

**POSITION PAPER CONSOB IN TEMA DI TRASPARENZA PROPRIETARIA SULLE
POSIZIONI IN DERIVATI CASH-SETTLED**

8 ottobre 2009

Le osservazioni al presente Position Paper dovranno pervenire entro il 20 novembre 2009 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Studi Giuridici

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

oppure on line per il tramite del **SIPE – Sistema integrato per l'esterno**

I commenti pervenuti saranno resi pubblici, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

POSITION PAPER CONSOB

TRASPARENZA PROPRIETARIA SULLE POSIZIONI IN DERIVATI *CASH-SETTLED*

SOMMARIO

1. Premessa - origine dell'iniziativa regolamentare
2. Il quadro normativo di riferimento
3. Asimmetria regolamentare tra le operazioni *physical-settled* e quelle *cash-settled*
4. Fallimenti del mercato e obiettivi di *policy*
5. Analisi giuridica comparata
6. La scelta di *policy* in Italia: elementi chiave di una possibile estensione degli obblighi di comunicazione
 - a. La scelta di fondo in merito alla previsione di una specifica disciplina di trasparenza dei derivati *cash*.
 - b. La scelta di un regime di trasparenza generalizzato o selettivo in base alle clausole contrattuali
 - c. L'ambito di applicazione degli obblighi di trasparenza in funzione del mercato di contrattazione dei derivati *cash-settled*
 - d. Il criterio di calcolo delle partecipazioni potenziali in caso di utilizzo di opzioni
 - e. La definizione dei criteri di aggregazione delle varie componenti delle partecipazioni soggette ad obbligo di comunicazione
 - f. La definizione delle soglie di comunicazione
 - g. La definizione dei casi di esenzione
7. Strumenti derivati e disciplina dell'OPA obbligatoria: richiesta di evidenze e considerazioni preliminari per l'esercizio dei nuovi poteri regolamentari della CONSOB

1 - *PREMESSA - ORIGINE DELL'INIZIATIVA REGOLAMENTARE*

In tempi recenti si è assistito ad una graduale diffusione di strumenti finanziari derivati che consentono al possessore di detenere degli interessi economici su uno specifico titolo azionario senza contestuale assegnazione o cessione di un diritto di acquisto o vendita del titolo sottostante, e quindi senza una modalità di regolamento del contratto con consegna fisica¹. Tuttavia, non sempre l'acquisto o la vendita di questi strumenti costituisce una mera scommessa finanziaria sul valore del titolo. In effetti, in alcuni casi tali strumenti derivati, benché originariamente definiti con clausola di liquidazione in contanti (c.d. *cash settlement*), possono essere utilizzati per costruire posizioni non trasparenti su determinati titoli (c.d. *hidden ownership*). Infatti, il soggetto che emette lo strumento derivato (la parte "corta", generalmente una banca d'affari) tende a coprire il rischio assunto acquistando sul mercato i titoli sottostanti², e questo rende possibile che le controparti optino per una consegna "fisica" degli stessi una volta giunti alla scadenza del contratto. Alcuni episodi che si sono verificati sui mercati nel corso degli ultimi anni³ hanno

¹ Come è noto, in tali operazioni la parte "lunga" è la parte che beneficia dalle oscillazioni verso l'alto del titolo sottostante e perde quando questo scende; viceversa la posizione "corta" trae beneficio economico dalle oscillazioni al ribasso del sottostante mentre viene penalizzata quando questo sale. Ad esempio, in un tipico ("*plain vanilla*") *total return swap* (c.d. TRS, contratto i cui termini seguono in genere quanto previsto dall'*International Swaps and Derivatives Association, breviter ISDA*) avente come sottostante un titolo azionario, la parte lunga (c.d. *total return receiver o guarantor*) riceverà dalla parte corta (c.d. *total return payer o beneficiary*) un ammontare pari ai dividendi pagati durante il periodo di durata dello *swap* nonché un ammontare pari all'eventuale incremento di valore del titolo sottostante nello stesso periodo. Viceversa, la parte corta riceverà un ammontare pari agli interessi sull'importo nozionale più l'eventuale margine di riduzione della valorizzazione delle azioni sottostanti durante il periodo di validità dello *swap*.

² A volte l'intermediario si copre attraverso la sottoscrizione di altri contratti derivati di segno opposto allungando così la catena della copertura. In ogni caso, generalmente c'è sempre un soggetto che effettua la copertura attraverso l'acquisto sul mercato e quindi anche in questi casi si possono determinare gli effetti descritti.

³ Ci si riferisce ad esempio al caso di Schaeffler che nel 2008 si assicurò in modo non trasparente una quota del 36% in Continental. Schaeffler aveva acquistato il 2.97% delle azioni di Continental, il 4.95% in opzioni con regolamento "*physical*" e aveva il diritto di acquisire il 28 % attraverso un *cash-settled equity swap*. Pertanto non era stata soggetta ad obblighi di comunicazione di sorta fino al momento della conversione e il mercato rimase all'oscuro dell'accaduto fino al momento in cui Schaeffler stessa lanciò l'OPA sull'intero capitale di Continental e dichiarò di detenere le opzioni e l'*equity swap*. Analogamente, nel caso statunitense *CSX vs. The Children's Investment Fund's*

confermato la frequenza e la rilevanza di questo fenomeno.

L'attuale disciplina sulla trasparenza proprietaria definita nel Regolamento Emittenti in attuazione dell'art. 120 del TUF prevede in Italia, come in molti tra gli altri principali paesi⁴ e coerentemente con la direttiva europea in materia, che solo gli strumenti derivati che prevedano espressamente o consentano la consegna fisica del sottostante debbano essere considerati ai fini di determinazione degli obblighi di comunicazione, mentre sono esenti da tali obblighi le operazioni su strumenti derivati *cash-settled* che abbiano come sottostante azioni quotate.

L'assenza di trasparenza sulle operazioni in derivati *cash-settled* può rivelarsi critica in alcune circostanze. Attraverso la costituzione di posizioni in derivati *cash-settled* è infatti possibile costituire una partecipazione rilevante in una società senza che il mercato ne sia informato (*undisclosed stake building*). In parallelo, è possibile che la parte corta voti in assenza di un interesse economico (c.d. *empty voting*) ovvero che il titolare della partecipazione "occulta" sia in grado di influire sulle modalità di esercizio del voto. In altri termini, l'uso di strumenti derivati con regolamento *cash* rende possibile una separazione (*decoupling*⁵) dell'interesse economico

Management (TCI), TCI annunciò improvvisamente la detenzione dell'11% di CSX per via di un *cash settled equity swap* che aveva realizzato con cinque differenti banche d'affari e si era poi concluso con una consegna fisica. Quanto al contesto italiano, si veda ad esempio il caso Ifil-Exor nel quale la partecipazione pari a circa l'8% del capitale Fiat acquistata da Merrill Lynch a fini di copertura della posizione assunta nell'ambito di un *equity swap* stipulato con Exor ha assunto un ruolo preminente al fine di consentire al Gruppo Agnelli di mantenere la propria posizione di azionista di riferimento in Fiat.

⁴ Pochi sono i Paesi nei quali è in vigore una disciplina della trasparenza proprietaria che considera anche i derivati *cash-settled*. Tra questi si ricordano i casi della Svizzera e di Hong Kong. In Svizzera, la Finma usa un approccio basato su tre insiemi separati: uno per le azioni, uno per gli strumenti finanziari "lunghi" ed uno per gli strumenti finanziari "corti", imponendo di includervi anche gli strumenti c.d. *cash-settled*. Allorquando sia raggiunta la soglia di uno dei tre insieme, occorre comunicare la posizione relativa ai due rimanenti. Per quanto concerne il mercato di Hong Kong, tutti i tipi di derivati azionari sono compresi nell'ambito delle comunicazioni obbligatorie, che pertanto devono essere aggregati con le partecipazioni "fisiche" su base lorda. È utile sottolineare inoltre come nel Regno Unito tali strumenti, seppur solo recentemente inclusi tra quelli che danno luogo ad obblighi di informativa continua (vd. *infra*), rilevano da tempo per il raggiungimento della soglia dell'OPA obbligatoria.

⁵ La letteratura più recente ha a sua volta inquadrato il *decoupling* come una particolare fattispecie del più ampio *genus* delle operazioni attraverso le quali gli investitori, e le stesse società emittenti, possono separare singoli elementi appartenenti all'insieme di diritti e obbligazioni generalmente associati alla detenzione di capitale o debito.

(proprio della parte lunga) dai diritti di voto (esercitati della parte corta, che non è interessata tuttavia ai relativi effetti economici), alterando il sistema di *corporate governance* che tradizionalmente ipotizza, almeno per categorie omogenee di azioni, una proporzionalità tra interesse economico e diritti di voto.

In queste circostanze le scelte strategiche dell'impresa potrebbero essere influenzate in modo non trasparente, con possibile pregiudizio diretto per gli altri azionisti (ad esempio per il tramite di operazioni in conflitto di interessi). Più in generale ne risentirebbe l'efficienza del mercato giacché, laddove l'assetto proprietario di una società non è trasparente, il mercato perde informazioni significative quali la tipologia di azionista e le relative intenzioni (segnatamente l'orizzonte temporale di riferimento) e conseguentemente non è in grado di prezzarne adeguatamente il valore.

