



EQUILIBRI DI *GOVERNANCE* NELLE SOCIETÀ QUOTATE TRA *SHAREHOLDER ACTIVISM* E *ANTITAKEOVER DEVICES**

FERRUCCIO MARIA SBARBARO

1. Considerazioni introduttive - 2. L'attivismo degli *hedge funds*: *a new balance of powers?* - 3. *Activist hedge funds* e *takeover defense*. - 4. L'attivismo come “*threat*”: a quali condizioni? - 5. Nuovi equilibri di *corporate governance* e riflessi “circolatori”.

1. Il binomio *corporate governance/capital markets* sollecita la riflessione in ordine alla natura e alle caratteristiche del rapporto che intercorre tra i due elementi e *in specie* tra le dinamiche dei mercati finanziari e la *corporate governance* in senso ampio (oltre i confini del concetto di “governo societario”)¹; nel senso che gli equilibri della *corporate governance* vengono inevitabilmente ad essere toccati e mossi da alcune “forze” che animano il mercato dei capitali e agiscono quali vettori di *governance*, con direzione comune ma verso, talvolta, opposto.

In particolare, da un lato il personale interesse² e dall'altro la crescente attualità, hanno spinto la riflessione *de qua* a concentrarsi su due tra i possibili vettori cui si accennava: il c.d. *market for corporate control* – e dunque la contendibilità del controllo nelle grandi società quotate – e il c.d. *shareholder activism*, con particolare riferimento agli *hedge funds*.

Il primo, tuttavia, è vettore la cui reale operatività è fortemente dipendente non solo dall'apparato normativo di riferimento ma altresì, e soprattutto, dalla struttura degli assetti proprietari; poco senso avrebbe, d'altronde, evidenziare i

* Intervento al Convegno “*Corporate governance and financial markets: pictures from the post crisis era*” tenutosi a Roma presso la Link Campus University il 26 marzo 2018.

¹ Sui confini dell'espressione si vedano, per tutti, R. J. GILSON, *From corporate law to corporate governance*, Stanford Law School *Working paper* n. 497, 2016; K. J. HOPT, *Corporate governance in Europe. A critical review of the European Commission's initiatives on corporate law and corporate governance*, ECGI *Law Working Paper* n. 296, agosto 2015.

² Il riferimento – sia consentito – è a F. M. SBARBARO, *I fiduciary duties nel quadro delle scalate ostili*, Roma, 2017, *passim*, che certamente non vuole essere un cenno autocelebrativo, ma solo un rinvio per un approfondimento dei vari concetti che in questa sede, per brevità, non vengono esposti compiutamente.



possibili effetti delle *control transactions* in termini di pressione/incentivo all'organo amministrativo della società bersaglio laddove non vi sia reale "scalabilità", per la presenza di uno o più *blockholder* il cui consenso – quantomeno sotto forma di atto dispositivo della relativa partecipazione – è condizione per il mutamento soggettivo del controllo societario.

È allora evidente che il contesto ideale di confronto debba individuarsi negli ordinamenti – come quello statunitense – in cui la struttura degli assetti proprietari delle società quotate sia tendenzialmente composta da un azionariato diffuso o addirittura disperso, in cui il controllo risulti quindi realmente "contendibile" e "scalabile" e simmetricamente risulti più marcato il *trade-off* tra azionariato e *management* per via delle asimmetrie informative e della "inoffensività" della singola partecipazione nell'ambito dei meccanismi di formazione della volontà assembleare.

Sull'altro versante, vi sono tracce di una tendenza all'implementazione di politiche c.d. attiviste anche nel mercato "domestico" dei capitali; non solo, infatti, vi sono chiari riferimenti empirici alla crescente partecipazione assembleare, soprattutto da parte degli investitori stranieri³, ma si riscontra altresì un aumento della frequenza, dimensione e rilevanza degli episodi di attivismo che interessano settori sensibili della finanza italiana (si pensi alle recentissime vicende legate a TIM).

Non può escludersi, quindi, che la "spinta" attivista giunga ad alterare gli equilibri di *corporate governance* anche nei contesti e nelle strutture tradizionalmente meno variabili, stimolando così un'evoluzione normativa in quelle aree dell'ordinamento societario che sino ad oggi si mostravano insensibili alle dinamiche e alle evoluzioni dei mercati finanziari.

