisti se la legge riconosce diritti "speciali" alle minoranze: ad esempio, pur in presenza di un emittente soggetto a controllo di diritto, l'attribuzione, per

---

comunicazione al pubblico non appena la posizione raggiunge lo 0,5% del capitale dell'emittente.

<sup>151</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 12. In questo senso, v. anche V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 2009, p. 872. In una prospettiva diversa e più generale, ØYVIND NORLI – CHARLOTTE OSTERGAARD – IBOLYA SCHINDELE, *Liquidity and Shareholder Activism*, in *Rev. Fin. Studies*, in corso di pubblicazione (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1344407>) dimostrano che la liquidità di uno strumento finanziario favorisce indirettamente l'attivismo, in quanto condiziona positivamente l'accumulo di azioni della società *target* da parte di un fondo attivista.

<sup>152</sup> Si v. in argomento M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, e M. EREDE, *op. cit.*

legge, di un amministratore alle minoranze è più che sufficiente per creare l'incentivo necessario perché un fondo decida di intraprendere una campagna attivista.

(c) *I diritti degli azionisti*

Da ultimo, condizione necessaria per l'attivismo dei fondi è il riconoscimento di (minimi) diritti in capo agli azionisti di minoranza.<sup>153</sup>

Al riguardo è sufficiente puntualizzare che, nella prospettiva dell'attivismo, esiste una evidente correlazione tra struttura proprietaria e diritti degli azionisti: tanto più concentrata è la struttura proprietaria, tanto più incisivi dovranno essere i diritti riconosciuti alle minoranze per sollecitarne l'attività. Viceversa, laddove si ritenesse desiderabile frustrare o ostacolare l'attivismo delle minoranze, sarebbe sufficiente rimodularne i diritti.

**2.2 Demand side: le determinanti della domanda nel mercato dell'influenza societaria. In particolare, l'effetto depressivo dei costi della regolamentazione**

Il modello Armour/Cheffins individua tre fattori in grado di spiegare la propensione degli *hedge funds* ad intraprendere una strategia attivista: (i) i costi di finanziamento;<sup>154</sup> (ii) i *transaction costs*;<sup>155</sup> e (iii) i

---

<sup>153</sup> Su cui si v. il §3.11 del presente capitolo, *infra*.

<sup>154</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 14. In questo senso, a parità di altre condizioni, anche la politica monetaria può essere in grado di incidere sul mercato dell'attivismo: persistenti bassi tassi di interesse possono causare un incremento della domanda di prestiti da parte di soggetti ad alto rischio, quali gli *hedge funds*.

<sup>155</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 15. In questo mercato tali costi includono, principalmente, i costi che il fondo deve sostenere per individuare *target* compatibili con la propria strategia di investimento.

costi derivanti dalla regolamentazione. I primi due non richiedono un approfondimento, mentre per il terzo è necessaria una puntualizzazione.

Sebbene il modello limiti la propria analisi ai soli costi derivanti dalla regolamentazione dei fondi comuni ed alternativi,<sup>156</sup> sembra necessario ampliare la prospettiva del punto *sub (iii)* per ricomprendervi almeno i costi regolamentari derivanti da: (a) obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti; (b) obblighi di comunicazione delle eventuali posizioni corte su azioni quotate derivanti da vendite allo scoperto; (c) disciplina dei patti parasociali;<sup>157</sup> e (d) forme di incentivazione del possesso azionario di lungo periodo. Solo in questo modo ritengo sia possibile evidenziare tutti i fattori che possono condizionare la propensione di un fondo all'attivismo.

### **3. Il fattore regolamentare quale *driver* principale, specie in presenza di società a base azionaria concentrata, della diffusione degli *hedge funds* attivisti: analisi delle principali riforme del diritto societario italiano nel periodo 2004–2014**

Due sono le principali ragioni che mi inducono a scegliere il periodo 2004-2014 quale riferimento per l'analisi, teorica ed empirica, volta a testare se ed in che misura il fattore regolamentare abbia inciso sul mercato dell'influenza societaria in Italia. Da un lato, il decennio in considerazione è stato segnato da una serie di riforme sia di origine

---

<sup>156</sup> J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *op. cit.*, pp. 15 s.

<sup>157</sup> Cfr. M. BIANCHI – M. C. CORRADI – L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca, Impresa, Società*, 2012, 3, p. 424. In questo senso già V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, p. 874.

interna (*in primis*, la riforma del diritto societario) sia di matrice comunitaria (la direttiva in materia di diritti degli azionisti) come pochi altri periodi. Dall'altro, si tratta di un periodo di tempo, compatibile con la diffusione degli *hedge funds* attivisti, sufficientemente vicino a quello presente da poter disporre di un buon *data set* per l'analisi empirica.

Sarebbe tuttavia inesatto affermare che, prima del 2004, il diritto societario italiano non abbia attraversato stagioni – più o meno brevi, più o meno controverse – di riforme di un certo rilievo. Per questo, prima di procedere all'analisi dettagliata delle riforme del periodo 2004-2014, sembra opportuno tracciare una breve ricostruzione storica dell'evoluzione del diritto societario italiano in epoca contemporanea.

#### **4. (segue) La lunga (rin)corsa della riforma del diritto societario italiano: dal codice del 1942 al periodo 2004-2014**

Il diritto societario italiano, a partire dalla commercializzazione del diritto civile operata dal legislatore del 1942, ha vissuto diverse stagioni, ciascuna segnata in misura diversa da istanze riformatrici. Sebbene non siano mancati interventi, anche rilevanti, su singoli istituti, prima del 2003 il legislatore non è mai stato in grado di concepire una riforma generale del diritto delle società capace di superare l'impianto concettuale del codice del 1942,<sup>158</sup> limitandosi piuttosto a diversi macro-interventi riformatori, sovente slegati l'uno dall'altro ed adottati sotto la pressione di esigenze di natura ed origine diverse.

Semplificando nei limiti dell'accettabile va notato che, fino alla riforma del 1976, il diritto societario italiano non subisce innovazioni di

---

<sup>158</sup> ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, p. 12.

particolare rilevanza ed opera nel presupposto che un unico *corpus* normativo, peraltro poco incline ad ammettere deroghe ed *opt-out*, sia adeguato a soddisfare le esigenze dei più disparati operatori economici. Il regime applicabile ad una piccola società a base azionaria ristretta è pressappoco analogo a quello di una grande società quotata, o di un gruppo.

#### **4.1 La riforma del 1976 e la tendenziale negazione delle specificità delle società quotate e del mercato azionario**

La riforma del 1976,<sup>159</sup> che istituisce la CONSOB ed introduce una serie di obblighi di *disclosure* per le società quotate,<sup>160</sup> per la prima volta riconosce che le società che sollecitano il pubblico risparmio pongono esigenze peculiari cui il diritto comune non è in grado di rispondere. L'approccio del legislatore nel tentare di soddisfare tali esigenze tradisce tuttavia un'impostazione che, nel lungo periodo, non darà i frutti sperati.

La marginalizzazione del ruolo degli intermediari finanziari (con l'introduzione di limiti piuttosto severi alla rappresentanza)<sup>161</sup> e dei soci-investitori (con l'introduzione delle azioni di risparmio) nel governo delle società azionarie ha in definitiva disincentivato soggetti tecnicamente competenti e qualificati dal porre in essere qualsivoglia forma di *monitoring* del gruppo di comando delle principali società quotate. In questa prospettiva, anche alla luce degli effetti economici e

---

<sup>159</sup> Legge 7 giugno 1974, n. 216 ("Legge 1974").

<sup>160</sup> Si v. gli artt. 1 (istitutivo della CONSOB), 2 (in materia di obblighi di informativa societaria) e 5 (in materia di *disclosure* di partecipazioni rilevanti) della Legge 1974.

<sup>161</sup> Si v. l'art. 8 della Legge 1974.

culturali delle conseguenze di una siffatta impostazione ideologica, il fatto che la riforma del 1976 abbia posto l'accento su forme di eterotutela e su strumenti di intervento pubblicistici<sup>162</sup> non è, tutto sommato, il suo limite storico maggiore.

#### **4.2 La riforma del 1998 e la scelta di riconoscere “diritti” e “poteri” alle minoranze meno incentivate a farne uso**

La riforma del 1998, che indubbiamente segna uno snodo rilevante per il diritto societario, getta le basi per l'emersione di un *corpus* normativo specifico delle società quotate.

Gli interventi operati dal TUF, tuttavia, appaiono ancora limitati e parziali nella prospettiva più ampia del diritto societario delle società quotate: allo slancio ed alla modernità delle soluzioni offerte dal TUF in materia di intermediari finanziari, fanno sovente riscontro soluzioni societarie relativamente “timide” e la cui filosofia di fondo non appare sempre coerente.<sup>163</sup> Ad esempio: il disinteresse del legislatore del TUF per il consiglio di amministrazione,<sup>164</sup> tuttora ritenuto proiezione del socio di riferimento che non necessita di *monitoring* esterno e da parte di soggetti non correlati al gruppo di comando (l'amministratore delle minoranze, come noto, verrà introdotto solo nel 2005), si accompagna per altro verso ad “aperture” nei confronti dello stato dell'arte della

---

<sup>162</sup> P. MONTALENTI, *La società quotata*, Torino, 2004, p. 5.

<sup>163</sup> Si v. P. MONTALENTI, *La società*, cit., p. 5, secondo cui la riforma ha risentito parzialmente del movimento riformatore delle *corporate governance*.

<sup>164</sup> Che un Autore collega alla «costituzione materiale» delle quotate italiane, caratterizzata dalla presenza di un numero rilevante di società con soci di riferimento, nel cui ambito è tale socio che si occupa di monitorare il *management* (P. MONTALENTI, *La società*, cit., p. 6), con effetti non sempre ottimali.

*corporate governance* internazionale, riconoscendo diritti di *voice* anche piuttosto rilevanti (il sindaco delle minoranze, un primo tentativo di superare il limite al conferimento di deleghe in assemblea, l'azione sociale della minoranza)<sup>165</sup>.

E tuttavia anche quella che, in astratto, potrebbe sembrare una scelta di politica legislativa ispirata a principi di efficienza economica e gestionale (quale l'attribuzione di poteri di autotutela diretta ai singoli soci, comunque capaci di non paralizzare l'attività sociale), spesso, in concreto, appare avulsa dal contesto in cui le scelte di politica legislativa dovranno poi calarsi. Al riguardo, valga su tutti l'esempio della sollecitazione di deleghe: il TUF, nell'introdurle, le assoggettò ad un numero di requisiti tanto stringenti (possesso di almeno l'1% del capitale sociale per 6 mesi, approvazione di un prospetto *ad hoc* da parte della CONSOB) e tanto onerosi<sup>166</sup> che, fino alla recente riforma del 2010, l'istituto non è stato mai utilizzato. Una scelta non meno discutibile (e in

---

<sup>165</sup> P. MONTALENTI, *La società*, cit., p. 23.

<sup>166</sup> L. ENRIQUES, *Il testo unico della finanza*, cit., pp. 113 ss., stima le quote di capitale necessarie per l'esercizio di alcuni poteri delle minoranze all'indomani dell'entrata in vigore del TUF e prima delle riforme adottate nel periodo 2004–2014: ad esempio, nel maggio del 1998, un azionista che avesse voluto promuovere una sollecitazione di deleghe su ENI avrebbe dovuto detenere, per almeno 6 mesi, azioni dal controvalore di poco inferiore a 1.000 miliardi di lire (il punto è toccato anche in C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 212). In argomento, si v. ancora L. ENRIQUES, *Il testo unico della finanza*, cit., p. 111: analizzando la struttura proprietaria delle società quotate italiane relativa all'anno 1997, l'Autore ne deriva che, in 140 su 205 società, nessun singolo investitore istituzionale era in grado di esercitare alcuno dei poteri che la legge riservava alla minoranza.

effetti, come noto, molto discussa)<sup>167</sup> è quella, operata dal TUF, di prevedere diritti delle minoranze avendo in mente, in realtà, un particolare tipo di azionista di minoranza (l'investitore istituzionale), che, come dimostrato dalla dottrina giuridica e dalla letteratura economica citate nel capitolo precedente,<sup>168</sup> è quello meno incentivato a sostenere costi e costi-opportunità per esercitare tali diritti e farsi attivista. Non stupisce, neppure scontando il senno di poi, che anche dopo il 1998 il ruolo in materia di *governance* degli investitori istituzionali sia stato piuttosto modesto.<sup>169 170</sup>

---

<sup>167</sup> C. ANGELICI, *Le "minoranze"*, cit., p. 208.

<sup>168</sup> Si v. il Capitolo 1, §3.4(a), *supra*.

<sup>169</sup> Si v. M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, pp. 19 s. che, negli anni '80-'90, rintracciano appena due casi di "interventismo" di investitori istituzionali in Italia: entrambi precedenti al TUF ed entrambi difficilmente connotabili come episodi di attivismo nel senso proprio del termine (in un caso, nel 1986, il fondo ARCA si era astenuto dal votare a favore di un aumento di capitale proposto dal consiglio Montedison S.p.A.; in un altro, nel 1995, alcuni fondi si erano astenuti nel corso della votazione per l'approvazione del bilancio Gemina S.p.A.).

<sup>170</sup> Per un'analisi dei principali ostacoli normativi all'attivismo degli *hedge funds* nel periodo successivo all'entrata in vigore del TUF e precedente alle riforme del periodo 2004–2014, si v., A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001, pp. 211 ss.

**5. (segue) Il decennio delle riforme (2004-2014): la riforma del diritto societario (2003-2004), il caso Parmalat e le direttive comunitarie sui diritti degli azionisti. Analisi teorica e qualitativa dei possibili effetti sullo *shareholders' activism***

Il decennio 2004–2014 è stato caratterizzato da una copiosa azione riformatrice del diritto delle società azionarie quotate.

La riforma del diritto societario<sup>171</sup> del 2003-2004 costituisce il primo tentativo di superare, attraverso un provvedimento di ampio respiro, l'impostazione ideologica e concettuale del legislatore del 1942.<sup>172</sup> I macro-obiettivi e le principali linee di tendenza della riforma sono noti: quanto ai primi, stando alla legge delega, si trattava di valorizzare l'autonomia statutaria, semplificare la disciplina e favorire l'accesso ai mercati; quanto alle seconde, in via generale, vengono in considerazione la valorizzazione della tutela obbligatoria (a discapito di quella reale), il maggior ruolo dell'organo amministrativo (a scapito dell'assemblea) e la disciplina di istituti "nuovi" o controversi (*leverage buy out*,<sup>173</sup> direzione e coordinamento).<sup>174</sup> Sulla scorta dell'esperienza del TUF e degli esiti del dibattito internazionale sulla *corporate*

---

<sup>171</sup> D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>172</sup> ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.*, p. 12.

<sup>173</sup> Si v. G. COTTINO, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 1, p. 29, secondo cui la riforma avrebbe condotto alla «nobilitazione di pratiche, quale il *leveraged buy out*, i cui contorni assai briganteschi avevano fatto ricciare il naso persino ad osservatori smalzatamente moderati».

<sup>174</sup> P. MONTALENTI, *La società*, cit., p. 34 e G. COTTINO, *op. cit.*, p. 28

*governance*, la riforma prende decisamente posizione anche in relazione al ruolo delle minoranze nella compagine sociale, intervenendo sull'*exit* (con la previsione di nuove ipotesi di recesso) e sui diritti di *voice* degli azionisti. Le novità, al riguardo, sono diverse: legittimazione della *minorité de blocage* (art. 2369, co. 4, c.c.); limitazione della legittimazione attiva all'impugnazione delle delibere assembleari annullabili a sole minoranze qualificate e previsione del diritto al risarcimento negli altri casi; limitazione e razionalizzazione della disciplina della nullità delle delibere assembleari; introduzione dell'azione sociale di responsabilità della minoranza.

Dopo l'entrata in vigore della riforma del diritto societario, il decennio è stato segnato dall'approvazione della legge sul risparmio in risposta al caso Parmalat (2005)<sup>175</sup> e dall'attuazione delle direttive sui diritti degli azionisti di società quotate (2010 e 2012).<sup>176</sup> Completano il quadro, per i fini che qui interessano, alcune misure adottate nel contesto di iniziative volte a fronteggiare la recente crisi finanziaria (2009)<sup>177</sup> o a promuovere la crescita economica (2014).<sup>178</sup>

---

<sup>175</sup> L. 28 dicembre 2005, n. 262 ("Legge Risparmio") e d. lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 ("Decreto di Coordinamento della Legge Risparmio").

<sup>176</sup> D. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 ("Decreto Diritti Azionisti 2010") e d. lgs. 18 giugno 2012, n. 91 ("Decreto Diritti Azionisti 2012"), rispettivamente.

<sup>177</sup> D. l. 10 febbraio 2009, n. 5, conv. con modificazioni in l. 9 aprile 2009, n. 33 ("Decreto Anticrisi") e d. l. 24 giugno 2014, n. 91, conv. in l. 11 agosto 2014 n. 116 ("Decreto 91").

<sup>178</sup> D. lgs. 6 novembre 2007, n. 195 ("Decreto Trasparenza"), di attuazione della Direttiva 2004/109/CE ("Transparency Directive").

Nel complesso tali riforme hanno inciso, in alcuni casi profondamente, sul quadro normativo di riferimento degli investitori attivisti. Nei paragrafi che seguono individuerò le riforme più rilevanti per il tema oggetto di studio e tenterò di metterne in luce i possibili effetti teorici attesi *ex ante* sull'attivismo degli *hedge funds*.

### **5.1 *Il decennio delle riforme ed i diritti degli azionisti***

Le riforme del periodo 2004–2014 hanno ampliato notevolmente il novero dei diritti degli azionisti di società quotate.

Come evidenziato dalla catalogazione proposta qui di seguito, gli interventi si sono mossi lungo diverse direttrici: per un verso, ampliando diritti pre-esistenti; per un altro verso, prevedendone di nuovi; per un altro verso ancora, agevolandone l'esercizio attraverso semplificazioni procedurali.

Restano volutamente fuori dalla elencazione che segue un novero di diritti che, per un *hedge fund*, verosimilmente non hanno un impatto significativo nella decisione di farsi attivista. E' questo il caso, ad esempio, delle pur altrimenti significative innovazioni della riforma del diritto societario che hanno introdotto l'azione sociale delle minoranze, ampliato i casi di recesso e ridimensionato l'invalidità delle delibere assembleari. Si tratta, infatti, di istituti non rilevanti per i fini di un investitore attivista in quanto normalmente non ricompresi tra i suoi strumenti operativi, in genere perché il loro esercizio è antieconomico.

#### **(a) Diritti di voice: assemblea e collegio sindacale**

La riforma del diritto societario ha espressamente riconosciuto la possibilità, per gli statuti di società quotate, di consentire che anche soci che rappresentino meno del 5% del capitale sociale possano richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367, co. 1, c.c.).

La Legge Risparmio ha introdotto, per i soci che rappresentino almeno il 2,5% del capitale sociale, il diritto di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-*bis* TUF). Il Decreto Diritti Azionisti 2010, nel confermare tale disposizione e prevedere diverse cautele procedurali, ha inoltre riconosciuto il diritto di presentare proposte di deliberazione alternative su materie all'ordine del giorno di una assemblea già convocata.<sup>179</sup>

La riforma del diritto societario ha diminuito, dal 5% al 2%, la quota di capitale necessaria perché il collegio sindacale sia tenuto ad indagare sui fatti segnalati da un socio (art. 2408, co. 2, c.c.).

(b) Amministratore e sindaco delle minoranze

Le Legge Risparmio, dopo aver introdotto il voto di lista per l'elezione dell'organo amministrativo delle società quotate, ha previsto che: (i) la quota di capitale che lo statuto richiede per la presentazione di una lista non può essere superiore al 2,5%, o alla diversa percentuale stabilita dalla CONSOB in ragione delle caratteristiche dell'emittente (art. 147-*ter*, co. 1, TUF); e (ii) almeno un amministratore sia tratto dalla lista di minoranza più votata, che non sia neppure indirettamente collegata con i soci presentatori della lista risultata prima per numero di voti (art. 147-*ter*, co. 3, TUF). La disposizione, come modificata dal Decreto di Coordinamento della Legge Risparmio, consente tuttavia allo statuto di prevedere che concorrano al riparto degli amministratori le sole liste che abbiano ottenuto almeno la metà dei voti pari alla soglia necessaria per presentare una lista (art. 147-*ter*, co. 1, TUF).

---

<sup>179</sup> Per una analogia tra tale previsione e le *shareholders' proposals* di cui alla Rule 14a-8, discussa in nt. 95, *supra*, si v. A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 236.

Analogamente, in relazione al voto di lista previsto per l'elezione del collegio sindacale delle società quotate,<sup>180</sup> la Legge Risparmio ha previsto che il sindaco riservato alle minoranze non sia collegato con il gruppo di comando ed ha demandato alla CONSOB il potere di stabilirne le modalità di elezione con regolamento (art. 148, co. 2, TUF). Significativamente, il sindaco espressione delle minoranze è, di diritto, presidente del collegio (art. 148, co. 3, TUF). Anche in tal caso, tuttavia, gli statuti possono prevedere che concorrano al riparto le sole liste che abbiano riportato almeno la metà dei voti necessari per presentarne una – la norma, si noti, è tuttavia di fonte regolamentare e non primaria: art. 144–*sexies*, co. 2, Regolamento Emittenti.

(c) Diritti e procedure: introduzione della record date e semplificazione della sollecitazione di deleghe

Il Decreto Diritti Azionisti 2012 ha introdotto la *record date*, fissando il referente temporale per la legittimazione alla partecipazione assembleare e consentendo, senza soluzione di continuità, la negoziabilità delle azioni anche dopo tale termine (art. 83–*sexies*, co. 2, TUF).

Da ultimo, il Decreto Diritti Azionisti 2010 ha semplificato la disciplina della sollecitazione delle deleghe, consentendo che questa venga promossa sulla base di un prospetto di cui, a differenza di quanto stabilito dalla versione originaria del TUF, non è più richiesta l'autorizzazione alla pubblicazione da parte della CONSOB (art. 138 TUF). Il promotore della sollecitazione, inoltre, non è soggetto ad alcun

---

<sup>180</sup> L'art. 148, co. 2, TUF, già nella versione originaria riservava un membro del collegio sindacale alle minoranze, limitandosi a rimettere la relativa disciplina all'autonomia statutaria.

obbligo di possesso azionario minimo – in precedenza, solo il socio che deteneva almeno l'1% del capitale sociale da almeno 6 mesi poteva promuovere una sollecitazione delle deleghe di voto.<sup>181</sup>

---

<sup>181</sup> La disciplina della sollecitazione di deleghe evoca il tema, ben noto negli Stati Uniti e che inizia ad attirare attenzione anche a livello comunitario, dei *proxy advisers*.

I *proxy advisers* sono consulenti che consigliano i gestori di fondi su come esercitare il diritto di voto nelle assemblee delle società partecipate (in questo senso si v., ora, anche la definizione contenuta nella Proposta Nuova Direttiva Diritti Azionisti). I loro consigli sono contenuti in *reports* che, normalmente, analizzano i punti all'ordine del giorno e argomentano le ragioni in base alle quali viene emessa una certa *voting recommendation*. Ad esempio, in relazione all'assemblea di una società quotata chiamata a rinnovare l'organo amministrativo, il *report* conterrà un'analisi dei *curricula* dei candidati e dell'azionista che presenta la lista (competenza, esperienza, conflitti di interesse) all'esito della quale “raccomanderà” al destinatario del *report* di votare l'una o l'altra lista (o di non votarne alcuna). Le *voting recommendations* sono formulate alla stregua di *policies* che ciascun *proxy adviser* adotta e modifica periodicamente.

Le *voting recommendations* dei *proxy advisers* sono in grado di “spostare” un importante numero di voti e, specie nelle elezioni contese quali quelle caratterizzate da *proxy fights*, possono rivelarsi decisive per l'esito del voto. Y. ERTIMUR – F. FERRI – D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, Working Paper, p. 3 (disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2019239>) stimano che, in presenza di “raccomandazioni” negative da parte di un *proxy adviser*, le probabilità che una proposta in materia di *say on pay* venga rigettata aumentano fino al 38,3%.