In considerazione dei possibili effetti negativi di una inadeguata trasparenza di tali fenomeni, le Autorità di vigilanza dei maggiori paesi europei hanno avviato un'attività di ricognizione di possibili opzioni di revisione della normativa in materia di trasparenza proprietaria, con l'obiettivo di definire un equilibrio tra l'esigenza di ridurre i rischi di elusione legati all'uso di contratti derivati *cash-settled*, da un lato, e l'esigenza di evitare di gravare in misura sproporzionata sugli operatori che utilizzano tali strumenti con finalità meramente finanziarie, dall'altro.

Benché dall'analisi del contesto europeo sembri emergere una diffusa volontà di estendere gli obblighi di trasparenza proprietaria agli strumenti derivati *cash-settled*, le modalità tecniche di attuazione di tale orientamento non sono ancora del tutto omogenee. Intenzioni divergenti, infatti, già si colgono per quanto riguarda alcune questioni rilevanti, quali le modalità con cui considerare le diverse tipologie di strumenti derivati (e in particolare le opzioni), l'eventuale aggregazione, ai fini del raggiungimento della soglia di rilevanza, tra le posizioni assunte come partecipazioni "effettive" e quelle assunte in via potenziale (e, in subordine, tra quelle *cash* e *physical-settled*) e la definizione delle soglie stesse.

Un problema ancora aperto, che non ha ricevuto particolare attenzione negli orientamenti espressi negli altri Paesi, ma che è stato già affrontato nell'ordinamento italiano con riferimento ai derivati *physical-settled*, riguarda la possibilità di considerare in modo simmetrico alle posizioni lunghe

(cioè quelle che possono determinare il diritto all'acquisto di una partecipazione), anche le posizioni corte, quelle cioè che possono determinare una vendita potenziale di una partecipazione. Si tratta di situazioni, queste ultime, che pongono analoghe esigenze di trasparenza e che in determinate circostanze possono condurre a situazioni critiche, come ad esempio quella che la letteratura economico-giuridica definisce di *empty voting*.

Considerata la rilevanza di tali aspetti e la necessità di tener conto adeguatamente dei costi che un intervento regolamentare in tale direzione può comportare, la CONSOB ritiene opportuno condurre una specifica e separata procedura di consultazione del mercato sul tema della rilevanza degli strumenti derivati con regolamento *cash* per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Scopo di questo *position paper* è pertanto quello di avviare un confronto con il mercato sul tema e di individuare gli elementi analitici necessari ai fini di una corretta valutazione delle opzioni regolamentari, attraverso una ricognizione, anche sotto il profilo teorico, dei possibili effetti sugli assetti proprietari e, più in generale, sulla *corporate governance*. A questo scopo nel secondo paragrafo verrà illustrato il quadro normativo di riferimento, nel terzo si evidenzierà l'asimmetria regolamentare tra le operazioni *cash-settled* e *physical-settled*, nel quarto si passeranno brevemente in esame le principali indicazioni della letteratura, nel quinto verranno descritti gli orientamenti dei principali paesi europei, nel sesto verranno analizzati i principali elementi decisionali alla base delle possibili opzioni regolamentari mentre da ultimo nel settimo si richiederanno evidenze preliminari per l'esercizio dei nuovi poteri regolamentari della CONSOB in tema di OPA.

Il *position paper* non contiene pertanto una specifica proposta regolamentare, in quanto in questa fase si è ritenuto opportuno mantenere una posizione aperta che consenta di analizzare innanzitutto le scelte di fondo sottostanti alla possibile estensione della disciplina della trasparenza agli strumenti derivati *cash-settled*. Si tratta infatti di un fenomeno complesso che solo recentemente ha assunto rilevanza rispetto alle finalità tipiche della disciplina della trasparenza proprietaria e che quindi richiede un'attenta valutazione delle modalità di intervento regolamentare anche alla luce dell'evoluzione del mercato e degli orientamenti degli altri paesi, oltre che degli organismi di coordinamento internazionale.

Ciò nonostante, su alcune delle possibili scelte di fondo sono state individuate specifiche “ipotesi di lavoro”, in base ad una valutazione preliminare degli effetti attesi, sulle quali si invita a fornire osservazioni, commenti e dati. Sulla base delle evidenze e delle opinioni raccolte sarà successivamente effettuata un’analisi dei costi e benefici di un insieme ristretto di opzioni regolamentari al fine di giungere alla definizione di una proposta di regolamentazione, che sarà sottoposta a consultazione, nei primi mesi del 2010.

Al fine di favorire una più sistematica valutazione delle risposte fornite, si raccomanda vivamente di rispondere alla presente consultazione facendo comunque uso del questionario, integrato con le ulteriori informazioni e valutazioni ritenute utili.

2. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Come sopra anticipato le disposizioni attualmente vigenti in materia di trasparenza degli assetti proprietari prendono in considerazione la detenzione di strumenti o contratti derivati azionari solo nel caso in cui tali strumenti conferiscano il diritto o la facoltà di acquistare o vendere, su iniziativa esclusiva ed incondizionata della parte, le azioni sottostanti (*physical settlement*). Ciò in quanto gli strumenti con *physical settlement*, oltre alla funzione speculativa o di copertura tipica dei derivati, svolgono in maniera esplicita anche la funzione di permettere al titolare di realizzare un acquisto o una vendita in termini reali (e non meramente economici) dei valori oggetto del contratto.

In particolare l’art. 119 del Regolamento Emittenti prevede per gli strumenti sopra descritti una soglia di comunicazione iniziale del 2% e non prevede l’aggregazione delle partecipazioni effettive ai fini del calcolo della predetta soglia.

Fino ad oggi pertanto l’acquisizione in misura rilevante di posizioni in acquisto (*long position*) o in vendita (*short position*) assunte su azioni quotate attraverso strumenti che prevedono esclusivamente un regolamento in contanti non è stata oggetto di specifici obblighi di comunicazione ai sensi della normativa sulla trasparenza degli assetti proprietari.

Un onere di comunicazione delle posizioni che prevedono il *cash settlement* è invece contemplato,

se pure con riguardo a determinati soggetti (azionisti con partecipazioni superiori al 10%, *managers*, ecc.), dalla normativa in tema di *internal dealing*⁶. Essa risponde tuttavia ad esigenze diverse dalla trasparenza degli assetti proprietari, ovvero è indirizzata a segnalare al mercato le variazioni nelle esposizioni economiche dei soggetti *insider*.

Per quanto riguarda la disciplina dell'OPA, il Testo unico della Finanza tradizionalmente prevedeva l'irrilevanza della titolarità in quanto tale di strumenti derivati (regolati sia in contanti che con consegna fisica del sottostante) ai fini del superamento della soglia del 30% che determina il sorgere dell'obbligo di offerta pubblica. Il tema è stato peraltro oggetto di revisione da parte del Decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 18 settembre 2009 contenente "Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229" (di seguito, "Decreto Correttivo") il quale ha previsto che la CONSOB debba determinare con proprio regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione rilevante ai fini del calcolo della soglia OPA.

3. ASIMMETRIA REGOLAMENTARE TRA LE OPERAZIONI *CASH-SETTLED* E *PHYSICAL-SETTLED*

Come accennato nella premessa, il fenomeno degli strumenti derivati su azioni quotate (in particolare *swap*, opzioni, *forward*, *contract for difference*) che prevedono un regolamento tramite pagamento dei differenziali in contanti (*cash settlement*) può assumere rilevanza dal punto di vista della trasparenza degli assetti proprietari degli emittenti.

Tali strumenti infatti possono assumere indirettamente anche una funzione di acquisto o cessione in termini reali delle azioni sottostanti, rendendoli in alcuni casi assimilabili sul piano degli effetti alle posizioni che prevedono un regolamento per consegna fisica. Alcune recenti operazioni in derivati su azioni negoziati fuori dai mercati regolamentati (*over the counter* o OTC) che prevedevano il regolamento tramite il pagamento di differenziali in contanti hanno evidenziato che, pur tenuto conto delle specificità delle singole strutture contrattuali adottate, si determina in alcuni casi una sorta di sostanziale "indifferenza" in termini economici tra il regolamento per

⁶ Cfr. art. 114 comma 7 Testo Unico della Finanza (TUF) e 152-*sexies* e seguenti del Regolamento Emittenti.

contanti e il regolamento tramite consegna fisica dei titoli sottostanti.

Tale situazione di indifferenza sulle modalità di regolamento dell'operazione si accentua allorché il soggetto che intende assumere l'esposizione economica su un determinato titolo ha come controparte un intermediario che attraverso la propria strategia di copertura (*hedging*) assume nell'ambito del contratto una posizione di rischio neutrale (ad esempio tramite l'acquisizione di un quantitativo di titoli in misura pari al sottostante del derivato e ad un prezzo pari al valore iniziale ad essi attribuito). In tali casi, ove l'intermediario debba provvedere ad un pagamento al termine del contratto, se la controparte lo richiede esso potrà provvedere ad un pagamento tramite consegna fisica dei titoli sottostanti anziché del differenziale in contanti. Infatti per l'intermediario potrebbe risultare equivalente in termini economici la vendita sul mercato delle azioni acquistate a titolo di copertura con versamento di una quota del controvalore alla controparte rispetto al trasferimento integrale alla controparte delle azioni.