2. Come noto, l'attivismo è un connotato pressoché essenziale dei c.d. *hedge fund*, ovverosia quei fondi che perseguono strategie di investimento altamente speculative attraverso la partecipazione – tendenzialmente minoritaria – in società che ritengono avere ampi margini di sviluppo; sviluppo che potrebbe realizzarsi, però, attraverso strategie diverse da quelle seguite dal *management* in carica. Ed ecco, allora, l'attivismo inteso come atteggiamento complessivo volto a promuovere quei

³ Secondo il *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane* stilato dalla CONSOB, "le assemblee delle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione registrano in media la partecipazione di oltre il 70% del capitale sociale. Nel 2017, la presenza degli investitori istituzionali ha raggiunto il valore medio del 19,4% del capitale, dato più elevato nel periodo (2012 – 2017) considerato che riflette la continua crescita nella partecipazione degli investitori istituzionali esteri (dal 10,4% al 18,3% del capitale sociale)".



cambiamenti, quelle modifiche alle strategie societarie che nell'ottica *hedge* porterebbero a un aumento di valore della partecipazione: innanzitutto la *voice* in sede assembleare, poi la predisposizione di *business plan* alternativi e la connessa attività di promozione, propaganda, persuasione sia del *management* che degli altri azionisti⁴.

È stato di recente efficacemente rilevato che “*hedge fund activism is to corporate law's early twenty-first century what the hostile takeover was to its late twentieth century*”⁵; nell'ottica degli equilibri di *corporate governance* a cui si faceva riferimento *supra*, si tratterebbe in sostanza di una nuova “leva” posta sul lato degli azionisti-investitori e simmetricamente di una nuova “minaccia” alla discrezionalità delle scelte gestorie e, potenzialmente, alla solidità della *business judgement rule*.

Non solo, infatti, si ammette l'esistenza di un *new balance of powers* nel quadro della *governance* delle società quotate, ma si osserva altresì l'*evolving role of shareholders*, per cui i grandi investitori istituzionali, dietro la spinta degli *activist hedge fund*, si affermano quali *de facto deciders of corporate governance*⁶.

Mentre, tuttavia, la “stagione” degli *hostile takeovers* (a partire dagli anni '80) ha indotto la *corporation law* americana ad alcuni ripensamenti – *rectius*, all'elaborazione giurisprudenziale di una piattaforma normativa dedicata, laddove il perimetro di legittimità delle tattiche difensive risulta decisamente ampio (“*power to directors*”, come ha più volte sottolineato la *Delaware Supreme Court*) – il “fenomeno attivista” non pare ad oggi aver determinato alcuna significativa conseguenza regolatoria, né in tema di assemblea o più in generale di diritti dei soci, né con riferimento alla valutazione del comportamento dell'organo amministrativo.

Peraltro, è piuttosto condivisa nella letteratura americana una certa preoccupazione nei confronti della possibile combinazione tra *high profile shareholder activism* e *short-termism*: il successo delle iniziative attiviste, qualora l'*hedge fund* di turno riesca a persuadere uno o più investitori istituzionali a sposare la strategia alternativa, rischierebbe – a parere di alcuni⁷ – di determinare una pericolosa virata della società

⁴ In generale sulla definizione del concetto di attivismo v. B. BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the U.S.*, in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, New York, 1998, p. 459.

⁵ Così W. BRATTON, *Hedge fund activism, poison pills and the jurisprudence of the threat*, ECGI Law Working Paper n. 330, 2016, p. 1.

⁶ In questi termini M. KAHAN, E. B. ROCK, *Anti-activist poison pills*, New York University School of Law – *Law & economics research paper series – working paper* n. 17-08, marzo 2017, p. 4.

⁷ W. BRATTON, *op. cit.*, p. 2; seppur solo parzialmente, la riflessione è comune anche a M. KAHAN, E. B. ROCK, *op. cit.*, *passim*.



verso politiche *short-term* strumentali agli interessi *hedge* ma potenzialmente dannose sul piano dello *shareholder value* globale.

Si ipotizza, così, che sia necessario garantire al *board* strumenti di protezione, estendendo ai contesti di *hedge fund activism* l'operatività dei tipici meccanismi difensivi da OPA "ostile", nonché – soprattutto – il relativo, assai permissivo, criterio di legittimità; si pensi in particolare alle c.d. *poison pills*, ovvero quei "piani di distribuzione di diritti agli azionisti" che determinano una significativa diluizione della partecipazione o dei diritti di voto in capo allo "scalatore" al superamento di specifiche soglie di proprietà azionaria⁸.