Le principali ragioni dell'influenza dei *proxy advisers* sono due. La prima è la Rule 206(4)–6, emanata nel 2003 dalla SEC ai sensi dell'Investment Advisers Act, alla cui stregua i gestori di fondi comuni sono tenuti a votare le azioni gestite ed a farlo «in the best interest for clients». Poiché per i gestori sarebbe troppo oneroso valutare tale «best interest» in relazione a tutte le questioni all'ordine del giorno delle assemblee delle società in cui investono, essi normalmente “esternalizzano” tali decisioni ad un esperto:

---

i *proxy advisers*. La regola, di per sé, si applica ai soli *mutual funds* statunitensi: essa tuttavia viene prudenzialmente seguita anche dai gestori di *hedge funds* che non sono interessati ad analizzare le vicende inerenti al voto nelle assemblee delle società in cui investono ed ha un impatto notevole anche al di fuori degli Stati Uniti (i *mutual funds* statunitensi hanno posizioni importanti in Europa ed Asia). La seconda ragione che spiega l'influenza dei *proxy advisers* è legata alla natura, oligopolistica, del loro mercato rilevante: due sono, infatti, i principali *proxy advisers* attivi a livello mondiale.

A tanto potere fa riscontro una assenza, pressoché totale, di regolamentazione – se si eccettuano le regole che, convenzionalmente, gli stessi *proxy advisers* si autoimpongono. Trattandosi di attività non regolamentata, non esistono standard comuni in materia di professionalità, accuratezza, trasparenza e conflitti di interesse. Ad esempio, T. LEE, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, presentazione al *Transatlantic Corporate Governance Dialogue*, 3 dicembre 2013, p. 3, ipotizza che un «leading advisor», in un anno, copra circa 40.000 società a livello globale ed emetta oltre 300.000 raccomandazioni (il 75% delle quali nel primo semestre dell'anno) con uno staff di circa 260 analisti e ne trae dubbi sulla accuratezza del servizio prestato. Analogamente, nessuna norma cogente vieta ai *proxy advisers* di prestare consulenze agli emittenti in materia di *corporate governance*: il che, anche se adeguatamente comunicato ai destinatari delle *recommendations*, è comunque idoneo a comprometterne l'autonomia di giudizio.

Nel febbraio 2013, al termine di una pubblica consultazione durata 11 mesi, la European Securities Markets Authority (“ESMA”) ha escluso la necessità di regolare i *proxy advisers* con norme imperative: pur riconoscendo alcune preoccupazioni relative alla loro trasparenza, l'ESMA ha raccomandato l'adozione di un codice di condotta non vincolante da parte dei *proxy advisers* attivi in Europa. Si v. EUROPEAN SECURITIES MARKET AUTHORITY, *Final Report – Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*, 19 febbraio 2013 (disponibile all'indirizzo [www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf)). In argomento, per l'Italia, si v. anche S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., pp. 256 ss.

## 5.2 *Diritti (per la fidelizzazione) degli azionisti di lungo periodo: dividendo maggiorato ed azioni a voto maggiorato*

Il Decreto Diritti Azionisti 2010 ha introdotto la possibilità, per gli statuti di società quotate, di prevedere una maggiorazione del dividendo fino al 10% per ciascuna azione che un socio abbia detenuto per almeno un anno, o il minor periodo intercorrente tra due date consecutive di pagamento dei dividendi; la maggiorazione, peraltro, può essere attribuita solo per partecipazioni che non superino lo 0,5% del capitale sociale (art. 127-*quater*, co. 1 e 2, TUF).

Il Decreto 91, da ultimo, ha previsto che gli statuti di società quotate possono attribuire un voto maggiorato, fino a due voti, a ciascuna azione che un socio abbia conservato per 24 mesi (art. 127-*quinquies*).

---

Nonostante il parere dell'ESMA, nel 2014 la Commissione Europea ha licenziato la Proposta Nuova Direttiva Diritti Azionisti. Tale bozza contiene una dettagliata proposta di regolamentazione dei *proxy advisers*, impegnando gli Stati membri ad assicurare tra l'altro che: (i) le loro *recommendations* siano accurate, affidabili e basate su una meticolosa analisi delle informazioni disponibili; e (ii) i *proxy advisers* forniscano una serie di informazioni volte a verificare l'attendibilità e l'affidabilità delle raccomandazioni (ad esempio, le metodologie impiegate, il numero di persone che ha curato la predisposizione della raccomandazione, il numero totale di raccomandazioni emesse nell'esercizio precedente, eventuali conflitti di interesse). Sebbene il contenuto di alcune di tali proposte sia condivisibile, è corretto il rilievo di P. BOCKLI, P. DAVIES, E. FERRAN, G. FERRARINI, J. GARRIDO, K. J. HOPT, A. PIETRANCOSTA, M. ROTH, R. SKOG, S. SOLTYSINSKI, J. WINTER, E. WYMEERSCH, *op. cit.*, p. 6, secondo cui, in assenza di un regime di mutuo riconoscimento, sarebbe piuttosto complesso imporre regole europee a *proxy advisers* di paesi terzi.

### ***5.3 Obblighi di comunicazione di alcune partecipazioni rilevanti***

Il Decreto Anticrisi ha conferito alla CONSOB il potere, in relazione alle società con elevato valore di mercato ed azionariato diffuso, di abbassare al di sotto del 2% la soglia di possesso azionario raggiunta la quale il socio è tenuto ad effettuare una comunicazione alla CONSOB ed all'emittente (art. 120, co. 2-*bis*, TUF).<sup>182</sup>

Nel 2012, la CONSOB ha poi avviato una revisione dei propri regolamenti onde individuare – ed eliminare – gli oneri normativi ivi previsti che non avessero fonte cogente nel diritto comunitario e costituissero un mero aggravio dovuto alla normativa nazionale di recepimento.<sup>183</sup> In tale quadro, degna di nota è l'introduzione di una esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, superiori al 2% ed inferiori al 5%, detenute da *asset manager*, anche esteri, di fondi comuni o AIF (c.d. artt. 119-*bis*, co. 7 e 116-*tredecies*, co. 1, lett. e), Regolamento Emittenti).

Da ultimo, in sede di attuazione della Direttiva Transparency, la CONSOB è stata espressamente autorizzata a disciplinare i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati obbliga il titolare ad effettuare una comunicazione al pubblico (art. 120, co. 4, lett. d-*ter*), TUF). La delega, esercitata nel 2011, è stata utilizzata dalla CONSOB per

---

<sup>182</sup> Il Decreto 91 ha inoltre previsto una soglia maggiore, pari al 5%, per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni in società quotate che siano “piccole e medie imprese”, *i.e.* con fatturato fino a €300 milioni o capitalizzazione media inferiore a €500 milioni (diversi da quelli che, per 3 anni o esercizi consecutivi, abbiano superato entrambi tali limiti: art. 1, co. 1, lett. w-*quater*.1), TUF).

<sup>183</sup> Si v. la delibera CONSOB 9 maggio 2012, n. 18214.

ridefinire il complesso degli obblighi di comunicazione applicabili ai detentori di strumenti derivati.<sup>184</sup> Il sistema attualmente vigente distingue tra detenzione di derivati *physically settled* e derivati *cash settled*. Mentre chi detiene derivati *physically settled* il cui sottostante è almeno pari al 5% del capitale sociale è soggetto ad un autonomo obbligo di comunicazione (art. 119, co 1, Regolamento Emittenti),<sup>185</sup> chi detiene derivati *cash settled* è tenuto ad effettuare una comunicazione solo se la somma di azioni e derivati detenuti – sia *cash* sia *physically settled* – eccede il 10% del capitale sociale (art. 119, co. 2, Regolamento Emittenti).<sup>186</sup>

---

<sup>184</sup> Il regime vigente prima del 2011, adottato dalla CONSOB in forza di un potere regolamentare non altrettanto esplicito, prevedeva obblighi di *disclosure* solo per i detentori di derivati *physically settled*. Il sistema distingueva, peraltro, tra posizioni potenziali in acquisto (che obbligavano alla comunicazione se il sottostante superava il 2% della società quotata) ed in vendita (che obbligavano alla comunicazione *solo* se il titolare era altresì titolare di una potenziale in acquisto o di una partecipazione effettiva soggette ad obblighi di comunicazione).

<sup>185</sup> L'obbligo di comunicazione si applica al raggiungimento, al superamento o alla riduzione al di sotto di soglie successive al 5%: *i.e.*, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75% (art. 119, co. 1, lett. a) e b), Regolamento Emittenti).

<sup>186</sup> Anche tale obbligo di comunicazione si applica al raggiungimento, al superamento o alla riduzione al di sotto di soglie successive al 10%: *i.e.*, 20%, 30% e 50% (art. 119, co. 2, lett. a) e b), Regolamento Emittenti).

**5.4 Quali effetti sarebbe ragionevole attendersi da tali riforme del periodo 2004-2014 sullo shareholders' activism e sul mercato dell'influenza societaria? Analisi teorica e qualitativa**

Le riforme appena considerate si muovono lungo tre direzioni diverse e non tutte si prestano ad una interpretazione univoca in termini di effetti attesi *ex ante* sull'attivismo degli *hedge funds*.

(a) *I diritti degli azionisti quale strumento capace di stimolare lo shareholders' activism*

Vi sono pochissimi dubbi, infatti, sulla circostanza che dai diritti degli azionisti descritti *sub I.* sia ragionevole attendersi un effetto positivo sulla funzione di offerta nel mercato del controllo societario. In particolare, il voto di lista e la “riserva” di un amministratore e di un sindaco alla minoranza sembrano idonei ad accrescere le pre-condizioni che favoriscono l'attivismo anche in un sistema con assetti proprietari concentrati.<sup>187</sup> Analoghe considerazioni valgono per la *record date* e la

---

<sup>187</sup> L'art. 147-ter, co. 1, TUF, nel consentire all'autonomia statutaria di far concorrere al riparto degli amministratori le sole liste che abbiano ottenuto almeno la metà dei voti pari alla soglia necessaria per presentare una lista, favorisce ma non garantisce una rappresentanza consiliare alle minoranze. Si v., in questo senso, già G. D. MOSCO, *Le regole di governance per le quotate. Una risorsa o un peso?*, in G. D. MOSCO, F. VELLA (A CURA DI), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*, Milano, 2008, pp. 46 s. Sulle origini concettuali e storiche del sistema di voto per l'organo amministrativo delle società quotate italiane, si v. M. BELCREDI – S. BOZZI – C. DI NOIA, *Board elections, shareholder activism: the Italian experiment*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI (ED.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, U.K. – New York, 2014, pp.368 ss. e 380 ss.

sollecitazione delle deleghe: la prima concilia l'esigenza, particolarmente rilevante per gli attivisti, di esercitare il voto senza che ciò precluda la negoziazione delle azioni; la seconda, specie nella versione "semplificata" in sede di attuazione della Direttiva Diritti Azionisti, permette di superare il *collective action problem* degli azionisti di minoranza e consente agli attivisti di raccogliere consenso intorno alle proprie proposte.<sup>188</sup>

Non altrettanto immediata, invece, appare l'analisi dell'effetto che è ragionevole attendersi dai diritti degli azionisti di lungo periodo e dagli obblighi di *disclosure* di alcune partecipazioni rilevanti sopra analizzati.

(b) *I diritti (per la fidelizzazione) degli azionisti di lungo periodo quale strumento capace di*

---

Al fine di incentivare ulteriormente la presentazione di liste da parte di investitori istituzionali, M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, in M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 89., p. 13, propone che l'attuale quorum necessario per la presentazione di una lista sia sostituito da una «soglia di risultato» che vincoli la possibilità di nominare un consigliere di minoranza non già alla quota di capitale posseduta dal soggetto che presenta una lista ma al consenso che tale lista sia in grado di raccogliere in assemblea.

<sup>188</sup> Sulla *rational reticiency* degli investitori istituzionali, privi di incentivi a formulare proposte ma inclini a valutare la possibilità di sostenere quelle presentate dai fondi attivisti, si v. R. J. GILSON – J. N. GORDON, *op. cit.*, pp. 867 e 895. Sulla *record date*, nel senso che essa non comporti «in definitiva, una scissione tra "titolarità" e "legittimazione", quanto una scissione fra i diversi diritti sociali e la legittimazione al loro esercizio», si v. C. ANGELICI, *La "record date"*, in M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 89., p. 71 ss.

deprimere, seppure indirettamente, lo  
shareholders' activism

Le norme sulla maggiorazione del dividendo e sulla maggiorazione del voto nelle intenzioni del legislatore ambiscono, a mio giudizio, ad incrementare la stabilità della compagine sociale e, per questa strada, a diminuire (ulteriormente) la contendibilità degli emittenti italiani e rafforzarne (ulteriormente) il controllo.<sup>189</sup>

---

<sup>189</sup> Si v. M. STELLA RICHTER, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 1, pp. 90 ss., in particolare quando nota che «pare che il dividendo maggiorato nella sostanza premi la *stabilità* dell'azionariato, o per meglio dire *di un certo azionariato*»; P. G. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat – Chrysler*, in *Riv. Soc.*, 2014, 5, p. 1126, quando nota che «la vicenda del voto maggiorato indica come il pendolo tra il valore della contendibilità e quello della stabilità ricominci a correre verso quest'ultima»; P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 223, secondo cui «sorge il dubbio – consistente – che nelle società quotate il nuovo istituto risponda maggiormente all'interesse al rafforzamento del socio di controllo che non all'interesse ad attrarre investitori *long term*»; E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127-quinquies T.U.F.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2015, 1, p. 117, che, pur ammettendo che la maggiorazione del voto possa astrattamente favorire sia i soci stabili sia gli investitori istituzionali, riportando il dato giuridico nel contesto reale in cui sarà concretamente chiamato ad operare, conclude che «data la forte concentrazione degli assetti proprietari delle società quotate italiane, è assai dubbio che tale disposizione possa incentivare la partecipazione attiva degli azionisti di minoranza e degli investitori istituzionali. È probabile, invece, che la disposizione si rivelerà utile, nel breve periodo, nella prospettiva del rafforzamento del controllo»; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 478 ss., quando rileva che la previsione del voto maggiorato avrebbe anche la funzione di incentivare l'investimento di lungo periodo, nonché B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto*

---

*plurimo e voto maggiorato (voce)*, in *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione commerciale*, Aggiornamento VII, a cura di STEFANO BELLOMO – MARCO CIAN – GIUSEPPE FERRI JR – DANIELE U. SANTOSUOSSO – FRANCESCO TESAURO, Torino, 2015, pp. 624 ss.; A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Le soc.*, 2014, 10, p. 1058, secondo cui la previsione del voto maggiorato risponde alle medesime finalità della previsione di dividendi maggiorati, i.e. quella di stabilizzare l’azionariato ed incentivare la presenza di azionisti di lungo periodo. In argomento, si v. anche R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 4, 921 ss.

*Contra*, G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2, 2015, pp. 156 s., che ritiene «evidentemente riduttivo leggere la clausola di maggiorazione...come un *beneficio di per sé* per il socio maggioritario» e che non condivide «argomenti di tipo, per così dire, predittivo, quali quelli riguardanti una supposta più elevata probabilità che i presupposti della maggiorazione possano incontrare maggiore facilità di soddisfacimento da parte degli azionisti di controllo»; l’Autore è scettico, inoltre, sulla «concreta attitudine della nuova disciplina ad operare come fattore di stabilizzazione degli investimento verso il medio-lungo termine» (p. 157). *Contra*, sembra, anche N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull’art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 1, p. 33, secondo cui «non può essere permesso alla maggioranza di premiare la propria stabilità come azionista». L’opinione dell’Autore, seppure motivata dall’apprezzabile finalità di riconciliare con il sistema una scelta legislativa dai moventi piuttosto discutibili, difficilmente può essere condivisa: è il legislatore che, scientemente, consente alla maggioranza di «premiare la propria stabilità come azionista».

Più articolata la posizione V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 164 ss. il quale, da un lato, pur non disconoscendone la natura essenzialmente di controllo (pp. 166 ss.) non esclude, in astratto almeno, che le azioni a voto maggiorato (ed a voto multiplo) possano ben servire gli scopi delle minoranze azionarie attiviste e, in particolare, degli attivisti “offensivi” (pp. 187 s.; sugli attivisti “offensivi”, si v. ampiamente quanto

Trattandosi di disposizioni idonee ad incidere sul mercato del controllo societario, in via di prima approssimazione è ragionevole attendersi che esse non dovrebbero avere un effetto *diretto* sull'attivismo degli *hedge funds*.

Tuttavia, non può del tutto escludersi che tali previsioni possano indirettamente pregiudicare, per altro verso, la funzione di offerta nel mercato dell'influenza societaria del modello Armour/Cheffins. Come notato, la struttura proprietaria degli emittenti è una delle determinanti dell'offerta in tale mercato. Nei limiti in cui le norme sulla maggiorazione del dividendo e del voto contribuiscono a diminuire la contendibilità degli emittenti e deprimere il mercato del controllo societario, ciò potrebbe incrementare la concentrazione della struttura proprietaria degli emittenti italiani e, dunque, condizionare

---

indicato nel Capitolo 1, §3.4(a), *supra*); e dall'altro, tuttavia, in concreto, dubita che la disciplina italiana delle azioni a voto maggiorato (ed a voto multiplo) sia idonea a soddisfare le esigenze di tutela della minoranza che l'uso di tali azioni imporrebbe per riequilibrare i rapporti tra soci data la loro natura di azioni essenzialmente di controllo. Sulla possibilità di caratterizzare le azioni a voto multiplo ed a voto maggiorato quali strumenti di *shareholder cultivation* – di cui discute V. CARIELLO, *op. cit.*, p. 186 – si v. la nt. 218, *infra*.

Per una valutazione, mi pare, positiva del riconoscimento di diritti speciali agli azionisti di lungo periodo, si v. invece A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 234, che ritiene che tali diritti, «ove correttamente interpretati», possano funzionare da “cuscinetto” per proteggere «i processi decisionali degli amministratori dall'influenza inopportuna e tendenzialmente dannosa degli azionati speculatori che (per definizione) sono attenti esclusivamente alla crescita del valore del titolo nel breve periodo». In argomento, si v. i rilievi critici relativi allo *short-termism* formulati nel Capitolo 1, §4.1(c), *supra* ed in nt. 132, *supra*.

negativamente l'offerta nel mercato dell'attivismo societario. Si tratterebbe di un effetto *indiretto*, stimare la *magnitudo* del quale non è agevole.

(c) Valutazione non univoca delle modifiche apportate al regime di disclosure delle partecipazioni rilevanti

Il regime di disclosure delle partecipazioni rilevanti, effettive o potenziali, detenute in una società quotata è verosimilmente tra i fattori a maggiore impatto nel creare l'*humus* adatto perché *hedge funds* attivisti adottino una decisione di investimento. Stupisce, in tal senso, che il modello Armour/Cheffins non consideri adeguatamente tale circostanza.

A rilevare è, anzitutto, la quota di capitale sociale che obbliga a comunicare la partecipazione al mercato: una soglia al 2%, quale della di cui all'art. 120 TUF, è, alternativamente, il portato di una scelta di politica legislativa ispirata all'estrema trasparenza o un meccanismo di *early warning* contro acquirenti (o attivisti) non graditi al gruppo di comando (o entrambe le cose); una soglia al 5%, quale quella prevista nella Transparency Directive e "ripristinata" dalla CONSOB in via regolamentare per le posizioni detenute dai gestori di fondi comuni ed alternativi, consente invece di accumulare una posizione importante meno onerosamente.<sup>190</sup>

---

<sup>190</sup> In argomento, si v. L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, ECGI Law Working Paper No. 252/2014, aprile 2014 (disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com/abstract=2423768](http://www.ssrn.com/abstract=2423768)).

Molto rilevante potrebbe essere, in materia, l'effetto della Proposta Nuova Direttiva Diritti Azionisti. La bozza licenziata dalla Commissione Europea impone agli Stati membri di assicurare che, a richiesta di una società quotata, gli intermediari finanziari

Non meno rilevante è, per altro verso, la tempistica della *disclosure*. A questo proposito, tanto minore è il lasso di tempo che intercorre tra il superamento della soglia ed il giorno in cui la comunicazione è dovuta, tanto più complesso ed oneroso diviene accumulare la posizione.<sup>191</sup> Poiché l'effetto-annuncio che un fondo

---

comunicano tempestivamente a tale società le generalità di ogni suo azionista e le relative informazioni di contatto. Sebbene la bozza della Commissione preveda che tali informazioni possano essere usate «solo per facilitare l'esercizio dei diritti dell'azionista», è abbastanza evidente che un simile meccanismo di identificazione avrebbe un effetto negativo sui livelli di attivismo nelle società quotate europee. La *ratio* dichiarata di tale previsione (facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti) sembra in parte smentita dalla stessa Commissione che, in un documento esplicativo che accompagna la Proposta Nuova Direttiva Diritti Azionisti, non fa mistero del fatto che «l'identificazione degli azionisti consente alle società quotate di comunicare direttamente con i propri azionisti e di relazionarsi (*engage*) proattivamente con loro e di intavolare discussioni su argomenti rilevanti, quali quelli inerenti la *corporate governance*». Si v. EUROPEAN COMMISSION, *Memo – Corporate Governance Package, Frequently Asked Questions*, 9 aprile 2014 (disponibile all'indirizzo [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-275\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-275_en.htm)).

<sup>191</sup> Un confronto, anche sommario, tra la normativa italiana e quella statunitense è emblematico. Nel nostro ordinamento chiunque detenga più del 2% (o dell'1%, nei casi in cui la CONSOB ha il potere di richiedere la *disclosure* al superamento di tale soglia più bassa: si v. immediatamente *infra* nel testo) è tenuto a comunicare alla CONSOB ed all'emittente la propria partecipazione entro 5 giorni di negoziazione da quello in cui è stata posta in essere l'operazione idonea a far sorgere l'obbligo (art. 121, co. 1, Regolamento Emittenti). Negli Stati Uniti, l'obbligo di *disclosure* grava in capo a chiunque venga a detenere più del 5% del capitale di una classe di azioni di una società quotata e va adempiuto entro 10 giorni dalla data dell'operazione che ha determinato il superamento della soglia (SEC Rule 13d-1, emanata ai sensi del 1934 Act). Il maggior termine entro cui effettuare la *disclosure* negli Stati Uniti consente all'*hedge fund* di

attivista ha acquisito una partecipazione in un emittente quotato vale un incremento fino all'8% dei prezzi di borsa della *target*,<sup>192</sup> il fondo che fosse precocemente tenuto a comunicare al mercato di aver acquisito una

---

accumulare una posizione più ampia dopo il superamento della soglia rilevante e prima che scada il termine per la comunicazione al mercato: nei 10 giorni successivi al raggiungimento del 5%, l'*hedge fund* normalmente giunge quasi a raddoppiare la propria posizione (evitando di raggiungere il 10% del capitale sociale, soglia che determinerebbe l'applicabilità di regole speciali e più gravose al fondo-azionista). Poiché la *disclosure* determina un incremento del costo di acquisizione della partecipazione nella società *target*, per l'*hedge fund* è economicamente più vantaggioso acquisire la posizione prima di dover effettuare la *disclosure* al mercato.

La disciplina statunitense in materia di *insider trading* applicabile ai *tippees* descritta in nt. 76, *supra*, unita al maggiore termine entro cui è possibile effettuare la *disclosure*, consente al fondo attivista di informare privatamente altri fondi dell'avvenuto acquisto di azioni della *target* prima che tale informazione sia comunicata al mercato. Nel lasso di tempo che intercorre tra la comunicazione privata della notizia ed il predetto termine di 10 giorni entro cui essa diverrà di dominio pubblico, tali altri fondi potranno dunque acquistare, sulla base di tale informazione, azioni della *target* e beneficiare dell'aumento di valore che esse avranno all'indomani della *public disclosure*. Si ritiene che tale forma di *tipping* da parte del fondo che si accinge a lanciare una campagna attivista sia piuttosto diffusa: essa consente all'*hedge fund* di creare un gruppo di azionisti a lui "vincolati" dalla gratitudine del profitto realizzato all'indomani della *disclosure* (in gergo, si parla di *wolf pack*) i quali, verosimilmente e pur non essendosi vincolati a farlo, sosterranno la campagna attivista del fondo che capeggia il *wolf pack*. In argomento, si v. diffusamente J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *op. cit.*, pp. 3 ss.