Per chiarire questo fenomeno si consideri il seguente esempio di operazione estremamente semplificata legata all'uso di strumenti derivati *cash-settled*. Si supponga che un soggetto X abbia acquistato dalla banca Z uno strumento derivato *cash-settled* assumendo una posizione lunga sulle azioni della società Y per una quota ALFA che è superiore alla soglia minima di comunicazione ma che naturalmente non è tenuto a dichiarare in quanto la mera posizione lunga tramite derivati *cash-settled* non rileva secondo la regolamentazione attuale per gli obblighi di comunicazione. Supponiamo inoltre che la banca Z si sia a sua volta coperta con acquisti di sottostante di pari entità. In tale scenario, anche in assenza di una clausola esplicita che consenta ad X di richiedere a Z la consegna fisica, e indipendentemente dalle oscillazioni del mercato, X ha comunque buone probabilità di entrare in possesso del pacchetto accumulato da Z. Infatti, Z dovrà comunque rivendere i titoli sul mercato, esercitando una pressione al ribasso sulla quotazione del titolo. In assenza di un offerente che si ponga in concorrenza con X, la vendita ad X costituisce la possibilità economicamente più vantaggiosa per la banca. Anche laddove questi rischi di mercato siano contrattualmente coperti, Z si trova in una condizione di indifferenza economica tra la vendita sul mercato e la cessione di titoli alla controparte.

Inoltre in tali casi l'intermediario, in quanto disinteressato all'andamento economico del sottostante, può essere indotto ad esercitare il diritto di voto sulle azioni acquistate a titolo di copertura in conformità con le indicazioni fornite dalla controparte che ha assunto l'esposizione

economica sul titolo (c.d. *empty voting*).

Allo stesso modo, ma in senso inverso, possono essere strutturate operazioni in derivati *cash-settled* che consentano alla parte che ha assunto la posizione corta di cedere il possesso di una determinata quantità di azioni alla chiusura del contratto, in alternativa al regolamento monetario dei differenziali, senza che ciò comporti oneri aggiuntivi per la controparte.

In entrambi i casi, ove la controparte nel derivato sia un intermediario professionale che offre un servizio *ad hoc* strutturato per il cliente, la prima potrà essere disponibile a modificare a richiesta il metodo di regolamento del contratto laddove ciò non comporti un'alterazione dei rischi economici sottostanti. Trattandosi di contratti negoziati fuori dei mercati regolamentari e dunque modificabili con l'accordo delle parti, il mutamento del metodo di regolamento può avvenire sia tramite la rinegoziazione dei termini contrattuali con un passaggio dalla clausola *cash settlement* alla clausola *physical settlement*, sia mantenendo il regolamento in contanti ed effettuando subito dopo la chiusura del contratto un trasferimento *a latere* del sottostante.

Più in generale può rilevarsi che, anche a prescindere da una specifica collaborazione o disponibilità della controparte a modificare i termini di regolamento del contratto alla scadenza, ove ricorrano determinate condizioni di liquidità dei titoli azionari oggetto del contratto derivato, questo può essere utilizzato per realizzare un acquisto/vendita in termini reali e ad un prezzo prefissato delle azioni utilizzando i differenziali monetari positivi derivanti dal regolamento in contanti. In altre parole, è stato osservato che, anche laddove non si alteri a scadenza la clausola di *cash settlement* trasformandola in *physical delivery*, il sottoscrittore del contratto si trova comunque in una condizione di "forza" economica che gli consente di poter entrare più facilmente in possesso dei titoli sottostanti⁷.

In sostanza emerge come l'utilizzo di alcune strutture in derivati con regolamento per contanti attribuisca di fatto ad un soggetto la facoltà di acquistare o vendere a termine ad un dato prezzo un determinato quantitativo di titoli con effetti dunque in tutto analoghi alle operazioni che prevedono una facoltà di regolamento per consegna fisica e che sono già attualmente oggetto di comunicazione al mercato. Si determina pertanto una regolamentazione diversa, in termini di

⁷ Il sottoscrittore infatti può facilmente proporsi come controparte all'intermediario che si è coperto sul mercato acquistando i titoli sottostanti, sia l'intermediario la controparte originaria dello *swap* o una terza parte.

trasparenza, di operazioni che possono invece essere equivalenti sul piano degli effetti economici.

Nel caso di derivati con regolamento per consegna fisica, infatti, gli obblighi di comunicazione decorrono dalla data di stipula del contratto o di acquisizione dello strumento⁸, mentre nel caso di contratti o strumenti che prevedono un regolamento in contanti, ma siano comunque utilizzati per acquistare o vendere in termini reali un titolo quotato, la comunicazione al mercato della posizione in acquisto o in vendita di fatto viene procrastinata sino al momento di conclusione dell'operazione, perdendosi in tal modo quell'effetto "anticipatorio" dell'informativa sugli assetti proprietari sotteso agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni potenziali.

4. ANALISI DEI FALLIMENTI DEL MERCATO CONNESSI ALLA MANCATA COMUNICAZIONE DELLE POSIZIONI IN STRUMENTI DERIVATI

Come accennato nella premessa, la mancata trasparenza delle operazioni in derivati *cash-settled* può determinare, in certe situazioni, una sostanziale elusione della disciplina della trasparenza proprietaria. Tale disciplina cerca di porre rimedio a una serie di potenziali fallimenti di mercato particolarmente significativi che possono ridurre il livello di fiducia nel mercato e in ultima analisi rendere più oneroso il ricorso al capitale di rischio. In particolare, all'uso di strumenti derivati *cash-settled* con finalità di determinare mutamenti degli assetti proprietari sono associate due macroaree di criticità, entrambe legate ad un problema di asimmetria informativa.

- La prima tipologia di asimmetria informativa incide sugli investitori "ordinari" che non sono informati su quali posizioni in strumenti derivati *cash-settled* sono state negoziate sul mercato OTC e soprattutto su chi le detiene e può quindi esercitare in prospettiva diritti proprietari su tali titoli. Questa informazione, nei casi in cui l'operatività sui derivati non sia riconducibile a mere finalità di *hedging* o di scommessa finanziaria, ma risponda alla costituzione di partecipazioni potenziali, può essere rilevante per le scelte degli investitori e quindi può alterare il meccanismo di *price discovery* del mercato. La possibilità di accumulare posizioni non trasparenti in derivati *cash-settled* con questa finalità permette di

⁸ Cfr. Art. 121 del Regolamento Emittenti che esplicita come non rilevi la data di esecuzione ("La comunicazione delle partecipazioni, anche potenziali, è effettuata senza indugio e comunque entro cinque giorni di negoziazione, decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione, ovvero da quello in cui il soggetto tenuto all'obbligo è informato degli eventi che comportano modifiche del capitale sociale di cui all'articolo 117, comma 2.").

cogliere di sorpresa il mercato, incrementandone il livello di volatilità e la possibilità di speculazioni, con pregiudizio degli azionisti esistenti.

- Una seconda tipologia di asimmetria informativa riguarda gli effetti che la mancata trasparenza sulle posizioni in derivati *cash-settled* può avere sull'efficiente funzionamento del mercato del controllo e più in generale sul governo societario dell'impresa. La costituzione di posizioni (*toehold*) potenziali rilevanti per gli assetti di controllo e destinate a rimanere occulte fino alla loro trasformazione in partecipazioni (il che può avvenire istantaneamente e in momenti anche molto successivi alla loro costituzione) impedisce al mercato di reagire prontamente a tali cambiamenti. Inoltre, l'assenza di trasparenza sulle varie forme di *decoupling* tra interesse economico e diritti di voto può acuire gli effetti distorsivi sul governo societario, in quanto l'esercizio del diritto di voto può diventare indifferente, quando non negativamente correlato, all'interesse di massimizzare il valore della società.

Tuttavia, occorre segnalare che dall'analisi della letteratura economico-giuridica che valuta la rilevanza dei suddetti fallimenti del mercato non emergono indicazioni univoche.

- Quanto al primo punto, alcuni studi compiuti in letteratura⁹ hanno evidenziato che, con l'eccezione dei fenomeni di *insider trading*, l'assenza di trasparenza sulla titolarità di puri interessi economici non è in grado in sé di influenzare significativamente il grado di efficienza nella formazione dei prezzi. Altri hanno invece argomentato che il livello di incertezza circa l'origine di certe transazioni (se legate o meno a fenomeni di copertura di posizioni in derivati) può incrementare la volatilità del mercato indipendentemente da chi detenga il diritto di voto. In ogni caso, sebbene una situazione di asimmetria informativa circa i titolari dei diritti di voto possa danneggiare il funzionamento dei mercati, la letteratura evidenzia come un certo livello di opacità informativa sia una condizione strutturale dei mercati mobiliari e anzi possa rappresentare un elemento che incide positivamente sul loro grado di liquidità e quindi in ultima analisi sulla loro efficienza¹⁰. Spetta pertanto alle Autorità di regolazione il compito di valutare l'entità di tale carenza e l'effettivo impatto che essa può avere sui prezzi nelle circostanze analizzate e

⁹ Cfr. Jayaraman, Frye e Sabherwal (2001).