3. Seguendo il percorso argomentativo testé delineato, è in primo luogo necessario domandarsi se vi siano margini di sovrapposibilità – in termini fattuali e di *ratio* delle relative discipline – tra *hostile takeovers* e *shareholder activism*.

Certo, appare innanzitutto difficile sostenere che sovrapposibili siano le rispettive finalità.

Nelle *control transactions* l'oggetto dell'operazione è, appunto, l'acquisto del controllo, inteso come possesso di una partecipazione (o di un numero di voti) sufficiente a garantire il potere di nominare o revocare la maggioranza dell'organo amministrativo; inoltre, qualora l'operazione preveda un'OPA – tanto più se ostile, dunque "sgradita" al *target's board* – la questione della definizione dell'interesse sociale assume quella rilevanza decisiva che negli altri contesti è, invece, "dormiente". Per sintetizzare: mentre nei contesti "ordinari" la disomogeneità tra interesse dell'ente-società e interesse degli azionisti (accentuata dall'adesione alle teorie di marca istituzionalista) può essere sostanzialmente ignorata, giacché entrambi gli interessi muovono tendenzialmente nella medesima direzione (risultato imprenditoriale positivo), nel caso di OPA la valutazione dell'offerta dal punto di vista del socio – che si accinge a non esser più tale – si concentra sulla congruità del prezzo offerto, che invece rappresenta elemento neutro dal punto di vista dell'ente-società, il cui interesse, semmai, è alla continuità connessa al *business plan* del nuovo socio di controllo.

Un simile scenario non appare riproducibile in situazioni di *shareholder activism* che non preludano o non siano connesse a *control transactions*. In assenza di

⁸ Per le caratteristiche tecniche dei c.d. *shareholders' rights plan* (comunemente detti "poison pills") v. F. M. SBARBARO, *op. cit.*, p. 67.



trasferimento del controllo, quindi, l'unico elemento potenzialmente comune a entrambi i contesti (*hedge fund activism* e *hostile takeover*) sarebbe da ricercarsi in una presunta portata "minacciosa" dell'attivismo rispetto all'interesse sociale.

D'altronde, nella *corporation law* statunitense la valutazione di legittimità degli *antitakeover devices* nel quadro delle scalate ostili è sostanzialmente basata sulla circostanza che l'offerta costituisca ragionevolmente una minaccia ("threat") per l'interesse sociale, cui può quindi opporsi un'altrettanto ragionevole – e proporzionale – tattica difensiva; laddove però risulti comunque astrattamente garantito al *raider* l'accesso a una c.d. *proxy fight* per la sostituzione dell'organo amministrativo – o la disattivazione delle difese – attraverso una delibera assembleare, verrebbe addirittura meno la necessità di un'indagine in ordine alla ragionevolezza della minaccia e della difesa, nonché circa la proporzionalità di quest'ultima⁹.

È proprio con riferimento a questo sistema di presunzioni che appariva – e appare – emblematico il concetto di "*power to directors*"; ed è proprio alla luce di tanto che ci si deve interrogare nell'ottica di valutare non solo la possibilità ma, soprattutto, l'opportunità di estendere il principio al contesto dell'attivismo.

A quali condizioni ed entro quali limiti potrebbero legittimarsi comportamenti dell'organo amministrativo volti a contrastare le politiche attiviste?

Rileva forse la circostanza che l'attivismo si esprime per lo più attraverso la partecipazione assembleare e dunque l'esercizio dei diritti sociali?

Potrebbe, allora, in questo senso doversi verificare altresì che l'eventuale tattica difensiva del *board* non determini una compressione dei diritti sociali o addirittura, se azionata rispetto alle eventuali attività di propaganda delle strategie alternative effettuata in contesti extrasocietari, della libertà di espressione?

Ad avviso di chi scrive, non può giungersi nemmeno ad analizzare i due ultimi quesiti appena posti – né avrebbe senso, giacché i pericoli ipotizzati non si configurerebbero – se non dopo aver superato l'ostacolo preliminare della qualificazione dell'attivismo alla stregua di un potenziale, ragionevole, *threat*.

⁹ I passaggi essenziali della giurisprudenza statunitense possono identificarsi dapprima nei casi (i) *Unocal vs Mesa* (Del. 1985), (ii) *Moran vs Household* (Del. 1985), (iii) *Revlon vs Mac Andrews & Forbes* (Del. 1986), (iv) *Blasius vs Atlas* (Del. 1988), (v) *Paramount vs Time* (Del. 1990), (vi) *Unitrin vs American General Corp.* (Del. 1995) e, più di recente, nei casi (vii) *Selectica vs Versata* (Del. 2010), (viii) *Airgas vs Air Products* (Del. 2010), (ix) *Third Point vs Ruprecht* (Del. 2014).