Va notato, tuttavia, che la recente esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni inferiori al 5% detenute da *asset managers* ha di molto ravvicinato, per i fini del presente lavoro, la normativa italiana e quella statunitense.

<sup>192</sup> Si v. il Capitolo 1, §4.1(a), *supra*.

partecipazione in una società quotata potrebbe andare incontro ad una duplice perdita: da un lato, per arrivare a detenere una partecipazione maggiore sarebbe tenuto a spendere fino all'8% in più; dall'altro, avrebbe perso ogni vantaggio strategico-informativo sulla *target*.

Sulla scorta di tali considerazioni, si possono tentare alcune valutazioni delle riforme in materia di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti sopra descritte.

In primo luogo, il potere CONSOB di fissare all'1% la soglia di *disclosure* per alcuni emittenti è in grado di condizionare assai negativamente la funzione di domanda del mercato della *corporate influence*. Ad un estremo, un tale potere potrebbe in radice annichilire tale mercato. Come già notato, dacché l'effetto-annuncio che un fondo attivista ha acquisito una partecipazione in un emittente quotato vale un incremento fino all'8% dei prezzi di borsa della *target*,<sup>193</sup> il fondo che fosse tenuto a comunicare al mercato di aver acquisito l'1% di una società quotata andrebbe incontro ad una perdita importante: per un verso, per arrivare ad una partecipazione maggiore sarebbe tenuto a spendere fino all'8% in più; per altro verso, avrebbe perso ogni vantaggio strategico-informativo sulla *target*.

In secondo luogo, più complessa appare invece la valutazione degli obblighi di *disclosure* relativi alla detenzione di strumenti finanziari derivati nella società *target*. Specie se confrontato con la disciplina previgente, tale regime, infatti, bilancia la necessità di comunicare derivati *cash settled* con soglie relativamente elevate (10%),

---

<sup>193</sup> Si v. il Capitolo 1, §4.1(a), *supra*.

cui possono contribuire anche posizioni di natura diversa (possessiono di azioni, detenzione di derivati *physically settled*).

(d) Conclusioni dell'analisi teorica e qualitativa: le considerate riforme del periodo 2004-2014 dovrebbero ragionevolmente sostenere, e non deprimere, la diffusione dello shareholders' activism

Tentando di riassumere quanto emerso nelle pagine che precedono, sembra lecito attendersi effetti positivi sul mercato dell'influenza societaria: (i) dal riconoscimento di diritti in capo agli azionisti – in particolare, quelli relativi al voto di lista, all'amministratore ed al sindaco di minoranza, alla *record date* ed alla semplificazione della sollecitazione di deleghe; (ii) dall'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni inferiori al 5% detenute da gestori di fondi comuni o alternativi; e, sebbene in misura minore, (iii) dal regime di *disclosure* dei derivati *cash settled*.

Per contro, effetti negativi è ragionevole attendersi: (i) dal potere CONSOB di ridurre, seppure temporaneamente e per alcune società soltanto, la soglia di *disclosure* delle partecipazioni effettive in una società quotata al di sotto del 2% – e, più in generale, dalla già bassa soglia di comunicazione prevista in via ordinaria dall'art. 120, co. 2 TUF; e, sebbene in misura più contenuta e solo indirettamente, (ii) dal riconoscimento di diritti di voto ed al dividendo (maggiorati) ad investitori di lungo periodo.

Sebbene nel contesto di un'analisi qualitativa sia complesso ponderare l'impatto dei singoli elementi sul mercato dell'influenza societaria, è possibile formulare un'ipotesi. Il più rilevante degli effetti

positivi sopra discussi (*i.e.*, i diritti riconosciuti ai soci nel decennio 2004–2014) è tale da escludere che esso possa essere significativamente ridimensionato, o addirittura eliminato, dal più rilevante degli effetti negativi sopra individuati (*i.e.*, il potere CONSOB di imporre la *disclosure* alla soglia dell'1%, per periodi di tempo limitati e per alcuni emittenti soltanto: specie se si considera, per i fini che qui interessano, l'effetto della norma regolamentare CONSOB che esenta i gestori dei fondi, anche alternativi, dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni inferiori al 5%). E ciò non tanto perché la Commissione non ha mai neppure considerato l'esercizio di tale potere (almeno a quanto consta a chi scrive), quanto perché la soglia altrimenti applicabile (2%) era già molto bassa prima dell'introduzione di tale potere: è verosimile che tale norma non abbia alterato più di tanto gli equilibri della funzione di offerta – non così tanto, in ogni caso, da eliminare gli effetti dell'attribuzione del novero dei diritti degli azionisti sopra discussi.

In conclusione, è ragionevole prevedere che le riforme del decennio 2004–2014 abbiano avuto un effetto netto positivo sul mercato della *corporate influence*. Tale ipotesi sarà testata nel paragrafo seguente.

**6. Ricerca di riscontri empirici alle conclusioni dell'analisi teorica e qualitativa: analisi empirica dell'attivismo degli *hedge funds* in Italia nel periodo 2004–2014**

Lo studio empirico dell'attivismo degli *hedge funds* in Italia<sup>194</sup> sconta un duplice problema. Da un lato, la regolamentazione del fenomeno e la mancanza di una definizione comunemente accettata dagli studiosi fanno sì che non vi siano dati pubblicamente disponibili e non consentono di costruire agevolmente un *database* partendo da fonti pubbliche o di facile accesso. Dall'altro, anche l'attivismo degli *hedge funds* sconta problemi definatori e di reperimento dei dati: l'individuazione e la qualificazione di una campagna, o di un evento, come “attivisti” presuppone infatti l'impiego di una definizione – che fatalmente varia<sup>195</sup> di studio in studio – e l'analisi di fonti documentali assai eterogenee e non definibili in modo omogeneo *ex ante*.<sup>196</sup>

Quasi stupisce, in un simile contesto, l'esistenza di un discreto numero di studi empirici che negli ultimi anni si sono confrontati con il fenomeno dell'attivismo degli *hedge funds* in Italia e che verranno

---

<sup>194</sup> Negli Stati Uniti lo studio della materia è agevolato dall'Item 4 di Schedule 13D, il modello su cui vanno comunicate le partecipazioni rilevanti, che richiede espressamente al socio di indicare quale sia la finalità dell'investimento: ciò consente di censire piuttosto agevolmente l'assunzione di posizioni in società quotate da parte di fondi attivisti (S.E.C. Rule 13d–101, emanata ai sensi del 1934 Act).

<sup>195</sup> Sul punto, si v. ad esempio M. BELCREDI–L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 17 e nt. 9.

<sup>196</sup> Poiché raramente l'attivismo è soltanto endo–assembleare, un'analisi dei verbali assembleari delle società di un dato campione difficilmente consentirebbe di creare un *data set* articolato.

utilizzati, in vario modo, ai fini dell'analisi che segue.<sup>197</sup> I dati disponibili, giova premetterlo, sono pochi e raccolti con metodologie diverse da studiosi diversi: ciò non toglie che essi possano comunque fornire delle indicazioni per enucleare linee di tendenza utili a contestualizzare l'analisi qualitativa sviluppata nel paragrafo precedente.

Ampliando la prospettiva, e considerando non solo gli *hedge funds* attivisti ma anche gli investitori istituzionali, i dati disponibili diventano relativamente più ampi.<sup>198</sup> Tuttavia, come più volte notato, gli investitori istituzionali sono soggetti assai diversi dagli *hedge funds*: sono sottoposti ad un regime normativo diverso, rispondono ad incentivi economici diversi. Ferma, dunque, l'impossibilità di assimilarli, appare nondimeno utile passare brevemente in rassegna i dati disponibili sul tasso di attività degli investitori istituzionali nel decennio 2004–2014: sia perché tale analisi può fornire comunque utili indicazioni empiriche sul

---

<sup>197</sup> Si tratta degli studi di M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.* (elaborazioni su dati CONSOB relativi al periodo 2000–2013); M. EREDE, *op. cit.* (osservazioni e dati raccolti a mano relativamente al periodo 2007–2012); E. BELLINI, *op. cit.* (osservazioni relative al periodo 2007–2009).

<sup>198</sup> GEORGESON – LUISS CERADI, *FTSE MIB Proxy Season 2012 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, 2012 (disponibile presso l'autore); GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, 2013 (disponibile presso l'autore); GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2014 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, in corso di pubblicazione (disponibile presso l'autore).

funzionamento delle riforme adottate nel corso di questo decennio, sia perché gli studi da cui tali dati provengono includono anche gli *hedge funds* attivisti nella categoria “investitori istituzionali” – sebbene, in tali studi, non sia possibile estrapolare i dati sugli *hedge funds* da quelli aggregati sugli “investitori istituzionali”.

### **6.1 Dati sulla presenza di hedge funds in Italia nel periodo 2000–2014**

Nel periodo 2000–2014, gli *hedge funds* hanno condotto un totale di 355 operazioni su società quotate italiane: in 291 casi hanno acquisito partecipazioni uguali o superiori al 2%, in 64 casi pari o superiori al 5%.<sup>199</sup>

In media, ciascuna posizione è stata detenuta da un fondo per meno di 13 mesi (8 mesi è la mediana).<sup>200</sup>

Il numero di società *target* è stato pari, nel periodo 2000–2014, a 167.<sup>201</sup>

### **6.2 Dati sulla presenza di hedge funds attivisti in Italia nel periodo 2004–2014**

Per il periodo in esame, disponiamo soltanto di un indicatore parziale sulla presenza di fondi attivisti in Italia.

Limitatamente al periodo 2000–2007, uno studio ha incrociato i nomi dei dichiaranti di partecipazioni superiori al 2% con i nomi di *hedge funds* come attivisti. Ne è risultata la presenza di 38 fondi attivisti

---

<sup>199</sup> M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 49.

<sup>200</sup> M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 18.

<sup>201</sup> M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *op. loc. ult. cit.*

in Italia nel periodo in questione.<sup>202</sup> La mera presenza di fondi attivisti nel mercato italiano non implica, di per sé, che tali fondi abbiano dato luogo a campagne, o episodi, di attivismo in tale periodo.

### **6.3 Dati sugli episodi di attivismo da parte degli hedge funds in Italia nel periodo 2004–2014**

L'unico modo per dare conto degli episodi di attivismo nel periodo 2004–2014 è combinare le evidenze, tutte aneddotiche, documentate negli studi di riferimento sopra citati.<sup>203</sup>

Tale approccio consente di individuare 19 episodi di attivismo nel periodo 2004–2014, pari al 5,3% del totale delle operazioni di *hedge funds* documentate in Italia nello stesso periodo.

In particolare, i dati segmentati per anno indicano 1 episodio di attivismo nel 2004 (su 26 operazioni di *hedge funds*); 1 nel 2005 (su 47); nessuno nel 2006 (su 80); 2 nel 2007 (su 94); 6 nel 2008 (su 30); 3 nel 2009 (su 17); nessuno nel 2010 (su 17); 3 nel 2011 (su 19); 3 nel 2012 (su 23); nessuno nel 2013 (su 2).

Interessante notare che nel periodo immediatamente precedente il decennio delle riforme sopra considerato, tra il 2000 ed il 2004, non è stato documentato alcun episodio di attivismo.<sup>204</sup>

---

<sup>202</sup> E. CROCI, G. PETRELLA, *Price Changes Around Hedge Fund Trades: Disentangling Trading and Disclosure Effects*, Working Paper, marzo 2013 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1951788>).

<sup>203</sup> Si tratta degli studi, già cit. in nt. 197, *supra*, di M. BELCREDI–L. ENRIQUES, *op. cit.* (elaborazioni su dati CONSOB relativi al periodo 2000–2013); M. EREDE, *op. cit.* (osservazioni e dati raccolti a mano relativamente al periodo 2007–2012); E. BELLINI, *op. cit.* (osservazioni relative al periodo 2007–2009).

<sup>204</sup> M. BELCREDI–L. ENRIQUES, *op. cit.*, p. 49.

#### **6.4 Dati sull'attività degli "investitori istituzionali" in Italia nel periodo 2004–2014**

L'ampio *data set* predisposto dagli studi Georgeson/LUISS Ceradi/Fondazione Bruno Visentini, come già notato, coglie una realtà più ampia di quella oggetto di studio nel presente lavoro. Sotto la categoria "investitori istituzionali", infatti, tali studi documentano sia l'attività di fondi comuni e fondi pensione sia quella degli *hedge funds*.

Pur con queste limitazioni ed i *caveat* che ne conseguono, tali dati consentono comunque di tracciare una linea di tendenza per il periodo 2004–2014 piuttosto rilevante anche ai fini del presente lavoro.

##### **(a) Struttura proprietaria: prevalenza delle posizioni in società con scarsa concentrazione proprietaria**

Secondo i dati Georgeson/LUISS Ceradi/Fondazione Bruno Visentini relativi alle società dell'indice FTSE MIB, nel 2014 gli investitori istituzionali esteri costituivano una presenza assai rilevante nel mercato italiano. Essi detenevano, in media, il 23,1% del capitale rappresentato nell'indice – solo i gruppi di comando delle società censite detenevano una quota maggiore, pari al 41,1%. Tale dato appare piuttosto robusto anche in una prospettiva storica: esso è cresciuto di oltre il 19,5% dal 2005, mentre il dato sul capitale medio posseduto dagli altri gruppi censiti (gruppi di comando, investitori istituzionali italiani ed investitori *retail*) è diminuito nel periodo considerato.

Gli investimenti degli istituzionali esteri non sono distribuiti in modo omogeneo nelle società del FTSE–MIB. Nel 2014 essi investivano

prevalentemente in società con scarsa concentrazione proprietaria<sup>205</sup> (di cui detenevano, in media, il 62,9% del capitale) ed in misura molto limitata in società dalla struttura proprietaria molto concentrata<sup>206</sup> (in media, ne detenevano il 18,6%).<sup>207</sup>

(b) Incremento della partecipazione assembleare e della c.d. “intensità” di partecipazione

In linea con il dato sulla presenza nel capitale delle società italiane, gli istituzionali esteri partecipano in misura rilevante alle assemblee. Nel 2014, in media, essi “valevano” il 24,6% del capitale rappresentato nelle assemblee delle società FTSE–MIB.

---

<sup>205</sup> GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013, op. cit.*, p. 12, che individua come *benchmark* le 4 società “meno controllate” del campione (Prysmian, Azimut, Telecom Italia, UniCredit).

<sup>206</sup> GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013, op. cit.*, p. 13, che individua come *benchmark* le 4 società “più controllate” del campione (Parmalat, Salvatore Ferragamo, Enel Green Power, Tod’s).

<sup>207</sup> Tali conclusioni sono coerenti con quelle dello studio di M. BELCREDI – S. BOZZI – C. DI NOIA, *op. cit.*, p. 402. Tale lavoro, che analizza le elezioni dell’organo amministrativo di 261 società quotate italiane nel periodo 2008-10, conclude che la struttura proprietaria ha un forte impatto sulla presentazione di liste da parte di azionisti di minoranza in quanto «minority slates are more likely where the ultimate shareholder holds a lower stake, where the number of other relevant shareholding is higher, where the free-float is lower, where no shareholders’ agreement is present and, finally, where the ownership concentration index is lower». Analogamente, M. BIANCHI, *op. cit.*, in M. MAUGERI, *op. cit.*, pp. 10 ss., analizzando i dati relativi alla partecipazione alle assemblee delle società quotate in Italia nel periodo 2010-2013, nota una correlazione negativa tra la quota di controllo in una società e la partecipazione alle sue assemblee da parte degli investitori istituzionali.

Nel tempo, la presenza degli istituzionali esteri è cresciuta costantemente ed in misura apprezzabile. La scomposizione dei quorum assembleari per categorie di investitore fornisce uno spaccato ancora più rilevante. Nel 2005, gli istituzionali esteri rappresentavano il 6,4% del capitale presente in assemblea; nel 2014, essi rappresentavano il 36,5%. Al *trend* crescente della presenza degli istituzionali esteri si è accompagnata una diminuzione della presenza sia dei gruppi di comando (dall'85,1% del 2005 al 59,7% del 2013) sia, ancora più marcatamente, degli istituzionali italiani (dal 7,1% del 2005 al 2,4% del 2014).

Nel periodo considerato è altresì cresciuta, considerevolmente, anche la c.d. “intensità” di partecipazione (*i.e.*, il rapporto tra le posizioni effettivamente votate e quelle detenute).<sup>208</sup> Nel 2005, gli istituzionali esteri votavano in media il 16% delle proprie posizioni; nel 2014, il 62,8%. Decrescente, anche in questo caso, il *trend* relativo agli istituzionali italiani: nel 2005, votavano in media il 31,7% delle posizioni detenute; nel 2014, il 20% .

(c) Aumento esponenziale degli episodi di sollecitazione di deleghe a partire dal 2011

Il ricorso alla sollecitazione di deleghe nel periodo considerato ha subito una netta cesura nel 2011. Prima del 2011, non vi era stata alcuna

---

<sup>208</sup> GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013*, *op. cit.*, p. 27.

sollecitazione di deleghe.<sup>209</sup> Da allora, si è registrato un significativo aumento dell'impiego di questo istituto.<sup>210</sup>

Ho trovato evidenza di 7 sollecitazioni nel 2011, 5 nel 2012, 3 nel 2013 e 6 nel 2014.

In un caso, la sollecitazione è stata promossa da un *hedge fund* per raccogliere adesioni alla lista da esso stesso presentata per l'elezione dell'organo amministrativo di una società quotata – l'unico caso di *proxy fight* promosso da un *hedge fund* in Italia, per quanto consta a chi scrive.<sup>211</sup>

## **6.5 Valutazione dei dati e sostanziale riscontro dell'ipotesi formulata in base all'analisi teorica e qualitativa**

### **(a) Riscontri all'ipotesi di lavoro**

L'ipotesi formulata ad esito dell'analisi qualitativa condotta nel paragrafo precedente – *i.e.*, che le riforme del decennio 2004–2014

---

<sup>209</sup> S. BRUNO, *Direttiva n. 36/200/CE e assemblee italiane. IL voto vincolante sulle politiche di remunerazione in UK*, in GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013*, *op. cit.*, p. 43.

<sup>210</sup> Dati raccolti a mano dall'autore, aggiornati al 31 dicembre 2014.

<sup>211</sup> In occasione dell'assemblea ordinaria di Screen Service Broadcasting Technologies S.p.A. ("SSBT") del 28–29 marzo 2012, chiamata a rinnovare il consiglio di amministrazione dell'emittente, il fondo Permian Master Fund, L.P. ("Permian"): (i) presentava una propria lista di candidati per l'elezione del consiglio, alternativa a quella presentata dall'azionista di riferimento – ma non di controllo – della società; e (ii) promuoveva una sollecitazione di deleghe volta a sostenere, tra l'altro, l'elezione di tale lista. Alla data di lancio della sollecitazione, il fondo Permian deteneva il 6% circa del capitale sociale di SSBT. Non risultano a chi scrive altre sollecitazioni di deleghe promosse da un *hedge fund* per ottenere l'elezione di una propria lista per il consiglio di amministrazione di una società quotata italiana.

avessero avuto un effetto netto positivo sul mercato della *corporate influence* – sembra essere confermata, sotto diversi aspetti, dall’evidenza empirica analizzata in questo paragrafo.

I dati indicano una discreta presenza degli *hedge funds* in Italia (355 operazioni nel periodo 2004–2014), cui fa riscontro un numero di episodi di attivismo in linea con l’evidenza di cui si dispone per altri paesi (19 episodi di attivismo documentati nel periodo 2004–2014, pari al 5,3% del totale delle operazioni effettuate).<sup>212</sup>

Ancora più rilevante dei valori assoluti sembra il *trend* mostrato dagli episodi di attivismo: mentre non se ne registrano prima del 2004, si passa dal singolo episodio del 2005 ai 6 episodi del 2008 – pur non mancando anni privi di episodi di attivismo (2006, 2010 e 2013).

(b) Riscontri ad alcuni spunti del modello Armour/Cheffins, record date e sollecitazione di deleghe

L’analisi dei dati ha anche consentito di confermare alcuni spunti formulati per adattare il modello Armour/Cheffins.

Come prevedibile, gli investitori istituzionali esteri (tra cui, per i fini degli studi da cui sono stati tratti i dati, figurano anche gli *hedge funds*) tendono a prediligere società con base azionaria meno concentrata.

L’introduzione della *record date* (2012), inoltre, aiuta a spiegare il notevole incremento della partecipazione assembleare degli istituzionali: il dato, che era dal 6,4% nel 2005, era del 36,5% nel 2014.

---

<sup>212</sup> Si tratta di un dato non troppo dissimile da quello sulla percentuale dei fondi attivisti sul totale degli *hedge funds* esistenti, a livello globale, al termine del primo semestre del 2014, su cui si v. il Capitolo 1, §3, *supra*.

La semplificazione della disciplina delle deleghe di voto (2010), infine, spiega perché si sia fatto ricorso a tale istituto in misura apprezzabile solo dal 2011. Tale semplificazione, inoltre, ha verosimilmente creato l'*humus* per la prima *proxy fight* promossa da un *hedge fund* attivista in Italia nel 2012.

### CAPITOLO 3

**L'attivismo degli *hedge funds* considerato, in chiave difensiva, dall'angolo visuale della società *target*: conseguenze economiche dell'attivismo, domanda di intervento del legislatore e ricostruzione di alcuni strumenti di difesa contro l'attivismo degli *hedge funds***

SOMMARIO: 1. Le conseguenze economiche dell'attivismo degli *hedge funds* e le (deboli) ragioni a sostegno di un intervento correttivo *ad hoc* del legislatore. – 2. (*segue*) Strumenti di difesa della società *target*: il conflitto di interessi del socio *hedge fund*. – 3. (*segue*) Strumenti di difesa della società *target*: l'abuso del diritto di voto. – 4. (*segue*) Strumenti di difesa della società *target*: l'abuso di maggioranza. – 5. (*segue*) Strumenti di difesa della società *target*: l'abuso di minoranza. – 6. (*segue*) Strumenti di difesa della società *target*: politiche e tecniche di incentivazione dell'investimento azionario di lungo periodo. Rinvio.

**1. Le conseguenze economiche dell'attivismo degli *hedge funds* e le (deboli) ragioni a sostegno di un intervento correttivo *ad hoc* del legislatore**

L'analisi condotta nei capitoli precedenti ha consentito di ricostruire la portata dell'attivismo degli *hedge funds* e di delineare il ruolo che le riforme adottate nel periodo 2004–2014 hanno avuto nel consentire la creazione di un mercato dell'influenza societaria anche in

un sistema, quale quello italiano, a struttura proprietaria particolarmente concentrata.<sup>213</sup>

La pluralità degli angoli visuali da cui il fenomeno è stato analizzato e la varietà degli approcci di indagine impiegati ha comunque avuto un unico filo conduttore: l'intera trattazione è stata impostata sul lato "attivo" del fenomeno, concentrandosi sull'*hedge fund* e tralasciando pressoché per intero i profili inerenti la società *target*. A completamento e conclusione del lavoro di indagine, occorre ora interrogarsi sul ruolo della società che fronteggia l'attivismo di un *hedge fund* e sugli strumenti che essa ha a propria disposizione per tentare di limitarne le conseguenze.

In astratto, sembra possibile approcciare il tema lungo due distinte direzioni, non necessariamente incompatibili tra loro: da un lato, interrogandosi sulla necessità – o anche soltanto sull'opportunità – di un intervento legislativo volto a limitare l'attivismo degli *hedge funds* nelle società quotate italiane; dall'altro, valutando se l'ordinamento offra già strumenti di difesa contro tale attivismo.