¹⁰ Cfr. per tutti il noto studio di Grossman e Stiglitz (1980).

contestualmente giudicare fino a che punto il ricorso all'intervento regolatorio può migliorare le condizioni di efficienza del mercato.

- Quanto al secondo punto, la rilevanza della diffusione degli strumenti derivati ai fini di un corretto funzionamento della *corporate governance* è stata sottolineata di recente da alcuni autori¹¹. Come visto in precedenza, tale fenomeno, il c.d. *decoupling*, costituisce di fatto una forma di *vote trading* e si articola a sua volta in *empty voting* e *hidden ownership*; fattispecie che possono incidere, snaturandolo, su un sistema di regole di *corporate governance* che tradizionalmente ipotizza, almeno per categorie omogenee di azioni, una proporzionalità diretta tra diritti patrimoniali e di voto¹². In particolare, mentre una situazione di (accentuato) *empty voting* può addirittura spingere l'azionista a votare in modo non coerente con gli interessi della società, situazioni di *hidden (morphable) economic ownership* possono nascondere in parte o del tutto l'identità di azionisti rilevanti che sono invece in grado di entrare rapidamente in possesso dei diritti di voto connessi alle partecipazioni detenute occultamente, quando non già di esercitare indirettamente i diritti di voto corrispondenti attraverso l'esercizio di un'influenza sulle scelte dell'eventuale intermediario controparte dell'operazione che si sia coperto acquistando le azioni sul mercato.

Si ipotizzi ad esempio il caso di un soggetto che acquisisca voti attraverso un prestito di titoli e li utilizzi al fine di bloccare un'offerta di *buy-out* per poi beneficiare del conseguente crollo del titolo attraverso una posizione *short* non dichiarata¹³. Analogamente, si supponga che un soggetto detenga una posizione lunga su un determinato titolo, ma lasci che l'intermediario (in posizione corta) eserciti i diritti di voto per suo conto così garantendosi l'anonimato fino ad un certo momento in cui risulti invece conveniente appalesarsi agli altri investitori, ad esempio per comunicare il possesso di una quota significativa della società. Si tratta di forme di *empty voting* e *hidden ownership*

¹¹ Cfr. per tutti Hu e Black (2007, 2008) e Ferrarini (2007).

¹² Su questo punto la letteratura è amplissima e assai sedimentata. Dopo alcuni primi contributi "pionieristici" quale quello di Manne (1964), molti autori (ad esempio Grossman e Hart (1989) o De Angelo e De Angelo (1985) o più recentemente Burckart e Lee (2008)) hanno analizzato l'impatto in termini di efficienza del mercato del controllo societario di deviazioni dalla formula *one share-one vote*.

¹³ Brav e Mathews (2009) riportano ad esempio di un caso simile che si è verificato nel caso della società Henderson Land di Hong Kong che aveva intenzione di comprare una quota del 25% nella Henderson Investments.

certamente estreme, ma che possono essere in grado di recare pregiudizio agli altri azionisti.

Le conseguenze negative dell'uso (disinvolto) di queste strategie possono essere assai significative in quanto può venire alterato in maniera sostanziale il sistema di incentivi su cui si basa il sistema di voto. Pertanto, secondo una parte della dottrina, esse richiederebbero una precisa limitazione di tipo regolamentare quantomeno in termini di accresciuta trasparenza¹⁴.

D'altro lato, altri autori¹⁵ ritengono che questi fenomeni di “*vote trading*” possano incrementare l'efficienza del sistema allocando i diritti di voto agli agenti in grado di entrare in possesso della migliore informazione e quindi di massimizzare l'utilità del loro voto¹⁶.

Uno studio recente¹⁷, che sviluppa un modello teorico di analisi del *trade-off* tra la maggiore efficienza del mercato dovuta alla possibilità di *vote trading* e il relativo costo in termini di opacità e asimmetrie informative che possono incidere sull'integrità del mercato, sembrerebbe propendere per la tesi di un incremento dell'efficienza del mercato e dunque del valore dei diritti di voto, ma i risultati non sono univoci e in determinate situazioni il punto di equilibrio appare invece inefficiente.

In sintesi, la letteratura soprattutto recente ha analizzato gli effetti delle operazioni con strumenti finanziari derivati *cash-settled* sull'efficienza e l'integrità del mercato azionario e dei sistemi di *corporate governance*. Essa tuttavia non ha ancora fornito un valido quadro teorico di riferimento che permetta di valutare in modo univoco le soluzioni sul piano delle regole.

Pertanto, alla luce della crescente rilevanza del fenomeno esposto e di un'evidenza empirica che raramente supporta la tesi “efficientista”, i regolatori dei principali paesi stanno valutando l'opportunità di un intervento regolamentare che miri ad un incremento della trasparenza sul mercato così da minimizzare i rischi che le nuove tecniche di *decoupling* possono porre in essere nei confronti degli investitori.

¹⁴ Hu e Black (2006, 2007).

¹⁵ Christoffersen, Geczy, Musto e Reed (2007).

¹⁶ Cfr. ad esempio la casistica esposta da Hu e Black (2006, 2007).

¹⁷ Brav e Mathews (2008).

Sebbene quindi esistano i presupposti teorici per un intervento regolamentare in tema di derivati *cash-settled*, è opportuno che questo venga ricondotto alle effettive criticità che il carente livello di trasparenza richiesto dalla regolamentazione attuale non è stato in grado di risolvere. A questo fine risulterà fondamentale l'elaborazione di un set di opzioni regolamentari e un'analisi dei costi e dei benefici connessi ad ognuna di esse.

5. ANALISI GIURIDICA COMPARATA

Alla luce dei numerosi episodi elusivi del corrente quadro regolamentare le Autorità di vigilanza dei principali paesi europei hanno cominciato a valutare la possibilità di ampliare il novero delle operazioni soggette ad obbligo di informativa al mercato per includervi non solo le partecipazioni potenziali regolate attraverso consegna fisica ma anche quelle che prevedano una procedura di *settlement* per contanti.

Regno Unito

Per quanto riguarda il Regno Unito, è prevista da tempo una forma di trasparenza rafforzata durante il periodo di validità di una Offerta Pubblica di Acquisto imponendo la comunicazione di tutte le partecipazioni (effettive e potenziali, sia *physical* che *cash-settled*¹⁸) che superino la soglia dell'1%. La motivazione sottostante deriva dalla presa d'atto che durante un periodo di OPA il prezzo delle azioni è determinato dalle probabilità di successo dell'offerta, per cui qualsiasi interesse nei confronti del titolo (sia esso rappresentato da un effettivo acquisto o da una mera posizione lunga) costituisce un segnale di fiducia in un esito positivo dell'offerta¹⁹.

Più recentemente, è stata ridefinita la più generale disciplina che regola la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, indipendentemente dall'esistenza di una procedura di OPA, al fine di includere nel novero delle partecipazioni potenziali le esposizioni lunghe su derivati formalmente *cash-settled*²⁰ ma i cui termini di regolazione possano poi essere trasformati a scadenza. Per

¹⁸ Essi sono inoltre inclusi nella soglia rilevante ai fini OPA.

¹⁹ Coerentemente, ai fini del raggiungimento della soglia del 30% rilevante per l'OPA obbligatoria si computano tutti gli *interest in shares* e non solo le partecipazioni.

²⁰ Tra questi sono particolarmente diffusi nel Regno Unito i c.d. *Contracts for Difference* (CfDs) grazie al fatto che

determinare le modalità con cui estendere tale obbligo di informazione, la FSA (Financial Services Authority) ha pubblicato nel mese di novembre 2007 un *Consultation Paper (CP 07/20)*. Una prima ipotesi, poi scartata, prevedeva di costituire un apposito *safe harbour* che, ove applicato, consentisse l'esenzione dagli obblighi di comunicazione. Tale *safe harbour* si sarebbe concretizzato in un esplicito accordo che vincolasse le parti a non trasformare in nessun modo le modalità di *settlement* (da *cash* a *physical*) del contratto, eliminando pertanto la possibilità che un derivato *cash-settled* potesse tramutare in una partecipazione potenziale. Una seconda possibilità consisteva invece nell'estensione *tout court* degli obblighi informativi in materia di trasparenza proprietaria ai derivati con liquidazione in contanti. Le difficoltà operative che l'introduzione dell'ipotesi basata sul *safe harbour* avrebbe potuto causare hanno spinto l'FSA a propendere per la seconda delle suddette ipotesi così come affermato nel secondo CP (*Consultation Paper 08/17*), pubblicato nell'Ottobre 2008.