4. Seguendo i suggerimenti della recente letteratura statunitense¹⁰, si potrebbe in effetti provare a valutare la riconducibilità delle politiche attiviste degli *hedge funds* alle categorie tipiche di *threat* elaborate dal *common law*.

Quanto al c.d. *mistaken belief* (una rappresentazione parziale e/o strumentale della situazione di fatto, lì per convincere che il prezzo offerto è congruo, qui per persuadere gli altri soci che la strategia proposta è migliore di quella in atto), parrebbe difficile ammetterne l'esistenza laddove resti inalterata la situazione di *full information* e *no coercion* degli altri soci.

Sul piano, poi, della c.d. *disruption* (compromissione dell'operatività e dell'unitarietà della società e del suo interesse), addirittura potrebbe rilevarsi come la proposta di un *business plan* alternativo – e dunque concorrente – sia in grado di stimolare effetti contrari (dunque positivi) proprio in termini di efficienza delle strategie societarie.

Né potrebbe di per sé configurarsi un rischio in termini di *electoral fairness*, per il solo fatto che gli attivisti mettano in atto una “campagna” finalizzata a ottenere il sostegno degli investitori istituzionali; semmai, come si diceva, deve prendersi atto dell'alterazione degli equilibri di *corporate governance* che una simile tendenza è idonea a generare.

Le preoccupazioni connesse allo *short termism* connaturato alle logiche di investimento *hedge* devono, poi, essere ridimensionate; da un lato, infatti, il rilievo che gli *hedge funds* pratichino sempre e comunque politiche di c.d. *pump & dump* appare più una suggestione che un'evidenza empiricamente rilevante, dall'altro non può ammettersi il sillogismo per cui la visione di *short term* rappresenti inevitabilmente una minaccia all'interesse sociale¹¹.

Una riflessione in più merita forse la fattispecie di *negative control* che si potrebbe configurare laddove l'attivista, pur in assenza del controllo effettivo, da solo o con l'appoggio dei “seguaci raccolti sul campo” sia in grado quantitativamente di esprimere un *veto power* nelle materie con *quorum* deliberativi rinforzati o di rendere incerta la formazione delle maggioranze assembleari di volta in volta necessarie. Una simile situazione, tuttavia, appare invece foriera di effetti virtuosi proprio in chiave di

¹⁰ M. KAHAN, *op. cit.*, p. 11.

¹¹ D'altronde lo stesso Leo E. Strine, *Chief Justice* della *Delaware Supreme Court* ha recentemente chiarito che “*why should we expect corporations to chart a sound long-term course of economic growth, if the so-called investors who determine the fate of their managers do not themselves act or think with the long term in mind?*”



corporate governance, limitando il *de facto power of the board* attraverso il semplice esercizio dei diritti sociali.

Resterebbe, allora, la questione del c.d. *creeping control*: l'acquisto progressivo di partecipazioni con il celato intento di raggiungere il controllo eludendo lo *special scrutiny* che si attiva in pendenza di *tender offer* (strategia resa possibile dalla mancata previsione della *mandatory bid* nell'ordinamento statunitense¹²). Si tratterebbe, in tal caso, di estendere i principi della *takeover defense* a contesti in cui, pur in assenza di *takeover bid*, vi sia comunque un attuale o potenziale trasferimento del controllo in conseguenza dell'aumento della partecipazione; peraltro, non potendosi legare l'attivazione della disciplina alla verifica dell'elemento soggettivo (la volontà effettiva di ottenere il controllo), lo scrutinio avrebbe ad oggetto l'acquisto o l'incremento della partecipazione da parte dell'attivista.

Non si tratta, però, di una valutazione semplice, anche perché l'incremento della quota di partecipazione non necessariamente sottende velleità di controllo, anzi ben potrebbe giustificarsi, pur in chiave minoritaria, quale componente della strategia attivista. D'altronde, l'*activist hedge fund* sostiene dei costi notevoli (predisposizione del *business plan* alternativo, attività di propaganda e persuasione, *proxy fight* etc.), che legittimamente può ambire a "spalmare" su un numero maggiore di azioni; in secondo luogo, l'aumento della quota consolida la credibilità della proposta agli occhi degli altri investitori che l'attivista cerca di persuadere; infine, l'aumento dei diritti di voto diventa necessario nell'approssimarsi della "battaglia assembleare".