---

<sup>213</sup> CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, n. 4/2015, p. 17 (disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>) stima che, nel 2014, circa l'83,6% delle società quotate italiane (che rappresentano il 70,6% circa della capitalizzazione di mercato totale) erano soggette a controllo di diritto o di fatto di uno o più azionisti e che, nello stesso periodo, solo 13 emittenti (che rappresentavano il 24% circa della capitalizzazione di mercato totale) presentavano un azionariato diffuso tra il pubblico in misura significativa.

### ***1.1 Le (deboli) ragioni a sostegno di un intervento del legislatore volto a limitare l'attivismo degli hedge funds***

L'opinione di chi scrive, che giova esplicitare in premessa, è che attualmente non esistono forti argomenti che giustificerebbero un intervento legislativo *ad hoc* volto a limitare l'attivismo degli *hedge funds*. Depongono in questo senso, principalmente, due ordini di ragioni.

#### ***(a) La mancanza di dati sull'esistenza di esternalità negative prodotte dall'attivismo degli hedge funds***

Sulla base dell'evidenza empirica disponibile, è lecito dubitare che l'attivismo degli *hedge funds* generi esternalità negative tali da giustificare un intervento del legislatore.

L'accusa di *short-termism* sovente mossa agli *hedge funds* – *i.e.*, di indurre la società *target* a distribuire utili nel breve periodo, anche a scapito della sua solidità finanziaria o operativa nel lungo termine – appare essere priva di riscontri empirici.<sup>214</sup> Come già notato alla stregua di alcuni recenti studi in argomento, non vi è evidenza che, nei 3–5 anni successivi all'intervento del fondo attivista, la società *target* abbia sacrificato gli investimenti di lungo termine a favore di scelte “miopi” di breve periodo. I dati suggeriscono, piuttosto, che nel lungo periodo i fondamentali della società *target* migliorano ed il suo valore di mercato aumenta.<sup>215</sup>

Meno univoca sembra essere, per contro, l'evidenza relativa ai creditori sociali. Da un lato, in occasione di episodi di attivismo, sono documentabili un peggioramento delle condizioni del credito bancario

---

<sup>214</sup> Si v. il Capitolo 1, §4.1(c), *supra*.

<sup>215</sup> Si v. il Capitolo 1, §4.1(b), *supra*.

erogato alla società *target* ed una diminuzione del rendimento delle sue obbligazioni societarie. Dall'altro, il numero ed il livello di approfondimento degli studi in argomento non appaiono ancora sufficienti per stabilire se tra l'attivismo degli *hedge funds* ed il "depauperamento" dei creditori sociali vi sia un rapporto di causalità o di mera correlazione.<sup>216</sup>

In sintesi l'attivismo degli *hedge funds* apporta benefici agli altri azionisti (e non solo nel breve periodo) e non è chiaro se, ed in che misura, danneggi i creditori sociali. Su tali fragili premesse, appare difficile giustificare la necessità – o anche solo l'opportunità – di un intervento legislativo volto a fronteggiare o limitare l'attivismo degli *hedge funds*.<sup>217</sup>

(b) *Spunti per la ricostruzione di alcuni strumenti di difesa della società target e dei suoi azionisti a diritto vigente*

Spostando il baricentro dell'analisi al diritto vigente, non è poi da escludere che l'ordinamento già conosca strumenti in grado di

---

<sup>216</sup> Si v. il Capitolo 1, §4.2(c), *supra*.

<sup>217</sup> Un intervento del legislatore in tal senso sarebbe non solo difficile da giustificare, ma anche da realizzare da un punto di vista tecnico. Esclusa la legittimità di ogni forma di discriminazione di alcuni investitori rispetto ad altri all'interno della stessa categoria di strumenti finanziari, le uniche leve che restano al legislatore sono forme di incentivo al possesso azionario da parte di alcune categorie rispetto ad altre. È questa la finalità sottesa all'introduzione della maggiorazione del voto e del dividendo, su cui si v. il Capitolo 2, §3.2 e §3.4(a) ed il §6 del presente capitolo. Scetticismo nei confronti di norme penalizzanti nei confronti di «investitore mordi e fuggi» mostra V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, p. 883.

fronteggiare l'attivismo degli *hedge funds*. E potrebbe dunque risultare scientificamente più fecondo, e normativamente più efficiente, analizzare le potenzialità di tali strumenti senza invocare necessariamente un intervento del legislatore, peraltro difficilmente giustificabile.

Ritengo che alcuni strumenti di tale tipo già esistano e che, sebbene la loro efficacia difensiva contro episodi di attivismo possa non essere di immediata evidenza, giova comunque analizzarli nel dettaglio. Se non altro perché, non potendosi facilmente giustificare un intervento normativo volto a limitare l'attivismo degli *hedge funds*, è inevitabilmente con tali strumenti che l'interprete, *de jure condito*, deve fare i conti.

L'analisi di tali strumenti, giova avvertire in premessa, è problematica ed indicativa. È problematica, in quanto nessuno di loro appare idoneo a contrastare un episodio di attivismo in qualsiasi circostanza e con la stessa efficacia. Ed è indicativa, in quanto non è da escludere che, a fronte di una fattispecie concreta che in questa sede non viene presa in considerazione, altri strumenti di difesa qui non descritti possano venire utilmente impiegati: la fantasia del giurista è troppo limitata, in altri termini, per pre-configurare astrattamente tutti i casi di attivismo (ed i rimedi) che potrebbero verificarsi, in concreto, nella prassi.<sup>218</sup>

---

<sup>218</sup> In una prospettiva più ampia e diversa, si v. T. C. BELINFANTI, *Shareholder Cultivation and New Governance*, in 38 *Del. J. Cor. L.*, 2014, 3, pp. 789 ss., che sostiene la *shareholder cultivation* come strategia ottimale di difesa, sebbene di lungo termine, contro investitori attivisti. La *shareholder cultivation* è, secondo l'Autrice, un insieme di strumenti che ciascuna società potrebbe adottare per «identify, attract, and cultivate a core of committed shareholders stewards who understand the firm's purpose

Nei paragrafi seguenti descriverò alcuni di tali strumenti di difesa contro l'attivismo di un *hedge fund*.

## **2. Strumenti di difesa della società target: il conflitto di interessi del socio *hedge fund***

Un primo strumento che può venire in considerazione per fronteggiare l'attivismo di un *hedge fund* è offerto dalla disciplina del conflitto di interessi del socio (art. 2373 c.c.).

Tale fattispecie potrebbe cogliere alcuni rilevanti episodi di attivismo endo-assembleare: si faccia il caso in cui in una assemblea, eventualmente convocata anche su richiesta dell'*hedge fund* ex art. 2367 c.c., il fondo contribuisce con il proprio «voto determinante» alla

---

and value proposition» (p. 792). In tale ottica, sarebbe la società stessa a (creare le condizioni per) “selezionare” un nucleo stabile di propri azionisti che ne condivida la visione strategica di crescita attraverso l'uso, tra gli altri, dei seguenti strumenti: (i) la scelta dello stato di costituzione e di quotazione (pp. 823 ss.); (ii) *private placement* selettivi a beneficio di azionisti stabili (pp. 829 ss.); (iii) la maggiorazione del diritto di voto (pp. 832 s.) e del diritto al dividendo (pp. 850 ss.) in ragione proporzionale al periodo di tempo in cui un singolo azionista detiene le azioni; (iv) la creazione di una categoria di azioni che conferisca maggiori diritti di voto e maggiori diritti economici sia in ragione proporzionale del periodo di tempo in cui un singolo azionista detiene le azioni, sia del “rispetto” da parte di quell'azionista di criteri pre-determinati che definiscono la *mission* della società (c.d. *mission-yield shares*: pp. 846 ss.); (v) l'adozione di una politica di dividendi che favorisca, discriminandoli positivamente, gli azionisti che abbiano rispettato criteri pre-determinati che definiscono la *mission* della società. Non sfuggono all'Autrice, peraltro, i *transaction costs* (pp. 867 ss.) ed i rischi di abuso ed *entrenchment* da parte del *management* connessi con una simile proposta (pp. 868 ss.) che, secondo l'Autrice stessa, potrebbe condurre alla costituzione di una «class of lapdog shareholders» (p. 793).

approvazione di una delibera potenzialmente idonea a danneggiare la società essendo, tale socio, portatore di un interesse in conflitto con quello della società stessa.<sup>219</sup>

Occorre valutare in quali casi il fondo potrebbe essere, in concreto, portatore di un simile interesse in conflitto con quello della società.

### **2.1 La fattispecie della detenzione di una partecipazione in società concorrente da parte del socio hedge fund**

La situazione di «antagonismo irriducibile»<sup>220</sup> tra l'interesse del socio e quello della società, tale per cui la realizzazione dell'uno è

---

<sup>219</sup> Il conflitto di interessi *ex art. 2373 c.c.* è rilevante sia in capo al socio sia, qualora questi sia rappresentato per delega in assemblea, anche in capo al rappresentante: si v., sul punto, si v. C. PASQUARIELLO, *Sub art. 2373*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2011, p. 525. In relazione all'attivismo assembleare di un *hedge fund*, dunque, il tema potrà venire in considerazione anche qualora il fondo abbia promosso una sollecitazione di deleghe.

A differenza di quanto previsto dall'art. 2391 c.c. in materia di interessi degli amministratori, il socio portatore di un interesse in conflitto non è tenuto a comunicarlo ai consoci (nel senso che la legge dovrebbe obbligare i soci portatori di un interesse in conflitto a dichiararlo, si v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Riv. soc.*, 2014, 2-3, p. 1085). Il rimedio attivabile a norma dell'art. 2373 c.c. è essenzialmente demolitorio e consiste nella annullabilità della delibera così viziata – fermi eventuali rimedi risarcitori di diritto comune o attivabili a mente dell'art. 2377, co. 4, c.c. qualora il socio attore non raggiunga il quorum di possesso azionario richiesto per impugnare la delibera.

<sup>220</sup> C. PASQUARIELLO, *Sub Art. 2373*, cit., p. 525.

incompatibile con la simultanea realizzazione dell'altro,<sup>221</sup> che secondo la dottrina e la giurisprudenza prevalenti dà luogo al conflitto rilevante ai fini dell'art. 2373 c.c., sembra potersi riscontrare nel caso in cui il socio *hedge fund* detenga partecipazioni in società tra loro concorrenti.<sup>222</sup>

In particolare, una “figura sintomatica” di interesse in conflitto sembra ricorrere nel caso in cui l'*hedge fund* abbia effettuato un investimento più consistente in una delle due società.<sup>223</sup> Analogamente, il socio potrebbe versare in situazione di conflitto qualora abbia assunto una posizione lunga in una società e corta in un'altra ed eserciti il voto in quest'ultima – ad esempio, prendendo in prestito titoli – per accrescere il valore della società in cui detiene la posizione lunga (c.d. *empty voting*).<sup>224</sup>

---

<sup>221</sup> Si v. D. D'AIUTO, *Sub art. 2373*, in G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (a cura di), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2007, p. 462, che cita F. GALGANO, *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Le Società per azioni*, Padova, 2006, pp. 400 s.

<sup>222</sup> *Contra* C. TEDESCHI, “Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni, Milano, 2005, pp. 228 e 262, secondo cui «l'investitore istituzionale...opera sempre nell'interesse delle sue attività e ben può scegliere di penalizzare la singola società a vantaggio del complesso cui si riferisce».

<sup>223</sup> Si v. F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 219.

<sup>224</sup> In argomento, oltre allo studio seminale di H. T. C. HU – B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, pp. 811 ss., si v. A. D. SCANO, *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 173 e S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., pp. 269 ss.

Affinché il conflitto sia rilevante ritengo necessario che il rapporto di concorrenza tra le due società debba essere immediato e diretto o, in ogni caso, tale per cui le azioni che il socio pone in essere nell'una siano idonee a riverberarsi in via immediata e diretta sull'altra.

**2.2 *La fattispecie della valorizzazione della partecipazione nel breve o brevissimo periodo (short-termism) da parte dell'hedge fund. Necessità di distinguere tra la posizione del socio hedge fund e quella dell'amministratore da esso designato.***

Un ipotetico conflitto tra l'interesse del socio *hedge fund* e quello della società appare, per contro, difficilmente configurabile in relazione a delibere assembleari finalizzate a valorizzare nel breve periodo la partecipazione detenuta nel capitale dell'emittente a scapito delle prospettive di lungo termine dell'emittente stesso – si tratta del fenomeno, già trattato, dello *short-termism*.<sup>225</sup> Non ritengo, cioè, che lo *short-termism* possa rilevare come causa di conflitto di interessi per il socio *hedge fund* ai fini dell'art. 2373 c.c.

Per apprezzare tale conclusione in tutta la sua portata, è tuttavia necessaria una breve – ed inevitabilmente incompleta – digressione sull'interesse sociale. Decisivo appare, sul punto, il rilievo che «per quanto concerne il voto in assemblea, neppure si pone un problema di sua compatibilità con un altrimenti definito “interesse sociale”»,<sup>226</sup> in quanto l'interesse sociale è l'interesse che i soci hanno il potere di

---

<sup>225</sup> Si v. F. BORDIGA, *op. cit.*, p. 219 s.

<sup>226</sup> C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, 3, p. 259.

determinare e perseguire mediante l'esercizio del voto ed esso si atteggia, in definitiva, all'interesse alla massimizzazione del valore delle proprie azioni.<sup>227</sup>

Come si avrà modo di discutere nel prosieguo,<sup>228</sup> esistono dei limiti esterni, o mobili,<sup>229</sup> all'esercizio di tale potere – limiti da ricostruire intorno al principio di buona fede che, lungi dal funzionalizzare il potere del socio, non lo obbligano comunque ad esercitare il voto o ad esercitarlo in vista del perseguimento dell'interesse sociale.<sup>230</sup> Ma fintantoché tali limiti non vengono valicati, il socio che

---

<sup>227</sup> Si v. P. J. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pp. 800, 805, 810 e p. 811, dove l'Autore chiarisce che «l'interesse è di gruppo, ma non è il gruppo che può definirlo. L'interesse è tipizzato una volta per tutte. Tutti i soci si presumono (senza possibilità di prova contraria) interessati *esclusivamente* ad un obiettivo: l'aumento di valore delle loro azioni».

Tale visione è contrastata da chi sostiene che la *corporation* sia uno strumento per il trasferimento intergenerazionale di ricchezza, a durata tendenzialmente illimitata, governato pro tempore da un *board*: si v. in proposito LYNN A. STOUT, *The Corporation as Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form*, in 38 *Seattle U. L. R.*, 2015, pp. 691 ss. In tale prospettiva, la massimizzazione del valore per gli azionisti e la *shareholder democracy* sono visti come dannosi elementi di disturbo nei confronti della amministrazione della *corporation-time machine* da parte del *board* (pp. 708 s.).

<sup>228</sup> Si v. il §2.2(a) del presente capitolo, *infra*.

<sup>229</sup> G. FRISOLI, *La clausola generale della buona fede in ambito societario*, nota a Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Giur. comm.*, 2007, 1, pp. 95 ss.

<sup>230</sup> Si v. C. ANGELICI, *Note minime*, cit., p. 259 e, dello stesso Autore, quanto scritto in P. J. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e*

vota in favore di una delibera finalizzata a massimizzare il valore della propria partecipazione non può, per definizione potrebbe dirsi, adottare un comportamento in contrasto con l'interesse sociale per la semplice ragione che, così votando, il socio sta *perseguendo*, in concreto, l'interesse sociale stesso.

Considerazioni diverse andrebbero fatte, invece, ove la stessa tematica fosse trattata in relazione agli amministratori.

(a) Short-termism e amministratori: la delicata posizione dell'amministratore designato dal socio attivista

La differente posizione giuridica degli amministratori non consente infatti di replicare le conclusioni sopra raggiunte, per i soci, in relazione al perseguimento di obiettivi di breve termine.

È corretto sostenere che, a differenza dei soci, agli amministratori non è consentito agire per il perseguimento di propri interessi e che il loro comportamento è oggetto di valutazione nella prospettiva del *dovere* e non del potere.<sup>231</sup> E dovere degli amministratori è, «almeno, operare in modo da assicurare la *sopravvivenza*» della società<sup>232</sup> o, più intensamente secondo una diversa opinione, di «preservare la durata presenza dell'impresa nel mercato».<sup>233</sup>

---

*contrattualismo societario: un incontro?*, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, pp. 341 ss.

<sup>231</sup> Si v. C. ANGELICI, *Note minime*, cit., p. 260.

<sup>232</sup> Si v. C. ANGELICI, *Note minime*, cit., p. 261.

<sup>233</sup> M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, I, p. 28, dove l'Autore nota altresì che «più che di allargamento della nozione di interesse sociale, sarebbe opportuno parlare di diverse

Nella prospettiva che qui interessa, dunque, agli amministratori potrà ben essere rimproverato di aver perseguito obiettivi volti alla massimizzazione del valore dell'investimento dei soci nel breve periodo nei limiti in cui ciò pregiudichi la sopravvivenza dell'impresa, o ne distrugga il valore, nel lungo termine.<sup>234</sup> Lo *short-termism*, che si è visto

---

interpretazioni e proiezioni temporali dell'interesse dell'azionista all'investimento, nell'ambito delle quali il potere di gestione degli amministratori può esprimersi discrezionalmente, durante la vita della società».

La ricostruzione proposta nel testo, se da un lato non è sufficiente a funzionalizzare il potere gestorio degli amministratori ed a far concludere che esso *debba* essere esercitato per perseguire determinati fini, dall'altro induce a ritenere lecita l'attività degli amministratori che contempra anche interessi di lungo periodo o di *corporate constituencies* diverse dai soci, in una prospettiva pur sempre in linea con la *business judgment rule*: così, ci sembrano: M. LIBERTINI, *Impresa e finalità*, cit., p. 26; C. ANGELICI, *Note minime*, cit., p. 263; e M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 296 e 302.

Nel senso che tale questione venga avvertita maggiormente in un periodo di crisi, quando i temi distributivi divengono più rilevanti, C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 573.

<sup>234</sup> Si v. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità*, cit., p. 29 e F. BORDIGA, *op. cit.*, p. 220. Critico nei confronti di tale conclusione è L. E. STRINE, JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *Bus. Law.*, 2010, p. 19, secondo cui «it is jejune to demand that CEOs and boards manage for the long term when the stockholders who can replace them buy and sell based on short-term stock price movements, rather than the long-term prospects of firms. It is contradictory to demand managerial responsiveness to stockholder sentiment, and then criticize managers for failing to resist stockholder demands for riskier business strategies and more highly levered balance sheets».

essere irrilevante ai fini del conflitto di interessi del socio, può dunque assumere rilievo in sede di azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

E ciò pone, a ben vedere, un delicatissimo tema in termini di rapporti tra l'amministratore ed il socio che lo ha "designato", specie quando quest'ultimo è un fondo attivista. È infatti corretto, in punto di diritto, sostenere che l'amministratore è tenuto a perseguire l'interesse sociale al riparo da indebite ingerenze del socio che lo ha "designato". È tuttavia noto come tale principio possa essere declinato in modi diversi, non tutti compatibili, secondo la dottrina e la giurisprudenza, con l'assetto organizzativo-istituzionale della società per azioni. Al riguardo, ad esempio, è ragionevole ipotizzare che eventuali sindacati di gestione<sup>235</sup> che impongano all'amministratore di conformarsi alle

---

<sup>235</sup> I sindacati di gestione sono patti parasociali mediante i quali i soci aderenti si obbligano a far sì che gli amministratori da loro "designati" in seno all'organo di amministrazione della società conformino l'attività gestoria alle decisioni assunte dai paciscenti, adottandole, ove necessario, come atti dell'organo amministrativo. La dottrina e la giurisprudenza prevalenti ritengono nulli i sindacati di gestione, in quanto idonei a privare strutturalmente gli amministratori del potere-dovere di gestire la società (così Cass. 24 maggio 2012, n. 8221, con nota di A. DELL'ORFANO, in *Foro it.*, 2013, I, p. 266, ed ivi ampia bibliografia). Non mancano, tuttavia, Autori e decisioni che ne ammettono la liceità nei limiti in cui l'impegno assunto dai paciscenti possa essere ricostruito come promessa del fatto del terzo (*i.e.*, l'amministratore) e gli amministratori non assumano alcun obbligo di conformarsi alle decisioni del patto, restando liberi di valutare l'eventuale contrasto tra le decisioni del patto e l'interesse della società: in questo senso, si v. T. Milano 2 luglio 2011, in *Giur. it.*, 2002, pp. 162 ss. e M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *op. cit.*, pp. 481 s. Inclini a discutere della liceità di tali patti sembrano anche P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica*

direttive del socio *hedge fund* che lo ha nominato, in contrasto con l'interesse sociale come sopra declinato, debbano andare incontro a nullità.

Lo *short-termism* quale possibile titolo di responsabilità di un amministratore designato da un gruppo di azionisti portatori di interessi “particolari” (e.g., titolari di azioni privilegiate o investitori attivisti) ha di recente fatto capolino anche negli Stati Uniti.<sup>236</sup>

---

*e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 324 e B. VISENTINI, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 11.

<sup>236</sup> Si v. J. TRAVIS LASTER, J. M. ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, in *70 Bus. Law.*, 2015, pp. 50 s., secondo cui un amministratore designato da una particolare categoria di azionisti o da un gruppo di attivisti (c.d. *blockholder director*) «who also serves in a fiduciary capacity for such an investor can face a conflict of interest: the blockholder director's duties to the corporation require that the director manage for the long term, while the blockholder director's duties to the investor require that the director manage for an exit». Pertanto, «if a blockholder director acts to benefit the investor that appointed him to the exclusion or detriment of the corporation and its stockholders generally, then the business judgment rule would be rebutted as to that director» e, in luogo della *business judgment rule*, secondo gli Autori dovrebbe applicarsi l'*entire fairness standard*: si tratta del più stringente standard di *judicial review* delle decisioni dell'organo amministrativo noto nella giurisprudenza delle corti del Delaware (e, quindi, nel diritto societario statunitense), alla cui stregua l'amministratore convenuto in giudizio deve provare che la decisione è stata assunta nel rispetto di requisiti di correttezza procedurale (*fair dealing*) e di determinazione del prezzo (*fair price*).

In un contesto in parte diverso, alcuni anni prima, in *In re Tradco Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013) la Court of Chancery dello Stato del Delaware aveva concluso che «the standard of conduct for directors requires that they strive in good faith and on an informed basis to maximize the value of the corporation for the

### 3. (segue) Strumenti di difesa della società *target*: l'abuso del diritto di voto

Ulteriori strumenti che possono venire in considerazione per fronteggiare l'attivismo di un *hedge fund* sono quelli offerti dalla teoria dell'abuso del diritto di voto, di cui vi è ormai traccia in un ampio novero di scritti e di decisioni giurisprudenziali, anche del Supremo Collegio. Tale teoria può offrire spunti utili per l'indagine di cui ci si occupa in entrambe le varianti che essa ha assunto, a seconda che l'abuso del diritto di voto sia perpetrato dalla maggioranza assembleare (abuso di maggioranza) o da una minoranza assembleare (abuso di minoranza).

Le circostanze in presenza delle quali, in astratto, un fondo attivista potrebbe abusare del diritto di voto sono diverse. Ciò vale, senza necessità di ulteriori chiarimenti, per le ipotesi di abuso di minoranza data la tipologia di investimento – di minoranza, appunto – per cui normalmente optano tali fondi. Per queste stesse ragioni, per contro, un tema di abuso di maggioranza da parte di un fondo attivista può normalmente porsi, in concreto, solo qualora il fondo abbia promosso con successo una sollecitazione di deleghe, in una società priva di

---

benefit of its residual claimants, the ultimate beneficiaries of the firm's value, not for the benefit of its contractual claimants» e che, pertanto, gli amministratori designati dai titolari di *preferred stock* versavano in conflitto di interessi in relazione alla prospettata vendita della società i cui proventi sarebbero stati attribuiti *solo* ai titolari di tali azioni privilegiate. Nel caso di specie, la Corte aveva ritenuto che la maggioranza dei membri dell'organo amministrativo versava in conflitto di interessi e che, pertanto, all'operazione doveva applicarsi l'*entire fairness standard*. L'estensore dell'*opinion* in *In re Trados Inc. Shareholder Litigation* è il Vice Chancellor Laster, co-autore dell'articolo cit. nel capoverso precedente della presente nt.

azionista di controllo, tale da farne – seppure solo in relazione al tema per cui le deleghe sono state raccolte – un “temporaneo” socio di maggioranza.