Nel corso del processo di consultazione sono state apportate numerose modifiche al progetto originario che si è venuto così a caratterizzare come segue:

- per quanto attiene all'oggetto, l'ambito di applicazione viene esteso da quello originario dei *contracts for differences* fino ad includere anche altri strumenti finanziari derivati che possano essere utilizzati per mantenere un interesse economico negli emittenti. La disciplina di trasparenza si applica tuttavia ai derivati con modalità specifiche, in quanto mentre per i CfDs il numero di azioni da notificare è sempre pari al numero di azioni sottostanti al contratto (delta pari ad 1²¹), per gli altri contratti derivati la misura è variabile a seconda delle caratteristiche specifiche del contratto e del contesto di mercato (c.d. *delta adjustment*);
- per quanto riguarda l'aggregazione, ad un'iniziale impostazione che vedeva distinte le soglie

nel sistema fiscale del Regno Unito essi sono esenti dall'imposta di bollo (*stamp duty*). Nel contratto di CfD la parte lunga, a fronte del pagamento di un tasso di interesse sull'importo nozionale, sopporta il rischio di un deprezzamento delle azioni. Viceversa la parte corta sopporta il rischio relativo all'appezzamento del titolo e paga un importo pari ai dividendi distribuiti. Tecnicamente le due parti si accordano quindi per scambiarsi a scadenza il differenziale tra i prezzi all'apertura e alla chiusura del contratto di un'attività finanziaria sottostante. Con i CfDs si guadagna o si perde in rapporto 1 a 1 in funzione della differenza di prezzo tra acquisto e vendita del sottostante. In altri termini, i CfDs sono simili ad altri strumenti quali gli *spread betting* o i *covered warrants*, ma operano con modalità distinte in quanto consentono implicitamente di prendere a prestito denaro e quindi di incrementare l'esposizione al rischio di posizione dello strumento sottostante.

²¹ In ottica di *hedging*, il delta di un contratto derivato indica la quantità di sottostante che è necessario comprare o vendere per compensare le perdite o i guadagni derivanti dalle oscillazioni di valore del contratto stesso.

rilevanti nel caso di azioni (3%) e di diritti di acquisto *physical* o *cash* (5%), si è sostituito un sistema che cumula di tutti gli strumenti partecipativi mantenendo al 3% la prima soglia di trasparenza. È importante sottolineare come il sistema inglese non consideri le posizioni corte in derivati che pertanto non possono essere compensate (*netting*) con le lunghe;

- per quanto infine concerne le esenzioni, la disciplina inglese, oltre a recepire la *market maker* e la *trading book exemption* così come previste dalla Direttiva Transparency, introduce un'ulteriore esenzione per gli intermediari che siano controparti nei CfDs. Essi, strutturando operazioni in derivati per conto dei propri clienti, forniscono liquidità al mercato ma non ricoprono, a differenza di questi ultimi, un ruolo rilevante nel mercato del controllo societario.

E' terminata di recente un'ulteriore consultazione "tecnica" ("*Policy Statement 09/3*" pubblicato il 3 marzo 2009), volta a valutare l'opportunità di effettuare modifiche nei meccanismi applicativi delle suddette disposizioni. Alla luce dei risultati di tale consultazione l'FSA ha preso atto delle difficoltà che l'applicazione del meccanismo del *delta adjustment* ai fini della *disclosure* sulle opzioni liquidate in contanti potrebbe creare ad alcuni operatori. Pertanto, pur confermando che le posizioni legate al possesso di opzioni debbano essere comunicate tenendo conto del *delta adjustment*, ha deciso di consentire per un periodo transitorio di sette mesi dall'entrata in vigore delle nuove disposizioni (a decorrere dal 1° giugno 2009) che le comunicazioni su tali strumenti possano essere effettuate anche senza l'applicazione di tale meccanismo, purché vengano fornite al mercato informazioni sufficienti a determinare l'esposizione sottostante.

Francia

Il 23 Ottobre 2008 l'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) ha pubblicato un documento di consultazione in materia di informazioni sulle partecipazioni rilevanti. La consultazione è terminata il successivo 14 novembre e l'Autorità francese ha ricevuto circa 30 risposte da parte degli operatori.

Il documento francese prende spunto da recenti casi in cui i derivati sono stati utilizzati per assumere posizioni occulte in emittenti quotati al fine di affermare il principio per cui non è lecito dissimulare interessi economici nel capitale. Pertanto si ritiene che tutti gli strumenti che permettono su iniziativa del possessore di acquisire delle azioni già emesse debbano essere assimilati alle azioni possedute.

In particolare, per quanto riguarda gli strumenti derivati *cash-settled*, il documento sostiene la necessità per il mercato di accedere alle informazioni relative ai titolari di tali diritti e dunque

l'opportunità di una loro assimilazione con le partecipazioni potenziali ai fini dei requisiti di trasparenza.

Tuttavia, poiché la fattispecie di detenzione di strumenti derivati con regolamento in contante non era stata considerata esplicitamente dalla normativa primaria, è stato necessario un esplicito intervento del Governo francese per risolvere la questione. Il 30 gennaio 2009 è stata emanata l'*Ordonnance* n. 2009-105 con la quale è stata delegata all'AMF l'emanazione di norme regolamentari volte a definire le condizioni nelle quali un accordo o uno strumento finanziario con regolamento *cash* debba essere considerato come avente lo stesso effetto economico della detenzione diretta di azioni.

Il nuovo regolamento dell'AMF, che entrerà in vigore il 1° di Novembre 2009, prevede un regime di trasparenza così strutturato:

- a) un obbligo di dichiarazione oltre le soglie di rilevanza aggregando la detenzione di azioni e diritti di voto (partecipazioni "effettive") con la detenzione di azioni e diritti di voto "assimilati", ossia quelli sottostanti a strumenti finanziari solo *physical-settled*. Tale obbligo sussiste anche nel caso in cui non si detengano partecipazioni "effettive" ma solo azioni o diritti di voto "assimilati";
- b) un obbligo di "informazione separata", qualora una soglia rilevante sia stata superata ai sensi della precedente lett. a), per la detenzione di tutte le azioni già emesse sottostanti a strumenti derivati "*regolati esclusivamente in denaro e aventi per tale persona un effetto economico simile al possesso di tali azioni*".

Alla luce delle norme descritte, pertanto, il sistema francese impone un obbligo di aggregazione tra le partecipazioni effettive e le partecipazioni acquistabili attraverso strumenti con regolamento *physical* (specificando che l'obbligo sorge anche in caso di esclusiva detenzione di questi ultimi) ma non impone alcun obbligo autonomo di dichiarazione delle azioni sottostanti a strumenti derivati *cash settled*, la detenzione dei quali dovrà essere comunicata solo come informazione aggiuntiva.

6. LA SCELTA DI POLICY IN ITALIA: ESTENDERE GLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE?

Come è stato evidenziato nel documento CONSOB di esiti della consultazione sulla Direttiva Transparency, considerata la rilevanza del fenomeno in esame e la necessità di tener conto adeguatamente dei costi che un intervento regolamentare in tale direzione comporta, la CONSOB

ha ritenuto opportuno condurre una specifica e separata procedura di consultazione del mercato sul tema della rilevanza degli strumenti derivati con regolamento *cash* per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Dall'analisi svolta in precedenza, appare evidente che non tutte le operazioni in derivati azionari che prevedono un regolamento tramite pagamento dei differenziali alla scadenza siano utilizzate dalle parti del contratto a fini di acquisto/vendita effettiva di una determinata partecipazione. D'altro lato, poste la complessità e la varietà degli strumenti di mercato e le diverse condizioni di liquidazione dei titoli, non appare possibile individuare un criterio univoco per distinguere le operazioni con potenzialità "acquisitiva" da quelle con finalità di copertura o di pura speculazione.

Il TUF contiene peraltro un'ampia delega in quanto CONSOB è legittimata a stabilire "con regolamento (...) i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione" (Cfr. art. 120, comma 4, lett. *d-ter*).

a) La scelta di fondo in merito alla previsione di una specifica disciplina di trasparenza dei derivati *cash*.

Il primo problema che si pone è pertanto quello di valutare, sulla base di un'analisi dei costi e benefici attesi, se sia giustificabile un intervento di modifica della disciplina attuale o se invece le inevitabili difficoltà di individuazione dei casi rilevanti non rendano più efficiente il mantenimento dello *status quo*.

Nel primo caso, sarebbe necessario estendere l'ambito di applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al di là delle attuali nozioni di partecipazione effettiva e di partecipazione potenziale previste dal Regolamento emittenti, per comprendere anche le posizioni in derivati *cash*.

Nel secondo caso, mantenendo l'attuale quadro regolamentare, si potrebbe sviluppare una politica di vigilanza che miri a individuare i casi più gravi in cui l'utilizzo di strumenti derivati *cash* rappresenti una forma di elusione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni effettive e/o potenziali, in quanto tali operazioni rappresentino forme di interposizione di persona e/o di patto di sindacato.