Secondo questa ricostruzione l'attivismo potrebbe, quindi, costituire un *threat* solo in presenza di – e con riferimento a – un'operazione di acquisto di azioni e solo all'esito di un'indagine *case by case* volta a verificare che sussistano pericoli analoghi a quelli di una *unsolicited takeover bid* in termini di potenziale minaccia all'interesse sociale. Si verificherebbe, allora, un abbassamento della soglia di attivabilità della *takeover defense* tale da consentire al *board* di ostacolare un soggetto (peraltro già socio) che non detiene il controllo né ha presentato un'offerta per ottenerlo.

L'argomento, ferma restando la necessità di ulteriori approfondimenti, appare *prima facie* quantomeno realistico rispetto alle tensioni di *corporate governance* che emergono dai *capital markets*; in effetti, come la prassi ha già dimostrato, è sufficiente

¹² Fanno eccezione alcuni Stati "minori": Pennsylvania (soglia al 20%), Maine (soglia al 25%), South Dakota (soglia al 50 + 1%).



ridurre il *triggering threshold* di una *poison pill* (o modificarne i criteri di calcolo) per estendere l'operatività di un *antitakeover device* ai contesti di *hedge fund activism*¹³.

5. Nella “nuova era della *corporate governance*” il governo delle società quotate certamente risente dell'attivismo degli *hedge funds* e degli altri *bibly engaged shareowners*, che vogliono influenzare la *corporate policy* con *public and private pressure in proxy contest*¹⁴.

In un simile contesto – il “nuovo equilibrio” – i *large institutional investors* (ovvero coloro che si trovano “a valle” della politiche attiviste degli *hedge funds*) rappresentano gli *ultimate decision makers* della *corporate governance*.

È con questa consapevolezza che le Corti americane dovranno accettare la sfida e misurare il grado di discrezionalità da garantire al *board*; considerando, dunque, che a differenza del *takeover context*, qui un'eccessiva libertà potrebbe invertire i termini del rapporto tra società (*rectius*, soci) e organo amministrativo sul fronte dell'interesse sociale.

In chiave di circolazione del modello, quanto alla *takeover regulation* deve osservarsi che il legislatore comunitario – e quello nazionale in sede di adattamento della 2004/24/CE con le modifiche al T.U.F. introdotte con d. lgs. 229/2007 – si è chiaramente schierato sul versante della *shareholder primacy* prevedendo la *passivity rule* e la speculare *breakthrough rule*. Una soluzione opposta a quella americana (“*power to directors*”), così come però è opposta la configurazione strutturale degli assetti proprietari e la scelta in tema di *mandatory bid*, che certamente risente in Europa della prevalente rilevanza del *trade-off* tra *blockholder* e soci di minoranza rispetto alle tensioni fiduciarie tra soci e *managers*.

Di contro, le “nuove” dinamiche e le relative preoccupazioni in tema di *shareholder activism* potrebbero estendersi per osmosi agli ordinamenti europei anche oltre i limiti della struttura (concentrata o diffusa) degli assetti proprietari e a prescindere da interventi normativi. La crescente presenza di fondi stranieri nei *capital markets* nazionali determina una naturale e inarrestabile “contaminazione”, tanto più che l'attivismo si sostanzia in politiche di esercizio dei diritti sociali e/o nell'acquisto

¹³ Si tratta proprio della fattispecie analizzata nel caso *Third Point vs Ruprecht* (c.d. “caso *Sotbeby*”), in cui la *poison pill* aveva una soglia di attivazione al 4,99%. In proposito cfr. W. BRATTON, *op. cit.*, p. 5, nonché S. D. SOLOMON, R. S. THOMAS, *The rise and fall of Delaware's takeover standards*, in *ECGI Working paper* n. 329/2016, Settembre 2016, p. 12.

¹⁴ In questi termini M. KAHAN, *op. cit.*, p. 3.



di partecipazioni comunque minoritarie, tutte attività generalmente “libere” nei vari ordinamenti.

Preso coscienza della diffusione del “fenomeno” anche in Europa, ai legislatori (comunitario e nazionale), spetta dunque di valutare se l’alterazione degli equilibri di *corporate governance* sollecitata dall’*hedge fund activism* necessita o meno di essere bilanciata da correttivi.