In concreto, è arduo stabilire *ex ante* quanto la teoria dell’abuso del diritto di voto possa essere efficacemente brandita contro un *hedge fund* attivista. Per farlo, è necessario prima considerare i lineamenti dell’abuso di maggioranza e di quello di minoranza. Solo a quel punto si disporrà degli elementi necessari per valutare se ed in che misura tali teorie possano essere utilmente impiegate contro un fondo attivista.

#### **4. (segue) Strumenti di difesa della società target: l’abuso di maggioranza**

La tematica dell’abuso di maggioranza nasce dall’esigenza, lungamente avvertita dalla dottrina italiana, di fornire risposta ad un interrogativo che, al fondo, può essere così riassunto: il socio, portatore di un interesse neutrale rispetto all’interesse sociale, il quale esercita il diritto di voto in assemblea, deve tenere conto degli interessi dei consoci che siano in contrasto con il suo?<sup>237</sup>

---

<sup>237</sup> Si v., molto efficacemente, F. DENOZZA, *L’interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in R. SACCHI (a cura di), *L’Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, p. 14.

Secondo un’Autrice, i soci–investitori istituzionali possono tentare di “orientare” la gestione sociale nei limiti in cui ciò sia necessario per perseguire l’interesse dei propri clienti: oltre tale limite, sono tenuti a bilanciare l’esercizio di tale “potere di orientamento” tenendo in considerazione anche gli interessi degli altri consoci, nel senso che «essi hanno l’obbligo di scegliere, se esiste, l’alternativa meno dannosa». Si

#### **4.1 Breve rassegna delle principali teorie sull'abuso di maggioranza**

Contestualizzare adeguatamente tale quesito non è agevole. Da un lato, esso si pone al di fuori dell'ambito di applicazione dell'art. 2373 c.c., che si occupa soltanto del contrasto tra l'interesse di un socio e quello della società – qui, invece, rileva un conflitto tra soci nella

---

v. C. TEDESCHI, “Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni, pp. 275, 279 e 282 ss. (la citazione si trova a p. 283).

Il tema non è ignoto anche in altri ordinamenti europei, quale quelli francese (in giurisprudenza, *l'abuse de majorité* è represso da lungo tempo), tedesco (in cui è invece ricondotto al principio di buona fede) ed inglese (*fraud on the minority* ed *abuse of power*): si v., sul punto, la sintesi contenuta in C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, nota a T. Como, 1 giugno 2000 (ord.), in *Giur. comm.*, 2002, 1, pp. 136 s.

Negli Stati Uniti, limitando l'analisi al diritto societario dello Stato del Delaware, il tema viene ricostruito intorno ai *fiduciary duties* e, in particolare, al *duty of loyalty*. Se normalmente solo gli amministratori sono tenuti a rispettare tali *duties* – e solo nei confronti della società, non degli azionisti – esistono tuttavia delle ipotesi in cui il *duty of loyalty* impone obblighi di comportamento in capo al socio di maggioranza a tutela dei soci di minoranza. Ciò accade in una *controlled transaction* (una operazione tra il socio di maggioranza e la società) o in un *freeze-out*: in tali ipotesi, il socio di maggioranza deve provare che l'operazione sia in linea con uno standard più stringente (*entire fairness standard*), il quale esige il rispetto di requisiti di correttezza procedurali (*fair dealing*) e di determinazione del prezzo (*fair price*). Si v., rispettivamente, *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (Del. 1983) (en banc) e *Sinclair Oil Cor. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971) e, per un inquadramento generale del tema, W. T. ALLEN, R. H. KRAAKMAN, G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, II, New York, 2007, pp. 294 ss. e 364 ss.

neutralità dell'interesse sociale. Dall'altro, nel normale svolgimento della vita sociale, va dato atto che la modalità mediante la quale si compongono normalmente i divergenti interessi dei soci è la manifestazione del voto in assemblea: il voto assembleare, dunque, è lo strumento di superamento, composizione e sintesi di eventuali contrasti tra gli interessi dei singoli soci.<sup>238</sup>

Tale affermazione, che in principio è corretta, si è però precocemente scontrata con fattispecie che ponevano esigenze di “giustizia del caso concreto” cui la legge sembrava non offrire soluzione. Esistono cioè delle situazioni in cui la semplice regola delle maggioranze non appare idonea a selezionare la composizione ottimale dei contrastanti interessi dei soci.

In assenza di un fondamento legislativo espresso, tuttavia, dottrina e giurisprudenza hanno fatto ricorso alle più disparate argomentazioni per ricostruire un fondamento unitario alle diverse fattispecie in cui sembra(va) necessario porre un limite all'operatività del principio maggioritario – a complicare ulteriormente il dibattito è stato, indubbiamente, il fatto che le soluzioni prospettate risentivano

---

<sup>238</sup> Si v. C. ANGELICI, *Principi e problemi*, Milano, 2012, pp. 111 ss. Nel senso che «in applicazione del principio di buona fede e correttezza al quale deve essere improntata l'esecuzione del contratto di società, la c.d. regola di maggioranza consente al socio di esercitare liberamente e legittimamente il diritto di voto per il perseguimento di un proprio interesse fino al limite dell'altrui potenziale danno», Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, con nota di E. TIMPANO, *L'interesse sociale tra contrattualismo ed istituzionalismo in relazione al conflitto d'interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, in *Riv. not.*, 2009, 3, pp. 657 ss.

inevitabilmente delle diverse concezioni dell'interesse sociale che ciascun Autore avvertiva più prossime alla propria sensibilità.<sup>239</sup>

In questo quadro non stupisce, pertanto, che nel corso del tempo l'abuso di maggioranza sia stato alternativamente giustificato facendo ricorso all'abuso del diritto (art. 833 c.c.)<sup>240</sup>, all'eccesso di potere<sup>241</sup>, all'applicazione analogica dell'art. 2373 c.c.<sup>242</sup> – così evocando un interesse sociale ora di stampo più istituzionale, ora di stampo più contrattuale. Analogamente, non sono mancate ricostruzioni alternative del tipo di vizio causato dall'abuso di maggioranza: a fronte dell'opinione maggioritaria che ritiene l'abuso causa di annullamento della delibera assembleare, non sono mancate decisioni giurisprudenziali

---

<sup>239</sup> In questo senso, si v. E. TIMPANO, *op. cit.*, p. 661 ss. Sull'interesse sociale, si v. la nt. 233, *supra*.

<sup>240</sup> Si v. E. TIMPANO, *op. cit.*, p. 662; A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003, pp. 83 ed 85; D. D'AIUTO, *op. cit.*, p. 481; A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze. "Abusi" e rimedi*, Torino, 2004, p. 2 ed ivi, nt. 1, bibliografia.

<sup>241</sup> Si v. E. TIMPANO, *op. cit.*, p. 661; A. NUZZO, *op. cit.*, pp. 89 s.; D. D'AIUTO, *op. cit.*, p. 481; C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza*, cit., p. 138; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, nt. 1; F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 1, p. 137 ed ivi bibliografia; e A. STABILINI, *L'abuso della regola di maggioranza nelle società di capitali*, in *Le Soc.*, 2011, pp. 841 ss.

<sup>242</sup> D. D'AIUTO, *op. cit.*, p. 481.

che ne hanno ipotizzato la nullità per illiceità della causa o dell'oggetto<sup>243</sup>.

Tali diverse teorie, tuttavia, dapprima solo in dottrina e a partire dalla metà degli anni '90 del secolo scorso anche nella giurisprudenza di legittimità, hanno progressivamente ceduto il passo ad una diversa ricostruzione del fondamento dell'abuso del diritto di voto. La tesi che oggi appare maggioritaria, infatti, è quella che ricostruisce l'abuso di maggioranza come una violazione dell'obbligo di eseguire il contratto di società secondo buona fede.<sup>244</sup> Tale approccio trova ampio riscontro nelle decisioni della Corte di Cassazione a far data, almeno, dalla ben nota pronuncia del 26 ottobre 1995.<sup>245</sup>

#### ***4.2 Delimitazione della figura alla luce della più recente giurisprudenza della Corte di Cassazione***

Seguendo gli insegnamenti del Supremo Collegio dal 1995 in avanti, è dunque possibile ricostruire l'*ubi consistam* dell'abuso del diritto di voto da parte della maggioranza.

---

<sup>243</sup> Si v. A. STABILINI, *op. cit.*, p. 7, p. 841 e la risalente giurisprudenza ivi cit. e D. D'AIUTO, *op. loc. ult. cit.*

<sup>244</sup> Per un tentativo, solo accennato, di ricostruire altrimenti la materia caratterizzando l'abuso di maggioranza come una violazione dei «doveri fiduciari» che ciascun socio deve agli altri soci, si v. G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, 5, pp. 908 s.; V. CALANDRA, *op. cit.*, p. 884; F. BORDIGA, *op. cit.*, pp. 223–224. Il tentativo di ricostruzione che fa leva su doveri fiduciari sembra di chiara matrice anglosassone: sul punto, si v. ampiamente la nt. 237, *supra*.

<sup>245</sup> Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, con nota di P. J. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *op. cit.*

Tale figura appare rilevante ogniqualvolta una delibera assembleare «non trovi alcuna giustificazione nell'interesse della società – per essere il voto ispirato al perseguimento, da parte dei soci di maggioranza, di un interesse personale antitetico a quello sociale – o per essere il risultato di un'intenzionale attività fraudolenta dei medesimi soci diretta a provocare la lesione dei diritti di partecipazione e degli altri diritti patrimoniali spettanti ai soci di minoranza *uti singuli*»<sup>246</sup> e/o, specularmente, diretta ad «avvantaggiare ingiustificatamente i soci di maggioranza in danno di quelli di minoranza»<sup>247</sup>.

In tali casi, il legittimo esercizio del voto si atteggia ad una violazione dell'obbligo di eseguire il contratto di società secondo buona fede (art. 1375 c.c.), donde la patologia dell'abuso del diritto di voto.<sup>248</sup> I rimedi invocabili sono di tipo demolitorio e, nei limiti consentiti dal diritto comune, anche risarcitorio.<sup>249</sup>

---

<sup>246</sup> Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, cit., che si muove nel solco di Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387, cit. e di Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, cit.

<sup>247</sup> Cass. 17 luglio 2007, n. 15950, con nota di E. TIMPANO, *op. cit.*

<sup>248</sup> In questo senso, già P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963, pp. 188 ss., cit. in R. WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in R. SACCHI, *op. cit.*, pp. 64 s. e V. CALANDRA, *op. cit.*, p. 884. *Contra*, in parte, F. DENOZZA, *op. cit.*, pp. 36 ss., secondo cui il riferimento a clausole generali, quale la buona fede, può risultare eccessivamente generico e contribuire a porre – e non a risolvere – la questione. Analogamente critico nei confronti della genericità delle clausole giurisprudenziali è A. NUZZO, *op. cit.*, p. 47.

<sup>249</sup> Nel senso che il diritto al risarcimento del danno in presenza di delibere invalide, al di fuori dei casi di cui all'art. 2377, co. 4, c.c., sia azionabile solo ove ciò sia consentito dal diritto comune (art. 2043 c.c.), si v. G. GUERRIERI, *Sub art. 2377*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2011, p. 546 s.

Il principio appena riferito merita un paio di chiarimenti.

In primo luogo, il riferimento all'interesse sociale deve essere adeguatamente contestualizzato. L'abuso di maggioranza non ambisce a cogliere i casi di contrasto tra l'interesse del socio e quello della società (questa è la funzione dell'art. 2373 c.c.) ma quelli, concettualmente distinti, in cui il socio sia portatore di un interesse neutro rispetto all'interesse sociale capace di danneggiare non la società ma gli altri consoci. Come correttamente notato dal Supremo Collegio già nella decisione del 1995, l'abuso del diritto di voto è un tema che si pone in ipotesi di contrasto tra soci – e non tra socio e la società.<sup>250</sup>

In secondo luogo, all'interprete non è richiesto di valutare se l'interesse perseguito dal socio sia conforme all'interesse sociale. Il potere di votare le azioni, in altri termini, non ne risulta funzionalizzato e non diviene, cioè, il potere–dovere di esercitare il voto per perseguire l'interesse sociale – sotto pena di un ipotetico sviamento del potere stesso.<sup>251</sup>

Da ultimo, all'interprete non è neppure richiesto – e non sarebbe comunque consentito – sindacare nel merito le scelte adottate mediante la delibera. Il giudice, in particolare, dovrà limitarsi a formare il proprio libero convincimento sulla base degli “indici” disponibili capaci di dimostrare che la maggioranza abbia adottato un atto lecito con la sola

---

e in *Limiti alla tutela reale e portata della tutela risarcitoria nell'ipotesi di scissione e di altre deliberazione assembleari di S.p.A.*, nota a Cass. 20 dicembre 2005, n. 28242, in *Giur. comm.*, 2007, 2, p. 341. *Contra*, sembra, FRISOLI, *op. cit.*, p. 107.

<sup>250</sup> Così già in Cassazione 26 ottobre 1995, n. 11151, *cit.*, p. 332.

<sup>251</sup> Si v. S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea*, *cit.*, pp. 269 s.

finalità di nuocere alla minoranza.<sup>252</sup> Come le pronunce del Supremo Collegio hanno più volte enfatizzato, l'abuso non va riferito ad un *quid* (l'oggetto della delibera, estraneo al sindacato giurisdizionale), ma ad un *quomodo* (le modalità in cui il voto è stato concretamente esercitato).

### 4.3 Casistica

Scorrendo i repertori di giurisprudenza è possibile ottenere un'istantanea delle principali fattispecie in cui l'abuso di maggioranza viene invocato.<sup>253</sup>

L'abuso è stato contestato per invalidare decisioni assembleari in diverse materie: scioglimento anticipato della compagine sociale;<sup>254</sup>

---

<sup>252</sup> Si v. A. NUZZO, *op. cit.*, p. 47.

<sup>253</sup> Per ampi riferimenti alla casistica in materia, si v. soprattutto A. STABILINI, *op. cit.*, pp. 845 ss. ed E. LA MARCA, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, pp. 590 ss.

<sup>254</sup> Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, cit. (la Corte riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; il caso riguardava lo scioglimento anticipato di una s.r.l. che il socio di maggioranza aveva motivato sul rilievo che il socio di minoranza, poi attore nella causa, era stato coinvolto in vicende aventi rilevanza penale); Cass. 12 dicembre 2005, cit. (la Corte riteneva non sussistente l'abuso di maggioranza; lo scioglimento veniva chiesto dal curatore fallimentare del socio di maggioranza della s.p.a. in seno alla cui assemblea si sarebbe consumato il presunto abuso); T. Milano 28 gennaio 1998, con nota di L. PICONE, *Conflitto di interessi ed abuso di potere nella delibera di scioglimento della società*, in *Le soc.*, 81, 1998, p. 946 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; la delibera di scioglimento di s.p.a. era ritenuta viziata in quanto uno dei soci, operanti nello stesso settore della s.p.a. sciolta, avrebbe tratto vantaggio dallo scioglimento); Lodo arbitrale 27 maggio 2009, con nota di D. ARCIDIACONO, *Le deliberazioni di scioglimento anticipato e di aumento di capitale lesive degli interessi dei soci di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2010, pp. 1156 ss. (il Collegio riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; il caso riguardava lo scioglimento di una società consortile a r.l. costituita per lo svolgimento di servizi ai soci – delle

aumenti di capitale diluitivi;<sup>255</sup> mancata distribuzione di utili per più esercizi;<sup>256</sup> fusione tra società, caratterizzata dall'esistenza di un vincolo

---

autoscuole – , deliberato da soci di maggioranza con la finalità di trasferire i beni sociali ad una società consortile concorrente, nel cui capitale tali soci di maggioranza sarebbero entrati a condizioni di particolare favore e da cui il socio di minoranza sarebbe invece rimasto escluso); T. Roma 19 marzo 2013 (ord.) e T. Roma 20 ottobre 2011, con nota di E. LA MARCA, *op. cit.*, pp. 590 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza, che continua tuttavia a rubricare come "eccesso" o "abuso" di potere).

<sup>255</sup> Cass. 16 ottobre 2007, n. 23823, con nota di M. VENUTI, *Valutazione al costo di una partecipazione in una società controllata e copertura del deficit patrimoniale della partecipata*, in *Le soc.*, 6, 2008, pp. 700 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; oggetto di impugnazione era la delibera di approvazione di un bilancio che disponeva un significativo accantonamento patrimoniale della società, a copertura del deficit di una controllata, tale da causare l'azzeramento del capitale sociale della società stessa e la sua successiva ricostituzione tramite aumento di capitale, che l'azionista di minoranza non aveva seguito); Cass. 11 giugno 2003, n. 9353 con nota di M. MALAVASI, *L'eccesso di potere nelle delibere assembleari come violazione della buona fede*, in *Le soc.*, 2004, 2, pp. 188 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza); T. Como, 1 giugno 2000 (ord.), *cit.*, (l'ordinanza disponeva la sospensione cautelare della delibera di aumento di capitale viziata da abuso di maggioranza); T. Cagliari, 9 giugno 2009 (ord.), con nota di D. ARCIDIACONO, *op. cit.* (la Corte riteneva sussistente il *fumus boni iuris* dell'abuso di maggioranza, che continuava tuttavia a rubricare come "eccesso" o "abuso" di potere; la vicenda riguardava un aumento di capitale approvato, in presenza di una rilevante conflittualità tra soci, per intraprendere una attività economica per la quale la società difettava della necessaria autorizzazione amministrativa).

<sup>256</sup> T. Milano 15 maggio 2008, n. 6322, con nota di G. MARGIOTTA, *La legittimazione attiva del socio all'impugnazione delle delibere assembleari*, in *Le soc.*, 2, 1999, pp. 217 ss. (la Corte rigettava la domanda senza assumere alcuna decisione nel merito);

di destinazione in beneficenza degli utili della società risultante;<sup>257</sup> fusione a seguito di indebitamento;<sup>258</sup> modifiche statutarie volte a recepire innovazioni normative;<sup>259</sup> attribuzione di compensi agli

---

Cass. 29 gennaio 2008, n. 2020, con nota di M. DI SARLI, *Riporto a nuovo degli utili e irregolarità di appostazione negli schemi di bilancio*, in *Le soc.*, 2008, 8, pp. 975 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza, che continuava tuttavia a rubricare come "eccesso" o "abuso" di potere).

<sup>257</sup> Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, con nota di G. CABRAS, *Erogazione di utili in beneficenza e causa societaria*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 675 s. (il caso riguardava la fusione tra due banche ad esito della quale lo statuto della società risultante avrebbe previsto un vincolo di destinazione di una parte degli utili sociali in beneficenza; la Corte rigettava la domanda degli attori escludendo che la delibera di approvazione della fusione potesse essere viziata da conflitto di interesse del socio di maggioranza (l'incorporante) ed ammetteva che, ove il vincolo di destinazione liberale degli utili fosse stato tale da arrecare «sostanziale pregiudizio» alla finalità lucrativa, la delibera sarebbe stata invalidabile per abuso della maggioranza, vizio che gli attori nel caso di specie non avevano invocato).

<sup>258</sup> T. Milano 13 maggio 1999, con nota di P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, pp. 2105 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; il caso riguardava un tentativo di invalidare la delibera di approvazione di un progetto di fusione a seguito di indebitamento dopo l'iscrizione del relativo atto di fusione).

<sup>259</sup> T. Vicenza 31 ottobre 2005, con nota di R. SANTORO, *L'abuso di potere della maggioranza nelle delibere societarie di adeguamento alla riforma*, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 390 ss. (la Corte riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; il caso riguardava una delibera assembleare, adottata all'indomani dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario, che introduceva in statuto una clausola di prelazione impropria con contemporanea esclusione del diritto di recesso); T. Torino 26 novembre 2004, con nota di R. SANTORO, *op. cit.*, e B. PETRAZZINI, in *Giur. it.*, 2005, 4, pp. 788 s. (la Corte riteneva sussistente l'abuso di maggioranza; il caso riguardava una delibera

amministratori ritenuti non proporzionati all'attività gestoria prestata;<sup>260</sup> approvazione di una delibera di acquisto di azioni proprie;<sup>261</sup> soppressione, a maggioranza, di una clausola di prelazione contenuta nello statuto sociale;<sup>262</sup> introduzione del riscatto delle azioni per il socio che eserciti attività in concorrenza con la società<sup>263</sup>; operazioni di raggruppamento azionario a seguito di *delisting*<sup>264</sup>; modifica statutaria

---

assembleare, adottata meno di un mese prima dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario, che introduceva in statuto criteri di determinazione del valore delle azioni del socio recedente più favorevoli di quelli previsti dall'art. 2437 vigente – e destinati ad essere abrogati di lì a breve – ma più sfavorevoli di quelli che si sarebbero applicati a seguito dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario).

<sup>260</sup> Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, con nota di M. P. FERRARI, *Invalidità delle delibere assembleari: difetto di convocazione e abuso di potere*, in *Le soc.*, 3, 2008, p. 309 ss. (la Corte riteneva non sussistente l'abuso di maggioranza).

<sup>261</sup> T. Perugia 22 dicembre 2000, con nota di G. ZAGRA, *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, in *Soc.*, 2001, p. 1387 ss. (la Corte riteneva non sussistente l'abuso di maggioranza; l'attore contestava che, per effetto della delibera che approvava il programma di acquisto, la partecipazione del socio di maggioranza avrebbe assunto maggiore peso a causa del divieto di voto delle azioni proprie); Cass. 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Foro it.*, 2011, p. 2794. (la Corte riteneva non sussistente l'abuso di maggioranza, che continuava tuttavia a rubricare come "eccesso" o "abuso" di potere).

<sup>262</sup> T. Milano 22 giugno 2001, con nota di A. DENTAMARO, *Clausole di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, in *Giur. it.*, 2002, 10, pp. 1898 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di maggioranza).

<sup>263</sup> A. Perugia 31 gennaio 2013, in *Riv. not.*, 2013, pp. 1214 ss. (la Corte riteneva non sussistente l'abuso di maggioranza).

<sup>264</sup> A. Milano 14 gennaio 2013 (ord.), con nota di N. DE LUCA, *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, 4, pp. 435 ss. (la Corte affermava che la delibera con cui una società, a seguito del recente *delisting*,

consistente nell'eliminazione del nome di un socio dalla denominazione sociale.<sup>265</sup>

Tutti i precedenti appena menzionati si riferiscono a società chiuse nonostante, a ben vedere, solo alcuni di loro appaiono radicalmente incompatibili con società quotate – così è, ritengo, per l'introduzione della clausola di prelazione e del riscatto.

Non sono mancati autori che, per altro verso, hanno ipotizzato ulteriori scenari di abuso di maggioranza che potrebbero concretarsi precipuamente in relazione a società quotate quali, ad esempio, modifiche statutarie volte ad ostacolare preventivamente il trasferimento del controllo o la decisione di esclusione dalle negoziazioni sui mercati regolamentati.<sup>266</sup>

#### ***4.4 Considerazioni sulla rilevanza (e sui limiti) dell'abuso di maggioranza per contrastare un hedge fund attivista***

L'analisi formulata nei paragrafi precedenti consente di concludere che, in astratto, l'abuso di maggioranza può essere utilizzato come strumento per contrastare le strategie di attivismo assembleare da parte di un *hedge fund*.

---

decideva il raggruppamento delle azioni con contestuale accesso ad un mercato regolamentato dei resti, poteva rilevare quale abuso della maggioranza. La medesima ord., peraltro, ipotizzava che l'opposizione della minoranza ad una simile delibera, ove la delibera stessa risultasse «fondata sull'interesse sociale», poteva rilevare quale abuso della minoranza. Si v. la nt. 282, *infra*.