Ipotesi di lavoro CONSOB: alla luce dei casi che, anche di recente, hanno posto il problema della trasparenza delle posizioni in derivati *cash-settled*, le nozioni di interposizione di persona e di azione di concerto non sembrano qualificarsi come strumenti idonei a mettere in atto un'attività di *enforcement* efficace. Infatti, oltre alle inevitabili difficoltà probatorie, tale strumento opera necessariamente *ex post*, il più delle volte attraverso un procedimento sanzionatorio nei confronti delle società che abbiano violato le norme in esame. Per questa ragione gli effetti inibitori di tale meccanismo di *enforcement* mancano della tempestività necessaria a garantire costantemente un'informazione completa e corretta al mercato²² rendendo questa strategia potenzialmente inefficace e dunque subottimale rispetto a quella di intervenire con una modifica della normativa.

Il primo quesito che si pone pertanto ai soggetti consultati è il seguente:

Q1) Si ritiene opportuno che il problema dei derivati cash-settled sia affrontato attraverso la previsione di specifici obblighi di comunicazione per tali strumenti ovvero si ritiene che le problematiche connesse al loro utilizzo per possibili fini elusivi vadano affrontate esclusivamente attraverso l'enforcement (o l'eventuale rafforzamento) delle norme attuali?

Q2) Quali sono le principali componenti di costo che andrebbero verificate per valutare l'opzione di intervento regolamentare?

b) La scelta di un regime di trasparenza generalizzato o selettivo in base alle clausole contrattuali

Qualora si ritenesse opportuno un intervento regolamentare, è necessario poi individuare quali siano le modalità più opportune di estensione degli obblighi di comunicazione ai derivati che prevedono un regolamento per contanti. In particolare l'obiettivo di far emergere le operazioni che, pur realizzate in origine per mezzo di un contratto con clausola *cash-settled*, abbiano come obiettivo o come risultato la consegna fisica del sottostante può essere raggiunto attraverso due distinte strategie regolamentari: una definibile come trasparenza selettiva, l'altra come trasparenza generalizzata.

- Applicando la trasparenza selettiva (c.d. *safe harbour*), gli obblighi di comunicazione

²² Inoltre, questo strumento sarebbe idoneo a far emergere solo una parte del fenomeno operando esclusivamente nelle ipotesi in cui la struttura del contratto derivato venga utilizzata per dissimulare un diverso rapporto giuridico (di tipo interpositorio) tra le parti.

sarebbero estesi solo a quei contratti che, pur caratterizzati da una clausola di *cash settlement*, possano essere modificati (prima o contestualmente alla scadenza) in *physical delivery*. In questo modo verrebbero esclusi dagli obblighi di comunicazione quei contratti *cash settlement* che le parti abbiano preliminarmente convenuto essere immodificabili, e che pertanto non comportano un rischio di variazione dell'assetto proprietario.

- Applicando la trasparenza generalizzata, gli obblighi di informativa sarebbero estesi a tutti i contratti siglati con clausola di *cash settlement*, indipendentemente dalla possibilità di variare tale modalità di regolazione prima della scadenza del contratto. Questo permetterebbe di includere anche quelle operazioni che realizzano un effetto di acquisto/vendita del sottostante in termini reali senza per questo addivenire ad una modifica delle regole di *settlement* previste dal contratto (ad esempio si pensi al caso di una cessione del sottostante che avvenga immediatamente dopo la scadenza ovvero all'acquisto del sottostante tramite utilizzo dei differenziali).

La prima opzione comporta significative difficoltà legate alla necessità di garantire la necessaria efficacia giuridica ad un divieto di rinegoziazione. Inoltre potrebbero restare spazi per operazioni elusive che potrebbero prevedere il passaggio del pacchetto sottostante al contratto in una fase successiva alla sua estinzione.

La seconda opzione ha lo svantaggio di includere operazioni di mera natura finanziaria che non producono nessun effetto sugli assetti proprietari. Al fine di contenere gli oneri imposti al mercato, è possibile tuttavia individuare delle eccezioni per le quali l'obbligo informativo venga affievolito o eliminato. Ad esempio si potrebbero prevedere forme di esenzioni che consentano di limitare l'onere imposto sugli operatori che forniscono liquidità al mercato (vd. *infra*).

Ipotesi di lavoro CONSOB: in seguito ad un primo esame e previi opportuni approfondimenti di carattere giuridico, si ritiene che la previsione di un *safe harbour* per i contratti che escludano esplicitamente la possibilità di rinegoziazione dei termini di regolamento del contratto ponga rilevanti problemi di *enforcement*. In particolare, tale clausola sembra perdere efficacia sostanziale di fronte al principio inderogabile dell'autonomia contrattuale dei contraenti che rende possibile in qualsiasi momento la ridefinizione dei rapporti intercorrenti tra le parti. Pertanto si ritiene che i benefici derivanti da questa opzione regolamentare sarebbero del tutto secondari. Viceversa, i costi di *enforcement* sarebbero necessariamente assai più elevati di quelli attuali,

configurando l'opzione in esame come meno efficiente rispetto all'estensione dell'obbligo di informativa a tutti i contratti siglati con clausola di *cash settlement*. Si ritiene quindi che l'eventuale previsione di una disciplina di trasparenza sui contratti *cash-settled* non dovrebbe essere differenziata in funzione della natura vincolante o meno delle clausole contrattuali di liquidazione e che il contenimento dei costi sugli operatori possa essere perseguito diversamente (ad esempio attraverso un'adeguata modulazione degli obblighi in funzione di altri parametri quali i criteri di aggregazione e di calcolo delle partecipazioni ovvero per via di specifiche ipotesi di esenzione - vedi punti successivi).

Q3) Ritenete opportuna la previsione di un obbligo di informativa per tutti i contratti aventi ad oggetto azioni quotate siglati con clausola cash settlement o ritenete più opportuna la previsione di un safe harbour per quei contratti che escludano esplicitamente la possibilità di rinegoziazione dei termini di regolazione del contratto?

Q4) Nel caso in cui riteniate opportuna l'introduzione di un safe harbour, come ritenete debba essere strutturata una clausola di divieto di rinegoziazione delle modalità di settlement per essere efficace?

Q4-bis) Ritenete utile che la CONSOB consideri safe harbour alternativi?

c) L'ambito di applicazione degli obblighi di trasparenza in funzione del mercato di contrattazione dei derivati *cash-settled*

Un ulteriore elemento da considerare per definire nel modo più opportuno l'estensione degli obblighi di *disclosure* ai derivati *cash-settled* riguarda la scelta di includere nell'ambito della disciplina solo i contratti negoziati al fuori dei mercati regolamentati (c.d. *over the counter* - OTC) ovvero estendere l'ambito di applicazione anche ai contratti standardizzati negoziati su tali mercati. Ai fini di questa scelta sarà necessario osservare se e con quali modalità posizioni in derivati negoziate sui mercati siano idonee a far entrare in possesso del titolo sottostante. Infatti tali posizioni si caratterizzano per la presenza di una sola controparte centralizzata, situazione che generalmente limita fortemente le probabilità di accesso diretto al sottostante²³.

D'altro lato, occorre sottolineare come una previsione regolamentare che dovesse indirizzarsi ai soli derivati negoziati OTC creerebbe inevitabilmente il presupposto per fenomeni di arbitraggio

²³ Inoltre, la standardizzazione di tali contratti esclude *tout court* la possibilità di modifica del metodo di *settlement*.

regolamentare. Infatti si ritiene che le posizioni *cash-settled* negoziate sui mercati, sebbene caratterizzate dall'esistenza di una controparte centralizzata che limita di per sé la possibilità di accesso al sottostante, conferiscano comunque una posizione di vantaggio al relativo titolare, indipendentemente dall'esistenza di un precedente accordo tra le parti. Tale idea si basa sull'ipotesi che nella prassi al momento della scadenza si crei sul mercato una certa facilità di accesso al sottostante e che il detentore di una posizione lunga in derivati sia consapevole *ex ante* di questo scenario²⁴.

Anche a questo riguardo, è opportuno tenere in considerazione che, ove un obbligo di comunicazione venisse imposto a tutte le transazioni in derivati, potrebbe derivarne un onere ingiustificato nei confronti di alcuni operatori che operano al solo scopo di speculazione finanziaria e che tale effetto possa essere tuttavia limitato operando, da un lato, sulle soglie di comunicazione, dall'altro, sulle modalità di aggregazione tra le partecipazioni effettive e potenziali e sulle esenzioni (vd. *infra*).

Ipotesi di lavoro CONSOB: a differenza di quanto visto ai punti a) e b), non sembra emergere in questo caso un'ipotesi palesemente inefficiente. Le opzioni sulle quali effettuare un'analisi dipenderanno pertanto dai risultati di ulteriori approfondimenti circa le caratteristiche dimensionali e qualitative del mercato dei derivati. A tale fine è stato predisposto il seguente questionario cui si raccomanda di rispondere in modo il più possibile analitico e strutturato.

Q5) Ritenete possibile che operazioni di acquisto di derivati cash-settled negoziati sui mercati possano essere idonee a conseguire la detenzione/alienazione fisica dei sottostanti?