<sup>265</sup> Cass. 17 luglio 2007, cit.

<sup>266</sup> F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 181 s.

Esistono, occorre notarlo, diversi fattori che potrebbero in realtà circoscrivere l'ambito di operatività di un tale strumento di difesa.

In primo luogo, in tanto esso potrà essere utilizzato in quanto un *hedge fund* si trovi ad essere l'azionista di maggioranza: tale eventualità è remota – sebbene non sia logicamente ed economicamente incompatibile con la strategia di investimento di tali fondi, che normalmente assumono posizioni di minoranza nella società *target*– e può normalmente concretarsi solo qualora l'*hedge fund* abbia promosso, con successo, una sollecitazione di deleghe.<sup>267</sup>

In secondo luogo, i casi editi di abuso di maggioranza si riferiscono esclusivamente a società chiuse (e gli *hedge funds* investono in via pressoché esclusiva in società quotate)<sup>268</sup>: sebbene non vi siano ragioni giuridiche per escludere a priori che tali casi – con qualche limitata eccezione – possano riproporsi in relazione a società quotate, è motivo di riflessione che non si conosca neppure un caso edito relativo a società quotate; tale circostanza sembra, invero, rinforzare il convincimento di un Autore secondo cui l'abuso di maggioranza è rimedio che, per sua natura, tende a rimanere confinato nel novero delle società chiuse.<sup>269</sup>

Da ultimo non va neppure trascurato che, tra i casi editi, le vittorie riportate dagli attori sono state ben poche, scontando

---

<sup>267</sup> Sul punto, nel senso che l'investimento effettuato da un *hedge fund* è normalmente di minoranza, si v. il Capitolo 1, §2.31.3 e 2.3, *supra*.

<sup>268</sup> Sul punto, nel senso che gli *hedge funds* investono in società quotate, si v. il Capitolo 1, §1.3 e 2.3, *supra*.

<sup>269</sup> Si v. C. ANGELICI, *Principi e problemi*, cit., p. 119.

probabilmente l'oggettiva difficoltà di provare in giudizio che il socio di maggioranza abbia agito per perseguire la precipua finalità di danneggiare la minoranza.<sup>270</sup>

Tali fattori, indubbiamente, rendono il ricorso all'abuso di maggioranza per contrastare l'attivismo di un *hedge fund* particolarmente difficoltoso. Ciò non toglie che lo strumento esiste e, specie in alcuni casi, possa utilmente contribuire, quantomeno, a rallentare l'attività del fondo attivista. Si pensi, ad esempio, al caso del socio di minoranza che riesca ad ottenere la sospensione in via cautelare della delibera viziata da abuso di maggioranza. Dato l'orizzonte temporale dell'investimento di un *hedge fund* ed i costi connessi con la necessità di mantenere la propria posizione di maggioranza (*i.e.*, riproporre una sollecitazione di deleghe in occasione di ogni assemblea tale da garantire la maggioranza dei voti),

---

<sup>270</sup> Nel senso che l'onere della prova è un limite importante al successo dell'istituto, si v. F. DENOZZA, *op. cit.*, p. 29; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 2 e nt. 1; F. GUERRERA, *op. cit.*, p. 271; A. NUZZO, *op. cit.*, p. 51.

La prova, se esistente, potrà al limite essere contenuta o desunta da scambi di corrispondenza tra i soci di maggioranza e, ad esempio, i loro consulenti esterni che non siano protetti da segreto professionale. In questo senso, la ricerca della prova potrebbe essere più agevole in relazione a società quotate, alla luce dei poteri di sequestro che la magistratura e l'autorità di vigilanza possono esercitare in relazione alla asserita commissione di delitti. Si faccia il caso, ad esempio, dell'apertura di un procedimento per abuso di mercato nel contesto del quale l'autorità procedente assoggetta a sequestro probatorio i supporti informatici contenenti tutte le comunicazioni *email* dell'emittente quotato. Una volta che tali atti siano eventualmente divenuti pubblici nel contesto del procedimento, essi potrebbero eventualmente fornire la prova o gli indizi per ricostruire un eventuale abuso di maggioranza in seno alla genesi della delibera che se ne asserisce viziata.

il fondo potrebbe non avere interesse economico a mantenere la posizione investita nell'arco di tempo – in media pari a 3 anni e 3 mesi circa, secondo alcune stime –<sup>271</sup> necessario affinché la causa sulla delibera in questione sia decisa in via definitiva. In questo senso, l'ottenimento di un provvedimento cautelare nei confronti di un fondo attivista potrebbe avere un effetto pratico di gran lunga superiore a quello giuridico-formale proprio del provvedimento stesso.

## **5. (segue) Strumenti di difesa della società target: l'abuso di minoranza**

L'abuso del diritto di voto da parte di una minoranza assembleare si pone solo in parte come fattispecie speculare e simmetrica al già descritto abuso di maggioranza. Se con quello condivide il fondamento e la natura,<sup>272</sup> l'abuso di minoranza presenta tuttavia peculiarità strutturali

---

<sup>271</sup> WORLD BANK, *Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency / Italy*, Washington, 2014, p. 66.

<sup>272</sup> Si v. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 7 e 14–15; A. NUZZO, *op. cit.*, pp. 74 s., 87 s. e 98 s. Sulla natura dell'abuso di maggioranza, si v. quanto illustrato ampiamente nei §4.1 e 4.2 del presente capitolo, *supra*.

Per una panoramica dell'abuso di minoranza in alcuni ordinamenti europei si v. R. RORDORF, *L'abuso di potere*, pp. 811 ss. (in Francia) e G. B. PORTALE, «*Minoranze di blocco*» e *abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «gouvernement des juges»?*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 1, pp. 155 ss. (Francia) e pp. 166 ss. (Germania).

Negli Stati Uniti non constano precedenti, in Delaware, in cui le corti abbiano ricostruito l'esistenza di *fiduciary duties* da parte dei soci di minoranza nei confronti di soci di maggioranza. In argomento si conoscono due casi, entrambi decisi in Massachusetts e relativi a *closed corporations*, secondo cui i soci di una società non

sue proprie sia in punto di ricostruzione della fattispecie sia in punto di disciplina.<sup>273</sup> Su tali elementi giova indugiare già in premessa onde chiarire da subito i principali tratti che contribuiscono a distinguerlo dall'abuso di maggioranza.

---

quotata sono tenuti al rispetto del *duty of loyalty* nei loro reciproci rapporti e, in particolare, i soci di minoranza sono tenuti al rispetto di tale dovere nei confronti del socio di maggioranza. Si v., rispettivamente, *Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, 328 N.E.2d 505 (Mass. 1975) e *Smith v. Atlantic Properties, Inc.* 422 N.E.2d 798 (Mass. App. 1981). *Donahue*, in particolare, sostiene che i soci di una società non quotata «owe one another substantially the same fiduciary duty in the operation of the enterprise that partners owe to one another», così assimilando la *closed corporation* alla *partnership* – e richiamando, al riguardo, lo standard di condotta dei membri di una *partnership* deciso in *Meinhard v. Salmon* dal C.J. Cardozo, uno dei casi più noti (citati) e longevi del diritto societario statunitense: «Joint adventurers, like copartners, owe to one another, while the enterprise continues, the duty of the finest loyalty. Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length, are forbidden to those bound by fiduciary ties...Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior”. *Meinhard v. Salmon*, 164 N.E. 545 (N.Y. 1928). Il riferimento alle *closed corporations* e, vieppiù, il richiamo di standard di condotta della *partnership*, inducono a credere che, difficilmente, una corte potrebbe estendere tali principi ad una società quotata.

<sup>273</sup> L'abuso di minoranza, inoltre, è capace di evocare ancor più immediatamente il tema dell'interesse sociale. Poiché l'abuso di minoranza costituisce una violazione dell'interesse della maggioranza e poiché l'interesse sociale è, in definitiva, quello di volta in volta declinato, in concreto, dai soci di maggioranza, l'abuso di minoranza si atteggia a violazione immediata e diretta dell'interesse sociale. Così, acutamente, S. RUSSO, *Mancata approvazione del bilancio e abuso del diritto di voto nelle società "paritetiche"*, nota a T. Catania 10 agosto 2007, in *Giur. comm.*, 2009, pp. 200 ss.; il provvedimento del T. Catania 10 agosto 2007 è annotato anche da M. CIAN, *Abus d'égalité, tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *Corr. giur.*, 2008, 3, pp. 399 ss.

In primo luogo, l'abuso di minoranza presenta delle peculiarità inerenti la fattispecie che ne fanno una figura dalla rilevanza strutturalmente limitata: esso, cioè, sembra poter assumere rilievo solo in casi limitatati poiché, fattualmente, è solo in tali casi che la minoranza può giungere a condizionare l'esito di una deliberazione assembleare. In astratto, la minoranza assembleare sembra poter assumere un ruolo decisivo in seno ad una assemblea: (i) non esercitando il voto o votando contro una proposta di delibera la cui approvazione è, per legge o statuto, soggetta al raggiungimento di un quorum; (ii) esercitando il voto, laddove il gruppo di comando sia obbligatoriamente tenuto ad astenersi in relazione a quella delibera;<sup>274</sup> (iii) impugnando strumentalmente la deliberazione assunta.<sup>275</sup> Sono queste le fattispecie che rilevano, in principio, ai fini dell'analisi della figura che qui interessa.

In secondo luogo, in relazione alle fattispecie *sub (i)-(ii)*, l'abuso di minoranza solleva tematiche assai specifiche in punto di tutela in quanto l'ordinamento non conosce – non *de plano*, almeno – strumenti giuridici che siano in grado, una volta che l'abuso sia stato rimosso, di porre in essere un atto giuridico che tenga luogo di quello abusivo in modo tale da contemplare adeguatamente l'interesse sociale – per giunta la fattispecie *sub (i)*, che evoca il ben noto tema delle delibere negative, richiede di affrontare e risolvere positivamente, in via preliminare, la questione relativa alla impugnabilità della delibera stessa. Tale

---

<sup>274</sup> T. Bologna 15 settembre 1992 e T. Bologna 28 ottobre 1993 (ord.), con nota di L. ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, 1, pp. 125 ss.

<sup>275</sup> Si v. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 116 ss. per il caso *sub (iii)* ed A. NUZZO, *op. cit.*, pp. 14 ss.

circostanza è idonea a condizionare le potenzialità della figura in questione quale strumento per contrastare l'attivismo di un *hedge fund*.

### **5.1 Delimitazione della figura e casistica**

In analogia con l'abuso del diritto di voto da parte della maggioranza, l'abuso di minoranza è stato riscontrato in tutte le ipotesi in cui «un socio di minoranza, nell'esercizio in concreto di un potere endosocietario consentitogli in astratto dalla legge, procura danno agli altri soci (direttamente o tramite il danno alla società) senza ottenerne un vantaggio od ottenendone uno sproporzionato rispetto al danno procurato».<sup>276</sup> Non mancano peraltro autori che sembrano impiegare uno standard più rigoroso, secondo cui l'abuso di minoranza acquisterebbe rilevanza solo in presenza di deliberazioni “essenziali”.<sup>277</sup>

La giurisprudenza sull'abuso di minoranza, non particolarmente copiosa, si è occupata di diversi casi, tutti riconducibili nell'alveo delle delibere negative: reiterato rifiuto del socio di s.r.l. di approvare il bilancio sociale, cui segue lo scioglimento della società per impossibilità di funzionamento;<sup>278</sup> reiterato rifiuto del socio di *joint venture* azionaria paritetica di approvare il bilancio di esercizio e nominare gli

---

<sup>276</sup> A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 8 s.

<sup>277</sup> Il riferimento è ad A. NUZZO, *op. cit.*, pp. 182 ss., che ritiene sussistente l'abuso ogniqualvolta la minoranza ostacoli delibere «necessarie» per il raggiungimento dell'oggetto sociale o per evitare lo scioglimento della società.

<sup>278</sup> T. Catania 10 agosto 2007, cit. (la Corte riteneva sussistente l'abuso ma giudicava inammissibile l'azione risarcitoria per non avere l'attore richiesto l'annullamento della delibera; il caso riguardava una s.p.a. paritetica).

amministratori;<sup>279</sup> clausola statutaria di s.p.a. che prevede elevate maggioranze per la modifica dello statuto sociale, tali da conferire un diritto di veto al socio di minoranza;<sup>280</sup> opposizione del socio di minoranza alla approvazione di un aumento di capitale particolarmente rilevante;<sup>281</sup> opposizione dei soci di minoranza ad operazioni di raggruppamento azionario a seguito di *delisting*.<sup>282</sup>

---

<sup>279</sup> T. Milano 18 maggio 2000 e T. Milano 2 giugno 2000 (ord.), in *Giur. it.* 2001, pp. 98 ss.

<sup>280</sup> T. Avellino 1 giugno 2010, con nota di M. GUARINI, *È sempre valida la clausola statutaria di quorum assembleari particolarmente elevati?*, in *Not.*, 5, 2011, pp. 528 ss. (la Corte riteneva sussistente l'abuso della minoranza ed ordinava al competente registro delle imprese di iscrivere la proposta di delibera oggetto di voto assembleare; il caso riguardava un aumento di capitale, ritenuto necessario per evitare la messa in liquidazione della s.p.a., l'approvazione del quale richiedeva, per statuto, il voto favorevole dell'85% del capitale sociale: in occasione dell'assemblea, il socio di minoranza titolare del 27,61% del capitale non compariva ed il socio di maggioranza, titolare del 72,84% del capitale sociale, non era in grado di raggiungere il quorum statutario).

<sup>281</sup> T. Milano 28 novembre 2014 (ord.), con note di C. DI BITONTO, *Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. "delibere negative"): profili sostanziali*, in *Le Soc.*, 2015, 6, pp. 700 ss. e di M. GABOARDI, *Delibera assembleare negativa e tutela cautelare d'urgenza (profili processuali)*, in *Le Soc.*, 2015, 6, pp. 711 ss. (la Corte non riteneva sussistente l'abuso di minoranza; il caso riguardava il voto espresso da un socio di minoranza qualificata (possedeva il 29,98% del capitale sociale) contro una proposta di aumento di capitale sociale che consentiva al socio di maggioranza relativa (42,29% del capitale sociale) di seguire l'aumento tramite compensazione di un credito vantato nei confronti della società, nonostante l'aumento fosse finalizzato a far fronte ad una situazione di crisi finanziaria della società stessa; si tratta dell'unico caso edito di abuso di minoranza, noto a chi scrive, relativo ad una società quotata, seppure avente una base azionaria piuttosto ristretta ed analoga a quella di una società chiusa); lodo

Analogamente a quanto notato per l'abuso di maggioranza, anche i precedenti in materia di abuso di minoranza appena menzionati si riferiscono a società chiuse, con l'eccezione di un recente caso relativo ad una società quotata la cui base azionaria, tuttavia, risulta simile a quella di una società chiusa.<sup>283</sup>

La scarsa frequenza dell'abuso di minoranza in società quotate non è, peraltro, un dato inevitabile: si pensi, ad esempio, al caso del socio che tenti di negoziare vantaggi extrasociali in cambio del proprio voto a favore di una delibera (vicenda che ricorda molto da vicino il già citato fenomeno del *greenmail*, che ha conosciuto una certa diffusione

---

arbitrale 18 dicembre 2006, con nota di R. RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Corr. giur.*, 2007, 10, pp. 1443 ss. (il Collegio riteneva sussistente l'abuso della minoranza; il caso riguardava il voto contrario del socio di minoranza alla delibera di aumento di capitale, che da statuto richiedeva il voto favorevole dei due terzi del capitale, necessaria affinché la s.p.a. di cui trattasi potesse a sua volta sottoscrivere l'aumento di capitale di una controllata di cui era socio di maggioranza).

<sup>282</sup> A. Milano 14 gennaio 2013 (ord.), con nota di N. DE LUCA, *op cit.*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, 4, pp. 435 ss. (in un *obiter dictum*, la Corte affermava che l'opposizione di una minoranza alla delibera «fondata sull'interesse sociale» con cui una società, a seguito del recente *delisting*, decide il raggruppamento delle azioni con contestuale accesso ad un mercato regolamentato dei resti, può rilevare quale abuso della minoranza). La medesima ord., peraltro, ritiene che tale vicenda possa, *mutatis mutandis*, dare luogo ad una ipotesi di abuso della maggioranza. Si v. la nt. 264, *supra*.

<sup>283</sup> T. Milano 28 novembre 2014 (ord.), *cit.*, che discuteva il caso di una s.p.a. in cui i principali due soci detenevano, rispettivamente, il 42,29% ed il 29,98% del capitale sociale.

negli anni '80 del secolo scorso negli Stati Uniti)<sup>284</sup> o al caso di un aumento di capitale essenziale per l'attuazione dell'oggetto sociale o per evitare lo scioglimento della società.<sup>285</sup>

### **5.2 Abuso di minoranza e delibere negative: il problema dei rimedi**

Come notato, uno dei punti più complessi della disciplina dell'abuso di minoranza – almeno nelle ipotesi, prevalenti nella casistica giurisprudenziale, in cui l'abuso causa la reiezione di una proposta di delibera (delibera negativa) – è quello relativo ai rimedi esperibili per rimuoverne gli effetti pregiudizievoli. La tematica, come noto, è molto articolata ed in questa sede può essere affrontata solo nei limiti strettamente necessari per valutare se l'abuso di minoranza possa essere utilizzato per contrastare l'attivismo di un *hedge fund*.

Lasciando sullo sfondo la pur rilevante questione se la mancata approvazione di una deliberazione assembleare dia luogo ad un atto impugnabile,<sup>286</sup> due sembrano gli orientamenti principali formati in

---

<sup>284</sup> Si v. R. RORDORF, *L'abuso di potere della minoranza*, in *Le soc.*, 1999, 7, p. 811. Sul fenomeno del *greenmail*, si v. la nt. 73, *supra*.

<sup>285</sup> Si v. A. NUZZO, *op. cit.*, p. 55. Sul punto, concordemente, A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 49, ritiene che occorra l'evidenza che il voto contrario sia dato con la precipua volontà di nuocere alla società.

<sup>286</sup> Nel senso che la reiezione di una proposta di deliberazione assembleare non dia luogo ad un atto impugnabile, si v. R. RORDORF, *L'abuso di potere*, cit., p. 813; G. B. PORTALE, *op. cit.*, p. 178; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 144. Ammettono l'esistenza delle delibere negative, tra le altre, Cass. 26 agosto 2004, n. 16999, in *Le soc.*, 2004, p. 1138 e T. Milano 18 maggio 2000 e T. Milano 2 giugno 2000 (ord.), cit. Ne ammettono l'impugnabilità, in materia di abuso di minoranza, T. Catania 10 agosto 2007, cit. (che richiede l'impugnazione a pena di inammissibilità della domanda di

dottrina e giurisprudenza in relazione ai rimedi esperibili nei confronti delle delibere negative.

Un primo orientamento, che appare maggioritario in giurisprudenza, sostiene che l'unico rimedio esperibile contro una delibera negativa sia il risarcimento del danno in quanto la mancata approvazione di una proposta di delibera assembleare non dà luogo ad alcun atto impugnabile.<sup>287</sup>

Orientamenti alternativi ritengono invece che esisterebbe nel nostro ordinamento la possibilità di ricostruire rimedi di tipo "sostitutivo", capaci cioè di incidere, in vario modo, sull'assetto di interessi sottostante l'infruttuoso tentativo di approvazione della delibera assembleare.

Secondo alcuni autori, si addiverrebbe a tale soluzione mediante la "impugnazione" dei voti: poiché la delibera negativa non dà luogo ad un atto impugnabile, si sostiene, è necessario chiedere l'annullamento dei voti dati dal socio di minoranza che ha abusato del diritto di voto; annullati tali voti, essi non andrebbero più conteggiati e la delibera risulterebbe "automaticamente" approvata.<sup>288</sup> Secondo una ricostruzione

---

risarcimento del danno), T. Avellino 1 giugno 2010, cit. e T. Milano 28 novembre 2014 (ord.), cit.

<sup>287</sup> Oltre alla prevalente giurisprudenza (per un'ampia rassegna della quale si v. M. GUARINI, *op. cit.*, nt. 19), sostengono che, *de jure condito*, non siano esperibili rimedi diversi dal risarcimento del danno, anche R. RORDORF, *L'abuso di potere*, cit., p. 813 e G. B. PORTALE, *op. cit.*, p. 178.

<sup>288</sup> Si v. M. P. MARTINES, *L'abuso di minoranza nelle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 1997, pp. 1208 ss., cit. e criticato in R. RORDORF, *L'abuso di potere*, cit., p. 812.

analoga, il voto “abusivo” andrebbe considerato alla stregua di quello espresso in conflitto di interessi e, quindi, trattato come una astensione: per effetto della ricostruzione *ex post* di questa astensione, dovrebbe concludersi che la delibera è stata in realtà approvata.

Secondo altri, e più incisivamente, il giudice che accerti l’abuso di minoranza potrebbe nominare una sorta di commissario *ad acta* cui ordini, in una nuova assemblea da convocarsi all’uopo, di votare le azioni nell’interesse del socio di minoranza ma in modo tale che ciò non violi le regole di correttezza e buona fede che tale socio deve alla maggioranza.<sup>289</sup> Tale proposta, che ricalca quanto previsto in Francia, troverebbe cittadinanza nel nostro ordinamento per via dell’art. 2058 c.c., che consente al giudice di condannare ad un *facere* in forma specifica. Tale soluzione ha il pregio – astratto e teorico, quantomeno – di poter funzionare indifferentemente sia nel caso in cui l’abuso è stato perpetrato mediante l’esercizio del voto, sia nel caso in cui esso è stato perpetrato mediante l’astensione.<sup>290</sup> Per contro, la soluzione legata all’annullamento del voto non è neppure astrattamente idonea a cogliere le fattispecie di abuso che si palesano nella astensione della minoranza.

Di recente, l’applicabilità di rimedi di tipo sostitutivo alle delibere negative è stata ordinata,<sup>291</sup> o astrattamente sostenuta in un *obiter dictum*,<sup>292</sup> in due ordinanze.

---

<sup>289</sup> Si v. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 200.

<sup>290</sup> Per delle applicazioni concrete, si v. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pp. 203, 209 s. e 237 s.

<sup>291</sup> T. Avellino 1 giugno 2010, *cit.*, ordina al competente registro delle imprese di iscrivere il verbale di assemblea rogato dal Notaio (*i.e.*, la delibera che l’assemblea non

### 5.3 *Considerazioni sulla rilevanza (e sui limiti) dell'abuso di minoranza per contrastare un hedge fund attivista*

L'analisi che precede, seppure non esclude che l'abuso di minoranza possa essere astrattamente impiegato per contrastare l'attivismo di un *hedge fund*, induce a circoscriverne le potenzialità difensive entro un ambito piuttosto ristretto.

Non solo, infatti, l'abuso di minoranza sconta una serie di "limiti" che sono già stati messi in luce in relazione alla speculare figura dell'abuso di maggioranza – *i.e.*, i casi decisi sono assai pochi e solo uno di questi si riferisce ad una società quotata (la cui base azionaria è, tuttavia, piuttosto ristretta e simile a quella di una società chiusa). A ciò occorre aggiungere che, fattualmente, l'abuso di minoranza ha un ambito di operatività di per sé limitato – potendo ricorrere, essenzialmente, in tre fattispecie – e che, secondo un Autore, la sua rilevanza andrebbe in realtà circoscritta soltanto ad una serie di casi–limite, in cui la minoranza

---

aveva approvato per mancanza del super-quorum statutario). L'ordinanza edita non contiene alcuna motivazione a supporto della decisione.