Q6) Ritenete opportuno ipotizzare soluzioni intermedie rispetto alle due prospettate in precedenza (i.e. inclusione/non inclusione delle transazioni su mercati regolamentati). Se sì, quali opzioni suggerite?

Per gli operatori attivi su questi mercati:

Q7) Potete indicare una stima dei volumi di derivati (CfDs, call, put, forwards, ...) da voi negoziati nel 2008, distinguendo tra operazioni sul mercato e operazioni OTC?

Q8) Potete indicare una stima del quantitativo medio che viene da voi negoziato in ogni singola operazione effettuata rispettivamente sul mercato e OTC?

²⁴ Cfr. FSA (2009: pp.8-9).

d) Il criterio di calcolo delle partecipazioni potenziali in caso di utilizzo di opzioni

Un ulteriore aspetto da tenere in considerazione nella definizione di un eventuale regime di trasparenza dei derivati *cash-settled* riguarda il rapporto tra il nozionale degli strumenti derivati, cioè il numero di titoli che costituiscono il sottostante teorico del contratto, e il quantitativo di titoli sottostanti effettivamente acquistati o venduti a fini di ricopertura e che quindi costituiscono la partecipazione potenziale che il contratto derivato consente di trasferire. Tale rapporto, che è sempre pari ad 1 nel caso dei CfDs e di altri *equity derivatives* a struttura simmetrica, risulta invece significativamente inferiore nelle opzioni ed è sintetizzato dal valore del coefficiente delta. Nelle strategie di copertura il delta indica infatti quella quantità di azioni sottostanti da comprare o vendere per compensare le perdite o i guadagni che risultano dal movimento del premio dell'opzione. La "ponderazione" per il delta permette pertanto di computare la partecipazione potenziale cui il detentore dello strumento derivato può avere implicitamente accesso.

La difficoltà principale che consegue all'utilizzo del *delta adjustment* consiste nel fatto che tale valore è variabile a seconda dell'andamento del titolo sottostante l'opzione. Pertanto occorre che il detentore delle opzioni ripeta il calcolo della propria posizione *delta adjusted* ogni volta che tale valore muta alla chiusura della giornata di negoziazioni. Tuttavia è opportuno ricordare che, nei casi in cui un meccanismo di questo genere è già stato applicato (ad esempio nel Regno Unito con riferimento alla *disclosure* dello *short selling*), non si sono riscontrate particolari difficoltà applicative né rilevanti incrementi di costi.

Ipotesi di lavoro CONSOB: anche questo punto non sembra possa essere adeguatamente valutato se non previo un opportuno dialogo con gli operatori al fine di comprendere se e con quali modalità una tale previsione potrebbe causare difficoltà di tipo operativo ai soggetti vigilati. Laddove una stima degli effetti fosse comunque difficoltosa o non producesse indicazioni affidabili, sarebbe in ogni caso possibile introdurre, sull'esempio del Regno Unito, una soluzione sperimentale di carattere transitorio che consenta agli operatori di comunicare direttamente la partecipazione potenziale *delta adjusted* o in alternativa la partecipazione nominale assieme alle altre informazioni necessarie affinché il mercato calcoli autonomamente l'esposizione netta.

Q9) Nel caso di opzioni, ritenete corretto calcolare la predetta soglia sulla base del nozionale, ovvero ponderare le azioni opzionate per il delta?

Q10) Ritenete che tale previsione possa causare problemi di implementazione ai soggetti regolati? Se sì, di che tipo?

Q11) Ritenete che tale previsione possa causare costi significativi? Se sì, fornite una stima monetaria dell'impatto.

Q12) Ritenete eventualmente opportuna l'introduzione di una procedura sperimentale che renda opzionale la scelta precedentemente indicata?

e) La definizione dei criteri di aggregazione delle varie componenti delle partecipazioni soggette ad obbligo di comunicazione

Si pone inoltre il problema di definire i criteri di aggregazione delle componenti delle partecipazioni. In prima analisi è possibile ipotizzare la comunicazione disgiunta delle partecipazioni effettive e potenziali (a loro volta disgiunte a seconda che si utilizzino strumenti con regolamento *physical* o *cash*). Il vantaggio immediato di una tale previsione consisterebbe nella accresciuta semplicità e chiarezza del sistema, ma d'altro lato si allargherebbe l'area di opacità informativa laddove alcuni soggetti scegliessero di posizionarsi immediatamente sotto la soglia di comunicazione con tutte e tre le possibili posizioni. È questo ad esempio il caso di un soggetto che dopo aver comunicato il superamento della soglia minima di comunicazione su tutte e tre le componenti (poco più del 2% per ogni componente²⁵) accumuli ulteriori posizioni tali da portarlo ad avere il 4.99% di partecipazione effettiva, il 4,99% di partecipazione potenziale regolata con consegna delle azioni e il 4.99% di partecipazione potenziale liquidata in contanti. Tale soggetto verrebbe ad avere un interesse economico complessivo del 14.97% nella società avendo comunicato soltanto un interesse di poco più del 6%. Ancora più rilevante sarebbe la differenza tra l'interesse detenuto e quello dichiarato nel caso di soglie superiori. Inoltre la comunicazione disgiunta potrebbe incentivare l'assunzione di interessi economici per mezzo di partecipazioni potenziali a scapito di quelle effettive.

Una possibile soluzione a tali problematiche consiste nell'aggregazione totale delle posizioni

²⁵ L'esempio presuppone per i derivati *cash-settled* soglie analoghe a quelle attualmente fissate per i derivati *physical-settled*.

detenute, siano esse effettive o potenziali e indipendentemente dalla forma con la quale esse vengono regolate. Come accennato in precedenza tale ipotesi è stata adottata nel Regno Unito e valutata in Francia. Sulla stessa linea, alla luce della sensibile differenza formale tra un interesse economico sostanziato da una partecipazione effettiva e uno invece che si fonda sulla detenzione di una partecipazione potenziale, si potrebbe ipotizzare di limitare l'aggregazione alle due tipologie, *physical* o *cash-settled*, che possono caratterizzare questa seconda fattispecie. Ancora, sulla base invece della diversa impostazione che guarda all'effettiva detenzione delle azioni (se pure in potenza) come fenomeno distinto dal mero interesse economico, potrebbero essere aggregate le partecipazioni effettive con quelle potenziali *physical-settled*, lasciando invece separate le comunicazioni relative alle potenziali con liquidazione in contanti. Come anticipato, tuttavia, viene sottolineato da più parti come il problema comune a tutte le scelte che prevedono comunicazioni aggregate consista nella sottovalutazione delle significative differenze in termini di effetti segnaletici che separano una partecipazione effettiva e una potenziale e, in misura più ridotta ma pur sempre rilevante, le posizioni potenziali a seconda della relativa modalità di *settlement*.

Un equilibrio tra esigenze di trasparenza informativa e di differenziazione del diverso effetto segnale che consegue all'utilizzo di strumenti diversi potrebbe essere raggiunto attraverso una soluzione che contempli il mantenimento di comunicazioni distinte per le partecipazioni effettive e per quelle potenziali *physical-settled*, prevedendo una comunicazione aggiuntiva dell'interesse economico complessivamente detenuto quando questo sia superiore a soglie particolarmente rilevanti. Tale strategia avrebbe il vantaggio di mantenere invariato l'attuale obbligo di comunicazioni disaggregate, limitando a casi di particolare rilevanza per il controllo la necessità per i partecipanti al capitale di informare con modalità rafforzate il mercato di tutte le posizioni in essere.

In sintesi sono ipotizzabili tre opzioni:

1. aggregazione totale delle tre componenti²⁶;
2. disaggregazione totale delle tre componenti, prevedendo tre comunicazioni distinte per le partecipazioni rilevanti (rispettivamente per le partecipazioni effettive, le potenziali con regolamento *physical* e quelle *cash-settled*);

²⁶ In astratto si potrebbe pensare anche ad una aggregazione parziale delle sole componenti potenziali (indipendente dalla modalità di regolamento), lasciando distinte le partecipazioni effettive o ad una aggregazione parziale delle componenti tradizionali della nozione di partecipazione, aggregando le partecipazioni effettive con le potenziali *physical* e lasciando distinte le componenti potenziali *cash*.

3. mantenimento del regime attuale di trasparenza proprietaria (ovvero comunicazione disaggregata rispettivamente per le partecipazioni effettive e le potenziali *physical-settled*, senza obbligo di comunicazione separato per le potenziali *cash-settled*) e introduzione di una definizione di interesse economico complessivo che includa tutte le partecipazioni effettive e tutte le potenziali, indipendentemente dalle modalità di regolamento, per un sottoinsieme di soglie particolarmente critiche.