<sup>292</sup> T. Milano 28 novembre 2014, cit., in un *obiter dictum* sostiene che «...accertata l'illegittima considerazione del voto nel quorum deliberativo...il Giudice accerta altresì immediatamente che, espunto il voto illegittimamente conteggiato nel *quorum*, la deliberazione della società è stata diversa da quella apparente e illegittima, cioè che la proposta all'ordine del giorno è stata approvata (delibera positiva) e non respinta (delibera negativa)» e che «in quest'ottica – senz'altro preferibile, considerando che il giudice non fa nulla di più di quanto è consentito al presidente dell'assemblea – la pronuncia è di mero accertamento». La Corte ritiene inoltre che una simile interpretazione sia costituzionalmente vincolata in quanto, ad opinare in senso contrario, si darebbe luogo ad una ingiustificata disparità di trattamento tra la tutela riconosciuta alle delibere positive e quella (non) riconosciuta alle delibere negative.

potrebbe pregiudicare il perseguimento dell'oggetto sociale o causare lo scioglimento della società.<sup>293</sup>

Il potenziale difensivo di tale figura, in conclusione, appare senza dubbio inferiore a quello dell'abuso di maggioranza.

**6. (segue) Strumenti di difesa della società target: politiche e tecniche di incentivazione dell'investimento azionario di lungo periodo. Rinvio.**

Gli strumenti descritti nei paragrafi precedenti, in quanto non concepiti per far fronte ai pretesi "eccessi" di un investitore "opportunist" di breve periodo, richiedono all'interprete una certa opera di ricostruzione della fattispecie onde poterne ricavare spunti utili in chiave difensiva contro l'attivismo di un *hedge fund*.<sup>294</sup>

Altrettanto non può dirsi, per contro, di alcune figure di recente conio legislativo, quali la maggiorazione del dividendo e la maggiorazione del voto: esse, infatti, sembrano essere state introdotte nel nostro ordinamento con il precipuo obiettivo di incentivare l'investimento da parte di azionisti di lungo periodo e, quindi, ne è evidente *prima facie* il potenziale difensivo nei confronti dell'attivismo di un *hedge fund*.

Sebbene sia lecito dubitare che l'introduzione di tali strumenti risponda ad un chiaro ed unitario disegno di politica del diritto, è ormai un fatto che, nel volgere di pochi anni, essi abbiano posto le società quotate italiane in condizione di fidelizzare alcuni investitori,

---

<sup>293</sup> Si v. A. NUZZO, *op. cit.*, pp. 182 s. Il punto è trattato anche in nt. 277, *supra*.

<sup>294</sup> Sullo *short-termism*, si v. quanto menzionato nel Capitolo 1, §4.1(c), *supra*.

nell'auspicio che ciò possa contribuire a scoraggiare l'investimento – o l'attivismo – da parte di altri.<sup>295</sup> Tali strumenti, è stato scritto da un Autore, dovrebbero contribuire a proteggere «i processi decisionali degli amministratori dall'influenza inopportuna e tendenzialmente dannosa degli azionati speculatori che (per definizione) sono attenti esclusivamente alla crescita del valore del titolo nel breve periodo»<sup>296</sup>.

La maggiorazione del voto e del dividendo sono state trattate nei capitoli precedenti, cui si rinvia anche per la ricostruzione delle finalità di politica legislativa loro sottese.<sup>297</sup> A quanto notato allora, pare opportuno aggiungere soltanto qualche breve considerazione.

In primo luogo, appare difficile stabilire, in astratto, quanto la maggiorazione del dividendo e la maggiorazione del diritto di voto fossero una esigenza fortemente avvertita dalle società quotate italiane;<sup>298</sup> più probabilmente, come notato in relazione alla maggiorazione del voto, quelle sottese alla riforma erano più

---

<sup>295</sup> L. E. STRINE, JR., *op. cit.*, pp. 8 s. sostiene che solo agli investitori di lungo periodo dovrebbe essere concesso il potere di presentare proposte aventi ricadute nel lungo periodo.

<sup>296</sup> A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 234.

<sup>297</sup> Si v. il Capitolo 2, §3.2 e §3.4(a), *supra*.

<sup>298</sup> Nel senso che strumenti del genere, in un sistema caratterizzato da una rilevante concentrazione proprietaria quale quello italiano, avrebbero l'effetto di «pregiudicare il funzionamento del mercato e di disincentivare ulteriormente l'attivismo degli investitori senza alcun vantaggio per la *governance* che da un ulteriore consolidamento del potere dei gruppi di comando difficilmente può trarre benefici», si v. V. CALANDRA, *op. cit.*, pp. 883 s.

verosimilmente esigenze di finanza pubblica.<sup>299</sup> E la sensazione – a sostegno o smentita della quale, purtroppo, non è possibile fornire dati – è che le società quotate non abbiano fatto massiccio ricorso alla possibilità di pagare dividendi maggiorati ai loro azionisti più “fedeli”. Analogamente, al 30 novembre 2015, appena il 7% delle società italiane quotate nel mercato telematico azionario di Borsa Italiana S.p.A. avevano introdotto in statuto la maggiorazione del voto.<sup>300</sup>

In secondo luogo, non meno ardua appare la valutazione della maggiorazione del voto e del dividendo in una prospettiva più ampia della mera difesa nei confronti di azionisti di breve periodo, capace di coglierne le implicazioni più generali per il funzionamento del mercato dei capitali italiano. In un sistema caratterizzato dalla presenza di una rilevante concentrazione degli assetti proprietari e di una modesta attività nel mercato del controllo societario, è infatti inevitabile interrogarsi sulla utilità e la funzione di tali istituti, in special modo la maggiorazione del voto. L’attuale condizione di fatto del mercato italiano induce a credere che coloro che, senza dubbio, ne beneficeranno in via prioritaria saranno gli azionisti di riferimento o di controllo delle società quotate italiane. Pur ammettendo, infatti, che investitori diversi da quelli di riferimento o di controllo trovino economicamente efficiente trasformarsi in azionisti

---

<sup>299</sup> C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, 6, p. 779.

<sup>300</sup> Si v. i dati forniti da ASSONIME, *Le istruzioni operative ABI ASSONIME ASSOSIM per i flussi informativi relativi alle azioni a voto maggiorato*, 30 novembre 2015 e da BORSA ITALIANA S.P.A., *Shares Capitalisation on 30.12.2015* ([http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2015/201511/capitalizzazionedellesocietaquotate\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2015/201511/capitalizzazionedellesocietaquotate_pdf.htm)).

di lungo periodo, è indubbio che il beneficio maggiore, *pro quota*, sarà tratto dagli azionisti di riferimento o di controllo. In questo senso, lo si è già notato, le nuove norme contribuiranno a stabilizzare (ulteriormente) assetti proprietari già piuttosto stabili.<sup>301</sup>

---

<sup>301</sup> Si v. il Capitolo 2, §3.4(a) e, in particolare, la nt. 189, *supra*.



## CAPITOLO 4

### Conclusioni

Il presente lavoro ha permesso di raggiungere alcune conclusioni, provvisorie come è inevitabile che sia per una qualsiasi ricerca che ambisca ad avere un qualche valore scientifico. Si tratta di punti già trattati nel testo e che, in questa sede, vengono ripresi, puntualizzati ed ampliati.

- 1. Nonostante il diverso avviso del legislatore comunitario e della vulgata comune, gli *hedge funds* non operano (né operavano, prima dell'adozione Dodd-Frank Act e della Direttiva AIFMD nel 2010-2011) in un contesto caratterizzato da mancanza di regole**

La mera analisi delle norme applicabili agli *hedge funds*, in Italia e negli Stati Uniti, nel periodo precedente e successivo alle riforme introdotte dal Dodd-Frank Act e dalla Direttiva AIFMD, ha permesso di falsificare, piuttosto agevolmente, l'idea che gli *hedge funds* siano stati in passato, o siano attualmente, l'archetipo della mancanza di regole.<sup>302</sup>

L'*hedge fund* è una figura giuridica molto complessa, la cui operatività tocca (almeno) tre macro-aree normative ad alta specializzazione: il diritto degli intermediari finanziari; il diritto dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari; la stabilità prudenziale. Non stupisce che una simile figura sia circondata da un'aura di mistero, sospetto e diffidenza nel discorso pubblico (talvolta, purtroppo, anche in quello accademico, da cui non sarebbe irragionevole attendersi un supplemento di curiosità e di senso critico). Quello che stupisce è che l'indimostrata (*rectius*: la falsa) idea secondo cui gli *hedge funds*

---

<sup>302</sup> Si v. il Capitolo 1, §2, *supra*.

potessero operare nell'assenza (o nella penuria) di regole sia stato il detonatore di una ipertrofia normativa probabilmente degna di miglior causa.

Si fa riferimento, soprattutto, alla adozione della Direttiva AIFMD. Tra i primi e più rilevanti (soprattutto mediaticamente rilevanti) provvedimenti adottati dall'Unione Europea per rispondere alla crisi finanziaria iniziata nel 2008, la Direttiva AIFMD presuppone che l'insufficiente quadro normativo di riferimento degli *hedge funds* abbia consentito loro di assumere un ruolo determinante nel (co-)causare la crisi. Di qui, il rilevante livello di regolazione che viene imposto a tali fondi che, è stato stimato, potrebbe generare costi di *compliance* pari a €1,4 miliardi *una tantum* e a €27 milioni l'anno<sup>303</sup>.

Un'analisi più attenta del quadro normativo di riferimento avrebbe probabilmente dovuto indurre il legislatore comunitario ad adottare un approccio diverso e più prudente. Ciò avrebbe consentito l'adozione di misure più efficienti, anche da un punto di vista economico.

## **2. Alcune delle riforme del diritto societario adottate nel periodo 2004-2014 (in particolare: la previsione di un amministratore delle minoranze nel 2005, la semplificazione**

---

<sup>303</sup> CHARLES RIVER ASSOCIATES, *Impact of the Proposed Directive Across Europe – Study prepared for the Financial Services Authority*, 2009, 2 ss. (disponibile all'indirizzo [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact\\_of\\_AIFM\\_Directive.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact_of_AIFM_Directive.pdf)). A tali costi, occorre poi sommare perdite pari al 5% circa sui rendimenti dei portafogli degli investitori istituzionali, dovuti alla prevista diminuzione dell'offerta di *hedge funds* causata dalla possibile uscita dal mercato di un significativo numero di gestori (per i soli fondi pensione censiti nella Unione Europea, la perdita dovrebbe ammontare a €1,4 miliardi circa).

**delle deleghe di voto nel 2010 e l'introduzione della *record date* nel 2012) hanno creato le condizioni necessarie perché gli *hedge funds* attivisti potessero trovare conveniente operare in un contesto caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata, mentre altre riforme (in particolare, l'introduzione del dividendo maggiorato nel 2010 e del voto maggiorato nel 2014) hanno operato in senso contrario**

(A) Le regole sono importanti. L'analisi teorica e, più persuasivamente, quella empirica condotte nel presente lavoro hanno dimostrato che ben pochi *hedge funds* attivisti avrebbero probabilmente avuto gli incentivi necessari per investire e promuovere campagne di attivismo in Italia senza la prospettiva di vedere eletto almeno un amministratore (o un sindaco) e, per contro, con la certezza di dover tenere bloccate le proprie azioni nel periodo assembleare o di dover sostenere costi eccessivi qualora si fosse rivelato necessario promuovere una sollecitazione di deleghe (il solo ed unico strumento con cui le minoranze possono sperare di incidere nella dinamica assembleare). Per contro, nessun effetto di rilievo analogo sembra sia derivato dalle soluzioni prospettate nel contesto della riforma del diritto societario e, ancor prima, del TUF (ad eccezione del già ricordato sindaco delle minoranze).<sup>304</sup>

L'origine di questi tre provvedimenti (amministratore delle minoranze, *record date*, semplificazione delle deleghe) è quanto mai eterogenea: l'amministratore delle minoranze (inspiegabilmente lasciato fuori dal TUF) venne introdotto all'indomani il caso Parmalat; la

---

<sup>304</sup> Si v. il Capitolo 2, §5 e §5.4 in particolare (per l'analisi teorica) e §6 (per l'analisi empirica).

semplificazione delle deleghe di voto e l'introduzione della *record date* in sede di attuazione delle direttive comunitarie sui diritti degli azionisti. È motivo di riflessione, in particolare per quanti confidano nelle abilità demiurgiche delle riforme organiche e dei riformatori onniscienti, che dei provvedimenti adottati in contesti emergenziali o di natura apparentemente tecnica abbiano avuto un effetto positivo sull'attrazione di capitali in Italia che, difficilmente, potrebbe riconoscersi invece ad istituti introdotti dalla riforma del diritto societario. Soluzioni tecniche, operative e vicine alle esigenze del mercato (e non necessariamente delle società che vi operano) possono produrre effetti positivi sul sistema economico di gran lunga più rilevanti di quelli prodotti da istituti, pur molto diffusi ed utilizzati nei rispettivi ordinamenti di provenienza, di cui forse il mercato e le società che operano in Italia non avvertivano particolarmente l'esigenza (il sistema monistico, le *tracking shares* ed i patrimoni/finanziamenti destinati sono probabilmente, in via di prima approssimazione, dei buoni esempi di un legislatore molto più moderno del suo *zeitgeist*).

(B) Per contro, l'analisi condotta suggerisce che l'introduzione del dividendo maggiorato e delle azioni a voto maggiorato costituisce, verosimilmente, un disincentivo per gli *hedge funds* che fossero intenzionati ad investire e promuovere campagne attiviste in Italia. Sebbene tale componente dell'analisi non abbia potuto beneficiare di riscontri empirici, anche data la recentissima introduzione del voto maggiorato, la logica sottesa a tali strumenti induce a ritenere, con un sufficiente margine di certezza, che si tratta di provvedimenti volti a scoraggiare investitori di breve periodo (quali appunto i fondi attivisti),

premiando invece la fedeltà di altri investitori (in primo luogo, quelli di lungo periodo per antonomasia: i soci di controllo).

L'introduzione delle azioni a voto maggiorato è stata, come noto, variamente giustificata nella prospettiva della concorrenza tra ordinamenti: l'Italia aveva appena "perso" una grande società, che aveva deciso di trasferire la propria sede legale in un ordinamento che consente di emettere azioni a voto maggiorato (e a voto plurimo: spesso le due tipologie di azioni vengono, ingiustamente, considerate e trattate come un tutt'uno), e ciò non sarebbe più dovuto accadere. La sensazione è che si tratti di una ricostruzione debole, almeno per tre ragioni: (i) l'*occasio legis* dell'introduzione delle azioni a voto maggiorato, come è stato persuasivamente notato,<sup>305</sup> va più plausibilmente ricercata in esigenze di finanza pubblica legate ad allora prossime *follow-on offerings* di alcune società quotate a capitale pubblico; (ii) il trasferimento della sede all'estero della predetta grande società italiana avveniva nel quadro, più ampio, della sua fusione con una grande società statunitense finalizzata alla quotazione sul New York Stock Exchange: scenario difficilmente ripetibile, credo, purtroppo, per un gran numero di altre società italiane; (iii) pensare che la concorrenza tra ordinamenti si giochi sul terreno delle azioni a voto maggiorato appare forse riduttivo e frutto di una eccessiva fiducia nel ruolo del diritto (commerciale): la sensazione è che, per rendere più competitivo il nostro ordinamento, dovrebbe forse mettersi mano altrove (ad esempio, al sistema fiscale ed alla ragionevole durata –

---

<sup>305</sup> Si v. i richiami in nt. 299, *supra*.

e ragionevole prevedibilità – dei giudizi civili e penali in materia commerciale).<sup>306</sup>

Un altro tentativo di giustificare l'introduzione delle azioni a voto maggiorato fa leva sulla necessità di non disincentivare la quotazione di società, in particolare le piccole e medie imprese (il che, a bene vedere,

---

<sup>306</sup> Si v., in proposito, l'articolata analisi di G. VISENTINI, *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, 6, pp. 774 s., che merita di essere riportata integralmente quando afferma che, con la riforma del diritto societario (ma, ad onore del vero, non solo con quella), «soprattutto non si è certo provveduto a porre riparo alla cronica disfunzione del processo civile. Non si è intesa l'importanza fisiologica del conflitto giudiziario per l'efficienza del mercato. Le parti che affidano alla giurisdizione i loro diritti vogliono una corte in grado di decidere con la piena cognizione delle difese reciproche, in tempi brevi, se non brevissimi. Sono numerose le controversie che potrebbero essere decise in tempi concentrati, se le difese sono esaurienti secondo un rito a dominanza orale, avaro di rinvii e di ripetute difese scritte. Senz'altro è importante la qualità del giudice e dei difensori: ma altrettanto importante è che la corte sia fornita di adeguati mezzi materiali e di personale ausiliario. La carenza del processo vanifica il diritto. Le più gravi crisi di legalità, ma forse anche casualmente, finiscono nella giurisdizione penale, con effetti gravemente distorsivi, perché nel mercato ben regolato secondo diritto privato, il penale dovrebbe essere il rimedio estremo: sussidiario».

In materia di (in)efficienza del sistema giudiziario, si v. il contributo seminale, e troppo poco studiato ed utilizzato, di M. BIANCO, S. GIACOMELLI, C. GIORGIANTONIO, G. PALUMBO, B. SZEGO, *La durata (eccessiva) dei procedimenti civili in Italia: offerta, domanda o rito?*, in *Riv. Pol. Eco.*, 2007, 5, pp. 3 ss., dove si offre, tra l'altro, un'interessante ricostruzione degli scarsi incentivi offerti dal sistema giudiziario italiano affinché i processi abbiano una durata ragionevole, i giudici non adottino talvolta decisioni al di là della ragionevole prevedibilità e le sentenze siano scritte in una prosa semplice ed accessibile.

indebolisce ulteriormente l'argomento, sopra criticato, della concorrenza tra ordinamenti: nessuno penserebbe di voler introdurre misure normative per arginare l'esodo delle piccole e medie imprese quotate dal Paese). Anche quest'argomento convince poco, se non altro perché, a tal fine, sarebbe stato più che sufficiente introdurre il solo voto multiplo per le società chiuse con facoltà di conservarlo, come oggi consentito, a seguito della quotazione (e perché, per altro verso, una parte, sia pur minoritaria, della dottrina ammetteva la maggiorazione del voto anche per le non quotate già prima della recente riforma).<sup>307</sup>

Sembra, dunque, che l'unica *ratio* sottesa all'introduzione delle azioni a voto maggiorato sia quella di rendere ancora più stabili gli assetti proprietari delle società quotate italiane, incentivare azionisti di lungo periodo e scoraggiare l'investimento da parte di azionisti con orizzonti temporali diversi. Ai fini che qui interessano, le azioni a voto maggiorato possono senza dubbio aver limitato la diffusione di *hedge funds* attivisti in Italia (senza, sembra, aver apportato benefici diversi dalla ulteriore stabilizzazione di assetti proprietari già piuttosto stabili).

**3. La presenza di *hedge funds* attivisti e la promozione di campagne di attivismo produce effetti positivi per le società *target* ed i loro azionisti, in particolare in un contesto caratterizzato da una struttura proprietaria molto concentrata quale quello italiano. I possibili effetti negativi che potrebbero derivarne sono relativamente contenuti e non tali da richiedere un intervento correttivo *ad hoc* del legislatore, vieppiù perché le *target* dispongono già di**

---

<sup>307</sup> B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività*, op. cit., 2014, p. 484.

### **strumenti di diritto societario per difendersi da *hedge funds* attivisti**

L'attivismo degli *hedge funds* produce conseguenze economiche positive sul valore e sui fondamentali economici della società *target*, come persuasivamente dimostrato da recenti studi.<sup>308</sup>

In un contesto caratterizzato da una struttura proprietaria molto concentrata quale quello italiano, il ruolo di tali fondi può sortire ulteriori effetti positivi. Sebbene essi non possano essere considerati come “organizzatori” delle minoranze azionarie, poiché non è questa la loro funzione e non hanno incentivi a farlo, tali fondi possono sicuramente: (i) assumere iniziative di *governance* a difesa della redditività e del valore della *target*, di cui beneficiano *pro quota* tutti gli azionisti (anche quelli di comando, chiaramente); (ii) assumere iniziative di *governance* volte a segnalare abusi, o pretesi tali, nei confronti dei quali il diritto comune non conosce strumenti adeguati di reazione. I fondi attivisti hanno, a ben vedere, il ruolo che il legislatore del TUF intendeva riservare agli investitori istituzionali. Con una differenza, non trascurabile, che questo lavoro ha messo in luce: gli investitori istituzionali non hanno incentivi economici sufficienti per farsi attivisti, il che dà conto della ragione per cui il disegno del TUF era destinato a non funzionare sin dall'inizio; gli *hedge funds* hanno invece diversi incentivi a farsi attivisti e ad esercitare i poteri che le riforme dell'ultimo decennio hanno riconosciuto alle minoranze azionarie nelle società quotate italiane.

Il giudizio positivo sull'attivismo degli *hedge funds* non può, tuttavia, essere portato alle estreme conseguenze. Affinché una società

---

<sup>308</sup> Si v. il Capitolo 1, §4 (e, in particolare, il §4.1(c)), *supra*.

sia in grado di operare in modo sostenibile, occorre individuare un equilibrio tra le esigenze di “conservazione” dello *status quo* (di cui si fanno normalmente portatori alcuni *insiders*) e le istanze di valorizzazione e “rottura” di tale *status quo* (di cui si fanno portatori alcuni fondi). Qualora un tale equilibrio venga meno e la sopravvivenza di una società altrimenti sostenibile venga messa a repentaglio, il presente lavoro ha dimostrato che esistono diversi strumenti di diritto societario capaci di dissuadere l’iper-attivismo di alcuni fondi: il conflitto d’interesse e l’abuso del diritto di voto, pur con tutti i loro limiti, possono venire in considerazione per difendersi da un fondo attivista.

Tale circostanza, unita alla considerazione che recenti studi ritengono che gli *hedge funds* attivisti non abbiano un effetto negativo sulla società *target* o sul sistema economico in cui operano, ha poi indotto ad escludere l’opportunità o la necessità di un intervento correttivo *ad hoc* da parte del legislatore.<sup>309</sup> Il quale, lo si noti ancora una volta, difficilmente potrebbe essere congegnato come misura *contra* tali fondi senza violare il principio di parità di trattamento degli azionisti. Invero, quel poco che al riguardo legislatore potrebbe legittimamente fare (*i.e.*, incentivare il possesso azionario di lungo periodo, così scoraggiando i fondi che operano nel breve), è stato già fatto con l’introduzione degli strumenti di fidelizzazione dell’azionista più volte descritti.

---

<sup>309</sup> Gli studi sono cit. in nt. 308, *supra*.



## BIBLIOGRAFIA

Y. ALLAIRE – F. DAUPHIN, “*Activist Hedge Funds: Creators of Lasting Wealth? What Do the Empirical Studies Really Say?*”, IGOPP Working Paper, agosto 2014 (disponibile all’indirizzo [www.http://igopp.org/en/activist-hedge-funds-creators-of-lasting-wealth-what-do-the-empirical-studies-really-say/](http://igopp.org/en/activist-hedge-funds-creators-of-lasting-wealth-what-do-the-empirical-studies-really-say/)).

Y. ALLAIRE – F. DAUPHIN, *The game of «activist» hedge funds: Cui bono?*, Working Paper, settembre 2015 (disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2657553>).

W. T. ALLEN, R. H. KRAAKMAN, G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, II, New York, 2007.

I. ANABTAWI, *Some Skepticism About Increasing Shareholder Power*, in 53 *UCLA L. Rev.*, 2006, pp. 561 ss.

C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, pp. 573 ss.

C. ANGELICI, *La “record date”*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.

C. ANGELICI, *Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 207 ss.

C. ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, 3, pp. 255 ss.

C. ANGELICI, *Principi e problemi*, Milano, 2012.

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, 2004, p. 12.

D. ARCIDIACONO, *Le deliberazioni di scioglimento anticipato e di aumento di capitale lesive degli interessi dei soci di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2010, nota a lodo arbitrale 27 maggio 2009, pp. 1156 ss.

J. ARMOUR – B. CHEFFINS, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, ECGI Law Working Paper No. 136/2009, settembre 2009 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1980593>).

ASSONIME, *Le istruzioni operative ABI ASSONIME ASSOSIM per i flussi informativi relativi alle azioni a voto maggiorato*, 30 novembre 2015.

T. C. BELINFANTI, *Shareholder Cultivation and New Governance*, in 38 *Del. J. Cor. L.*, 2014, 3, pp. 789 ss.

BORSA ITALIANA S.P.A., *Shares Capitalisation on 30.12.2015* ([http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2015/201511/capitalizzazioneellesocietaquotate\\_pdf.htm](http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/2015/201511/capitalizzazioneellesocietaquotate_pdf.htm)).

A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Le soc.*, 2014, 10, pp. 1048 ss.

L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118 *H. L. Rev.*, 2005, pp. 833 ss.

L. A. BEBCHUK – A. BRAV – W. JIANG, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Col. L. Rev.*, 2015, pp. 1085 ss.

L. A. BEBCHUK – O. HART, *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*, 2011, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, ottobre 2011 (disponibile all'indirizzo <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/Olin.No.336.Bebchuk-Hart.Oct2001.pdf>).

L. A. BEBCHUK – M. J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 141, novembre 1999 (disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=202748](http://ssrn.com/abstract=202748)).

L. A. BEBCHUK – M. S. WEISBACH, *The State of Corporate Governance Research*, NBER Working Paper No. 15537, novembre 2009 (disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com/abstract=1508146](http://www.ssrn.com/abstract=1508146))

M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT, *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI Finance Working Paper No. 283/2010, maggio 2010 (disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1616340](http://ssrn.com/abstract=1616340)).

M. BECHT – J. FRANKS – J. GRANT – H. WAGNER, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, ECGI Finance Working Paper No. 402/2014, gennaio 2014 (disponibile all'indirizzo [http://www.ecgi.org/wp/wp\\_id.php?id=631](http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=631)).

M. BELCREDI – S. BOZZI – C. DI NOIA, *Board elections, shareholder activism: the Italian experiment*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI (ED.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, U.K. – New York, 2014, pp.365 ss.

M. BELCREDI – L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy*, ECGI Law Working Paper No. 225/2013, marzo 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2325421>).

M. BELCREDI – G. FERRARINI, *Corporate boards, incentive pay and shareholder activism in Europe: main issues and policy perspectives*, in M. BELCREDI – G. FERRARINI (ED.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge, U.K. – New York, 2014, pp. 1 ss.

E. BELLINI, *Hedge Fund Activism in Italy*, in 9 *J. Corp. L. Studies*, 2009, pp. 201 ss.

M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.

M. BIANCHI – M. C. CORRADI – L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca, Impresa, Società*, 2012, 3, pp. 397 ss.

M. BIANCO, S. GIACOMELLI, C. GIORGIANTONIO, G. PALUMBO, B. SZEGO, *La durata (eccessiva) dei procedimenti civili in Italia: offerta, domanda o rito?*, in *Riv. Pol. Eco.*, 2007, 5, pp. 3 ss.

P. BOCKLI, P. DAVIES, E. FERRAN, G. FERRARINI, J. GARRIDO, K. J. HOPT, A. PIETRANCOSTA, M. ROTH, R. SKOG, S. SOLTYSINSKI, J. WINTER, E. WYMEERSCH, *Shareholder engagement and identification*, Working Paper, febbraio 2015 (disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2568741](https://ssrn.com/abstract=2568741)).

F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 202 ss.

W. BRATTON – M. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in 158 *U. Pa. L. Rev.*, 2010, pp. 653 ss.

A. BRAV – A. DASGUPTA – R. MATTHEWS, *Wolf Pack Activism*, Working Paper, novembre 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2529230>).

A. BRAV – W. JIANG – R. S. THOMAS – F. PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *J. Corp. Fin.*, 2008, 4, 1743.

S. BRUNO, *Direttiva n. 36/200/CE e assemblee italiane. Il voto vincolante sulle politiche di remunerazione in UK*, in GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, 2013 (disponibile presso l'autore).

S. BRUNO, *L'iniziativa assembleare dei soci tra business judgment rule e abuso del diritto*, Orizzonti del diritto commerciale Working Paper, 2011 (disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)).

S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012.

S. BRUNO – F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings: Results and Future Perspectives*, Working Paper, febbraio 2015 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2559070>).

B. BURROUGH – J. HELYAR, *Barbarians at the Gate*, New York, 1989.

G. CABRAS, *Erogazione di utili in beneficenza e causa societaria*, nota a Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 680 ss.

V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 2009, pp. 867 ss.

V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 164 ss.

M. CENTONZE, *Qualificazione e disciplina del rigetto della proposta (c.d. «delibera negativa»)*, in *Riv. soc.*, 2007, 414.

CHARLES RIVER ASSOCIATES, *Impact of the Proposed Directive Across Europe – Study prepared for the Financial Services Authority*, 2009 (disponibile all’indirizzo [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact\\_of\\_AIFM\\_Directive.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/Impact_of_AIFM_Directive.pdf))

B. R. CHEFFINS, *Delaware and the Transformation of Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper No. 278/2014, dicembre 2014 (disponibile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=2531640](http://ssrn.com/abstract=2531640)).

M. CIAN, *Abus d’égalité, tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, nota a T. Catania 10 agosto 2007, in *Corr. giur.*, 2008, 3, pp. 399 ss.

J. C. COFFEE JR., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144, febbraio 1999 (disponibile alla pagina <http://ssrn.com/abstract=142833>).

J. C. COFFEE, JR. – D. PALIA, *The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications*, The Center for Law and Economics Studies at Columbia University Law School, Working Paper No. 489, settembre 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2496518>).

J. C. COFFEE, JR. – J. SELIGMAN – H. A. SALE, *Securities Regulation*, New York, 2007.

CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, n. 4/2015, p. 17 (disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>).

S. CORSO, *La possibile composizione degli interessi nel consiglio di amministrazione di s.p.a.*, Orizzonti del diritto commerciale Working Paper, 2014 (disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)).

M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

G. COTTINO, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 1, pp. 5 ss.

E. CROCI, *Shareholders Activism*, Milano, 2011.

E. CROCI, G. PETRELLA, *Price Changes Around Hedge Fund Trades: Disentangling Trading and Disclosure Effects*, Working Paper, marzo 2013 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1951788>).

R. CUGNASCO, *La maggiorazione del dividendo nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 4, pp. 921 ss.

D. D'AIUTO, *Sub art. 2373*, in G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE (a cura di), *Codice commentato delle s.p.a.*, Torino, 2007, pp. 461 ss.

N. DE LUCA, *Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 1, pp. 23 ss.

N. DE LUCA, *Raggruppamento di azioni e riscatto obbligatorio dei resti*, nota a A. Milano 14 gennaio 2013 (ord.), in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, 4, pp. 435 ss.

N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 2, pp. 312 ss.

M. DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto “eccessivamente creativo”*, nota a T. Parma 29 marzo 2013 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, 1, II, pp. 113 ss.

A. DELL’ORFANO, nota a Cass. 24 maggio 2012, n. 8221, in *Foro it.*, 2013, I, p. 266.

F. DENOZZA, *L’interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in R. SACCHI (a cura di), *L’Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010.

F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici”*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 480 ss.

F. DENOZZA, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 236.

A. DENTAMARO, *Clausole di prelazione tra interesse della società e diritti individuali dei soci*, nota a T. Milano 22 giugno 2001, in *Giur. it.*, 2002, 10, pp. 1898 ss.

C. DI BITONTO, *Abuso del diritto di voto a carattere ostruzionistico (c.d. “delibere negative”): profili sostanziali*, nota a T. Milano 28 novembre 2014 (ord.), in *Le Soc.*, 2015, 6, pp. 700 ss.

F. DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 1, pp. 131 ss.

M. DI SARLI, *Riporto a nuovo degli utili e irregolarità di appostazione negli schemi di bilancio*, nota a Cass. 29 gennaio 2008, n. 2020, in *Le soc.*, 2008, 8, pp. 975 ss.

T. H. DRERUP, *Long-term Effect of Hedge Fund Activism in Germany*, Working Paper, dicembre 2013 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1718365>)

A. DUNCAN, E. CURTIN, M. CROSSIGNANI, *Alternative Regulation: The Directive on Alternative Investment Fund Managers*, in *Capital Markets L. Journal*, 2011, 6, pp. 326 ss.

L. ENRIQUES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, nota a T. Bologna 15 settembre 1992 e T. Bologna 28 ottobre 1993 (ord.), in *Giur. comm.*, 1994, 1, pp. 125 ss.

L. ENRIQUES, *Il testo unico della finanza e l'attivismo degli investitori istituzionali*, in E. ANDREOLI (a cura di), *Il governo delle società dopo il d. lgs. 24.2.1998 n. 58*, Padova, 2002, pp. 98 ss.

L. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in M. VENTORUZZO (A CURA DI), *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, Milano, 2004, p. 277 ss.

L. ENRIQUES – M. GATTI, *Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry*, ECGI Law Working Paper No. 264/2014, settembre 2014 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2492158>).

L. ENRIQUES – S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, ECGI Law Working Paper No. 252/2014, aprile 2014 (disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com/abstract=2423768](http://www.ssrn.com/abstract=2423768)).

M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in ECFR, 2013, pp. 328 ss.

M. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 931.

Y. ERTIMUR – F. FERRI – D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay*, Working Paper, agosto 2013 (disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2019239>).

EUROPEAN SECURITIES MARKET AUTHORITY, *Final Report – Feedback Statement on the Consultation Regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*, 19 febbraio 2013 (disponibile all’indirizzo [www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf)).

EUROPEAN COMMISSION, *Memo – Corporate Governance Package, Frequently Asked Questions*, 9 aprile 2014.

M. P. FERRARI, *Invalidità delle delibere assembleari: difetto di convocazione e abuso di potere*, nota a Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Le soc.*, 3, 2008, pp. 309 ss.

F. FERRI, *‘Low Cost’ shareholder activism: A review of the evidence*, in C. A. HILL – B. H. McDONNELL (ED.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham (UK) / Northampton, MA, 2012, pp. 192 ss.

G. FRISOLI, *La clausola generale della buona fede in ambito societario*, nota a Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Giur. comm.*, 2007, 1, pp. 95 ss.

M. GABOARDI, *Delibera assembleare negativa e tutela cautelare d’urgenza (profili processuali)*, nota a T. Milano 28 novembre 2014 (ord.), in *Le Soc.*, 2015, 6, pp. 711 ss.

N. GANTCHEV, *The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model*, Paper, agosto 2012 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1646471>).

GEORGESON – LUISS CERADI, *FTSE MIB Proxy Season 2012 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, 2012 (disponibile presso l'autore).

GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2013 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, 2013 (disponibile presso l'autore).

GEORGESON – LUISS CERADI – FONDAZIONE BRUNO VISENTINI, *FTSE MIB Proxy Season 2014 – Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze* (a cura di F. BIANCONI – S. BRUNO), dattiloscritto, Roma, in corso di pubblicazione (disponibile presso l'autore).

C. F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, 6, p. 779.

F. GHEZZI, *La «corporate governance» dell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 1197 ss.

A. GIANNELLI – C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità e esigenze di disciplina*, Orizzonti del diritto commerciale Working Paper, 2012 (disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)).

RONALD J. GILSON, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192, 2000 (disponibile alla pagina <http://ssrn.com/abstract=229517>).

R. J. GILSON – A. SCHWARTZ, *Sales and Elections as Methods for Transferring Control*, in *Theor. Inquiries in Law*, 2001, 2, pp. 790 ss.

R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Col. L. Rev.*, 2013, 5, pp. 863 ss.

R. J. GILSON – R. H. KRAAKMAN, *Market efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?*, in C. A. HILL – B. H. McDONNELL (ED.), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham (UK) / Northampton, MA, 2012.

D. S. GREWAL, *The Laws of Capitalism*, in 128 *H. L. Rev.*, 2015, pp. 626 ss.

S. GROSSMAN – J. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The Am. Econ. Rev.*, 70, pp. 393 ss.

M. GUARINI, *È sempre valida la clausola statutaria di quorum assembleari particolarmente elevati?*, nota a T. Avellino 1 giugno 2010, in *Not.*, 5, 2011, pp. 529 ss.

F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 181 ss.

G. GUERRIERI, *Limiti alla tutela reale e portata della tutela risarcitoria nell'ipotesi di scissione e di altre deliberazione assembleari di S.p.A.*, nota a Cass. 20 dicembre 2005, n. 28242, in *Giur. comm.*, 2007, 2, pp. 341 ss.

G. GUERRIERI, *Sub art. 2377*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2011, pp. 546 ss.

G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.

G. GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. giur.*, 2, 2015, pp. 153 ss.

C. G. HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in *R. Fin. Studies*, 2009, 4, pp. 1377 ss.

H. B. HANSMANN – R. H. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in *89 Geo. L. J.*, 2001, pp. 439 ss.

H. T. C. HU – B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, 79, pp. 811 ss.

A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001.

N. IRTI (a cura di), *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma–Bari, 1999.

N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma–Bari, 1998.

P. J. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, pp. 795 ss.

P. J. JAEGER, C. ANGELICI, A. GAMBINO, R. COSTI, F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*, nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, pp. 334 ss.

A. W. JONES, *Fashions in Forecasting*, in *Fortune*, 3/1949, pp. 88 ss.

M. KAHAN – E. B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 5, p. 1021 ss.

J. KAPLAN, *Hedge Fund Terms*, IBA 15th International Conference on Private Investment Funds of March 9–11, 2014 (disponibile presso l'autore).

A. KLEIN – E. ZUR, *The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders*, Working Paper, novembre 2009 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1572594>).

R. H. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. B. HANSMANN, G. HERTIG, K. J. HOPT, H. KANDA, H. B. ROCK, *Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, *Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009.

E. LA MARCA, *Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere*, nota a T. Roma 19 marzo 2013 (ord.) e T. Roma 20 ottobre 2011, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2014, pp. 590 ss.

R. LA PORTA – F. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *Corporate Ownership around the World*, in *J. of Fin.*, 1999, 2, pp. 471 ss.

M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Relazione al XXVIII convegno di studio su “Unione Europea: Concorrenza tra impresa e concorrenza tra stati”, Courmayeur 19–20 settembre 2014 (disponibile all'indirizzo [www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_\\_lamandini.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof__lamandini.pdf)).

J. TRAVIS LASTER, J. M. ZEBERKIEWICZ, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, in *70 Bus. Law.*, 2015, pp. 33 ss.

V. LAZZARI, *Economia e finanza degli hedge funds*, in *Banca, impresa, società*, 2000, 3, pp. 383 ss.

T. LEE, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, presentazione al *Transatlantic Corporate Governance Dialogue*, 3 dicembre 2013.

R. LENER, *Italy*, in E. WYMEERSCH (ED.), *Alternative Investment Fund Regulation*, London, 2012, pp. 237 ss.

R. LENER, *Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il c.d. prime brokerage)*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2003, 1, pp. 22 ss.

M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 1 ss.

M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, I, pp. 28 ss.

M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, 1, pp. 481 s.

M. LIPTON – T. N. MIRVIS, *Harvard Shareholder Right Project is Wrong*, 23 marzo 2012 (disponibile all'indirizzo <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/03/23/harvards-shareholder-rights-project-is-wrong/>).

A. W. LO, *Efficient Markets Hypothesis* (voce), in S. N. DURLAUF – E. B. LAWRENCE (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*<sup>2</sup>, New York, 2008 (disponibile all'indirizzo [http://web.mit.edu/alo/www/Papers/EMH\\_Final.pdf](http://web.mit.edu/alo/www/Papers/EMH_Final.pdf)).

S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi*, nota a TAR Lazio, sez. I, 10 luglio 2012, in *Le soc.*, 1, 2013, pp. 50 ss.

CAROL J. LOOMIS, *The Jones Nobody Keeps Up With*, in *Fortune*, 4/1966, pp. 237 ss.

H. G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Political Econ.*, 1965, pp. 110 ss.

P. G. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat – Chrysler*, in *Riv. Soc.*, 2014, 5, p. 1124 ss.

E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127-quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o truccage del socio di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cre.*, 2015, 1, pp. 78 ss.

G. MARGIOTTA, *La legittimazione attiva del socio all'impugnazione delle delibere assembleari*, nota a T. Milano 15 maggio 2008, n. 6322, in *Le soc.*, 2, 1999, pp. 217 ss.

B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 478 ss.

B. MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato (voce)*, in *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione commerciale*, Aggiornamento VII, a cura di STEFANO BELLOMO – MARCO CIAN – GIUSEPPE FERRI JR – DANIELE U. SANTOSUOSSO – FRANCESCO TESAURO, Torino, 2015, pp. 624 ss.

U. MATTEI, *A Theory of Imperial Law: A study on U.S. Hegemony and the Latin Resistance*, in 3 *Global Jurist Frontiers*, 2003, pp. 2 ss.

U. MATTEI – L. NADER, *Plunder – When the Rule of Law is Illegal*, Hoboken, 2008.

P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 324 ss.

P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Riv. soc.*, 2014, 2-3, pp. 1068 ss.

P. MONTALENTI, *La società quotata*, Torino, 2004,

P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, nota a T. Milano 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, pp. 2105 ss.

A. MONTEVERDE, *Partecipazione alle decisioni sociali e responsabilità dei soci capitalisti non amministratori*, *Orizzonti del diritto commerciale Working Paper*, 2014 (disponibile all'indirizzo [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it)).

P. MONTALENTI, *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 221 ss.

C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 1, pp. 118 ss.

G. D. MOSCO, *La raccolta dei capitali in un nuovo manuale sulla società per azioni*, in *Le Soc.*, 2013, pp. 814 ss.

G. D. MOSCO – S. LOPREIATO, *Sub art. 152*, in M. FRATINI – G. GASPARRI (A CURA DI), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pp. 2063 ss.

G. D. MOSCO, *Le regole di governance per le quotate. Una risorsa o un peso?*, in G. D. MOSCO, F. VELLA (A CURA DI), *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi*, Milano, 2008, pp. 46 s.

P. RADDEN KEEFE, *The Empire of Edge*, in *The New Yorker*, 13 ottobre 2014 (disponibile all'indirizzo [www.newyorker.com/magazine/2014/10/13/empire-edge](http://www.newyorker.com/magazine/2014/10/13/empire-edge)).

C. A. NIGRO – G. ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli Usa: dal quasi-collasso di Long-Term Capital Management al Dodd-Frank Act*, in V. SANTORO (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, pp. 187 ss., Milano, 2012

Y. NILI, *Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism*, in *2 H. Bus. Law Rev.*, 2014, pp. 157 ss.

D. NORBERG, *The Politics of Shareholder Activism*, in H. KENT BAKER – R. ANDERSON (ED.), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Hoboken, 2010, pp. 409 ss.

A. NUZZO, *L'abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003.

OICV-IOSCO, *Hedge Funds Oversight Consultation Report*, 2009 (disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>).

ØYVIND NORLI – CHARLOTTE OSTERGAARD – IBOLYA SCHINDELE, *Liquidity and Shareholder Activism*, in *Rev. Fin. Studies*, in corso di pubblicazione (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1344407>).

F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Vanderbilt University Law School Law and Economics Working Paper No. 06-21, ottobre 2006 (disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=931254>).

C. PASQUARIELLO, *Il principio di correttezza applicato alle delibere assembleari: l'abuso della regola di maggioranza al vaglio dei giudici*, nota a T. Como, 1 giugno 2000 (ord.), in *Giur. comm.*, 2002, 1, pp. 129 ss.

C. PASQUARIELLO, *Sub art. 2373*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2011, pp. 525 ss.

B. PETRAZZINI, *Vizi di convocazione dell'assemblea tra vecchio e nuovo diritto societario*, nota a T. Torino 26 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 4, pp. 788 s.

L. PICONE, *Conflitto di interessi ed abuso di potere nella delibera di scioglimento della società*, nota a T. Milano 28 gennaio 1998, in *Le soc.*, 81, 1998, p. 946 ss.

A. PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze. "Abusi" e rimedi*, Torino, 2004.

J. POUND, *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control*, in 68 *N.Y.U. L. Rev.*, 1993, pp. 1003 ss.

G. B. PORTALE, «Minoranze di blocco» e abuso del voto nell'esperienza europea: dalla tutela risarcitoria al «gouvernement des juges»? , in *Europa e dir. priv.*, 1999, 1, pp. 155 ss.

PREQIN, *Preqin Special Report: Activist Hedge Funds*, 2014 (disponibile all'indirizzo [www.preqin.com](http://www.preqin.com)).

PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, 1999 (disponibile all'indirizzo <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/hedgfund.pdf>)

E. RECCIA, “Insider di se stesso” e la distinzione tra opa per la scalata e opa per il delisting, in *Giur. comm.*, 2015, 3, pp. 5

E. RICCIARDIELLO, *La nuova disciplina in materia di sollecitazione delle deleghe di voto: inizia la stagione dei proxy fights?*, in *Giur. comm.*, 2012, 1, pp. 172 s.

E. B. ROCK, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, in 15 *Card. L. Rev.*, 1994, 15, p. 1000.

R. RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, nota a lodo arbitrale 18 dicembre 2006, in *Corr. giur.*, 2007, 10, pp. 1448 ss.

G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, 5, pp. 905 ss.

S. RUSSO, *Mancata approvazione del bilancio e abuso del diritto di voto nelle società "paritetiche"*, nota a T. Catania 10 agosto 2007, in *Giur. comm.*, 2009, pp. 200 ss.;

R. SACCHI, *La sollecitazione delle deleghe di voto*, in M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.

A. SACCO GINEVRI, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 2, pp. 231 ss.

R. SANTORO, *L'abuso di potere della maggioranza nelle delibere societarie di adeguamento alla riforma*, nota a T. Vicenza 31 ottobre 2005 e T. Torino 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 390 ss.

A. D. SCANO, *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 163 ss.

M. STELLA RICHTER, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 1, pp. 90 ss.

LYNN A. STOUT, *The Corporation as Time Machine: Intergenerational Equity, Intergenerational Efficiency, and the Corporate Form*, in 38 *Seattle U. L. R.*, 2015, pp. 685 ss.

L. E. STRINE, JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *Bus. Law.*, 2010, pp. 1 ss.

L. VAN SETTEN – D. BUSCH (ED.), *Alternative Investment Funds in Europe*, Oxford, 2014.

A. STABILINI, *L'abuso della regola di maggioranza nelle società di capitali*, in *Le Soc.*, 2011, pp. 841 ss.

A. STEVENSON – B. PROTESS, *Bruised, Herbalife Swings Back at an Accuser*, in *New York Times DealBook*, 2 giugno 2015, disponibile all'indirizzo

[http://www.nytimes.com/2015/06/03/business/dealbook/herbalife-steps-up-lobbying-to-counter-ackmans-attacks.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/06/03/business/dealbook/herbalife-steps-up-lobbying-to-counter-ackmans-attacks.html?_r=0).

G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 991 ss.

C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005.

R. M. THALER, *Misbehaving*, New York-London, 2015.

E. TIMPANO, *L'interesse sociale tra contrattualismo ed istituzionalismo in relazione al conflitto d'interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, nota a Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Riv. not.*, 2009, 3, pp. 657 ss.

M. TONELLO, *The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman*, in *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (disponibile all'indirizzo <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2014/05/29/the-activism-of-carl-icahn-and-bill-ackman/>).

M. VENUTI, *Valutazione al costo di una partecipazione in una società controllata e copertura del deficit patrimoniale della partecipata*, nota a Cass. 16 ottobre 2007, n. 23823, in *Le soc.*, 6, 2008, pp. 700 ss.

B. VISENTINI, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, pp. 1 ss.

G. VISENTINI, *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, 6, pp. 751 ss.

R. WEIGMANN, *I doveri di collaborazione degli azionisti*, in R. SACCHI (a cura di), *L'Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010.

E. WYMEERSCH (ED.), *Alternative Investment Fund Regulation*, London, 2012.

WORLD BANK, *Doing Business 2015: Going Beyond Efficiency / Italy*, Washington, 2014, p. 66 (disponibile all'indirizzo <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2015>).

G. ZAGRA, *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, nota a T. Perugia 22 dicembre 2000, in *Soc.*, 2001, pp. 1387 ss.

D. ZETZSCHE (a cura di), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, London, 2012.