Ipotesi di lavoro CONSOB: allo stato non sembra possibile indicare ipotesi che si configurino a priori come inefficienti. Al fine di una più completa analisi della questione, da un lato andranno considerate le caratteristiche della corrente regolamentazione che contempla una soglia iniziale molto bassa (2%) e prevede la disaggregazione delle partecipazioni effettive da quelle potenziali *physical-settled*. Dall'altro occorrerà monitorare l'evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale ed in particolare europeo, al momento ancora incerta, al fine di valutare adeguatamente il rischio di disarmonie che mettano in condizioni di svantaggio competitivo il sistema italiano. Si tratta peraltro di una rilevante scelta di *policy* che, per l'inevitabile assenza di un set informativo completo e affidabile, difficilmente può essere scevra da ambiti di discrezionalità, e per tale motivo non soltanto risolvibile alla luce di considerazioni di tipo economico. In prima approssimazione, considerando l'obiettivo di ridurre il grado di asimmetria con l'attuale quadro regolamentare italiano e con quello che si va configurando in alcuni dei principali paesi europei, le ipotesi di lavoro che potrebbero essere privilegiate sono la prima (aggregazione totale delle tre componenti) e la terza (regime attuale con introduzione di una comunicazione dell'interesse economico complessivo). Sulla prima, che sarebbe in linea con l'esempio inglese, gravano potenziali costi in termini di chiarezza informativa: risulta infatti più difficile distinguere le diverse caratteristiche delle tre componenti della partecipazione rilevante oggetto di comunicazione. Inoltre, potrebbero derivare rilevanti oneri per gli operatori: essi, soprattutto se professionali, dovrebbero monitorare congiuntamente la propria operatività in azioni con quella in derivati al fine del superamento della soglia. Tale costo rimarrebbe intatto nella terza ipotesi, che tuttavia, non imponendo una comunicazione separata dei derivati "cash", avrebbe il vantaggio di incidere in misura più ridotta sullo *status quo*, e dunque produrrebbe costi iniziali di adattamento più ridotti. Sull'ipotesi di disaggregazione totale sono invece da valutare i costi in termini di possibili comportamenti elusivi a meno di non introdurre anche per questa ipotesi una comunicazione dell'interesse economico complessivo per un sottoinsieme di soglie particolarmente critiche.

Q13) Quale delle opzioni sopra indicate ritenete preferibile? Perché?

Q14) Ritenete che debbano essere considerate altre ipotesi di aggregazione?

f) La definizione delle soglie di comunicazione

Una ulteriore variabile da tenere in considerazione al fine di definire il perimetro delle comunicazioni è la soglia oltre la quale tali comunicazioni siano effettivamente dovute. Una prima possibilità appare quella di mantenere le soglie già esistenti per le partecipazioni effettive e potenziali. Occorre tuttavia tenere presente come la soglia di ingresso, posta al 2%, sia significativamente inferiore a quanto indicato nella direttiva nonché alle regole interne vigenti nei principali paesi europei. Al fine di valutare la congruità di tale soglia appare necessario tenere in considerazione da un lato le scelte dei partner europei, dall'altro la coerenza complessiva del sistema delle comunicazioni. Particolare rilevanza a quest'ultimo fine appare avere la scelta prospettata in precedenza circa la possibile aggregazione o disaggregazione della contabilizzazione dei singoli strumenti. In particolare:

- laddove si optasse per l'opzione 1, si dovrebbe necessariamente fissare la soglia al livello del 2%, così come previsto dal TUF;
- qualora invece si propendesse per l'opzione 2 occorrerebbe ottemperare al vincolo di legge che impone una soglia minima al 2% (art. 120 TUF) per le partecipazioni effettive e una soglia massima del 5%²⁷ (art. 9 Direttiva Transparency) per le partecipazioni potenziali regolate con consegna fisica, mentre sarebbe libera la determinazione della soglia per le partecipazioni potenziali liquidate in contanti;
- nel caso invece si decidesse di adottare l'opzione 3, ferme restando le soglie previste per le partecipazioni effettive e potenziali *physical-settled*, la determinazione della soglia di comunicazione per l'interesse economico complessivo non sarebbe condizionata a nessun obbligo normativo.

Ipotesi di lavoro CONSOB: la scelta in esame è strettamente correlata con quanto visto al punto e). Riprendendo le ipotesi "privilegiate" individuate al punto precedente, nel caso si optasse per

²⁷ Attualmente l'art.119 commi 1 e 2, del Regolamento Emittenti prevede una soglia del 2%.

l'opzione di aggregazione totale, la soglia dovrebbe essere necessariamente il 2%, stabilito dall'art.120 del TUF. Nel caso si propendesse per l'opzione 3 si porrebbe invece il problema di individuare la soglia aggregata.

Q15) Sulla base di quanto indicato nelle risposte di cui al punto precedente, quali soglie ritenete più opportune?

Q16) In particolare, nel caso di adozione dell'opzione 3, quali soglie proponete?

g) La definizione dei casi di esenzione

Ultimo elemento decisionale al fine di delimitare gli obblighi di trasparenza proprietaria è la disciplina delle esenzioni.

Coerentemente con i contenuti della direttiva, una prima modalità idonea a circoscrivere gli obblighi di comunicazione a quei fenomeni che possano effettivamente incrementare la trasparenza sugli assetti proprietari consiste nell'estendere ai derivati *cash-settled*²⁸ la c.d. *market maker exemption* per i sottoscrittori che agiscono solo come intermediari e forniscono liquidità al mercato e la c.d. *trading book exemption* per quelle attività detenute nel portafoglio di negoziazione che non siano caratterizzate da valenza strategica, le cui soglie sono indicate nella direttiva rispettivamente al 10% e al 5%.

Come osservato nel caso del Regno Unito, una ulteriore modalità che potrebbe rivelarsi efficace nel prevenire la possibile duplicazione di comunicazioni che deriverebbe dall'imposizione di un obbligo in capo a tutti i soggetti che esercitino un potere economico o si trovino in possesso degli strumenti in questione, sarebbe quella di esentare dalla comunicazione gli intermediari che si trovino a detenere una posizione lunga a copertura di una simmetrica posizione corta nei confronti di un cliente (che è di per sé soggetto all'obbligo di dichiarazione della propria posizione lunga), identica per quantità, tempi e prezzi di riferimento.

Infine, si pone il problema di come considerare la possibilità di esentare dal computo delle partecipazioni da dichiarare quelle posizioni che vengano ad essere detenute indirettamente attraverso panieri di azioni (c.d. *baskets*). Al fine di evitare che tali strumenti possano essere utilizzati per fini elusivi appare necessario tenere in considerazione il livello di diversificazione del paniere e la percentuale in esso detenuta. Qualora le posizioni nette così ottenute comportino

²⁸ Oltre naturalmente a quelli *physical-settled* che allo stato non sono stati inclusi.

una partecipazione inferiore ad una certa soglia di rilevanza, tale valore potrebbe infatti non essere considerato ai fini della trasparenza proprietaria.

Ipotesi di lavoro CONSOB: anche questo aspetto appare strettamente correlato con quanto verrà previsto ai punti e) e f). Da tali previsioni dipenderà l'ammontare dei benefici (in termini di ridotti costi di *compliance*) che l'introduzione delle suddette esenzioni potrebbe garantire agli operatori. D'altro lato sarà possibile valutare se le informazioni in questo modo escluse possano impedire la trasmissione al mercato di informazioni significative non altrimenti ricavabili da obblighi di comunicazione in capo ad altri soggetti. La posizione di CONSOB sul punto è pertanto aperta.

Q17) Condividete l'estensione ai derivati cash-settled dei casi di esclusione previsti dalla direttiva?

Q18) Ritenete opportuno prevedere un'esenzione per quegli intermediari che abbiano posto in essere una operazione caratterizzata dalle modalità suddette? Se sì, giustificate la vostra risposta.

Q19) Condividete la possibilità di esentare a determinate condizioni quelle partecipazioni che vengano ad essere detenute indirettamente attraverso panieri di azioni? Se sì, quali condizioni ritenete opportune?

Q20) Ritenete opportune ulteriori esenzioni?

7. STRUMENTI DERIVATI E DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA: RICHIESTA DI EVIDENZE E CONSIDERAZIONI PRELIMINARI PER L'ESERCIZIO DEI NUOVI POTERI REGOLAMENTARI DELLA CONSOB

Da ultimo, alla luce di quanto previsto recentemente con il Decreto Correttivo che delega la CONSOB a disciplinare i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati integri la fattispecie di Offerta Pubblica Obbligatoria, si invitano i soggetti consultati a fornire nella risposta al presente documento di consultazione evidenze e ulteriori elementi valutativi che possano costituire un utile contributo per la CONSOB nel definire una specifica disciplina regolamentare in materia.

In particolare si chiede di esprimere le proprie valutazioni sulle eventuali specificità della rilevanza degli strumenti derivati nell'ottica di una loro regolamentazione ai fini della disciplina

dell'OPA obbligatoria rispetto alla disciplina della trasparenza proprietaria, anche con riferimento:

- alle tipologie di strumenti derivati da includere nella definizione di partecipazione;
- alle modalità di calcolo della partecipazione avendo particolare riguardo ai casi di detenzione:
 - di strumenti la cui copertura non necessariamente corrisponde all'intero nozionale (delta minore di uno);
 - di posizioni lunghe e corte, aventi il medesimo sottostante, in capo allo stesso soggetto;
 - di strumenti detenuti indirettamente attraverso panieri di azioni.
- alla rilevanza degli strumenti derivati trattati su mercati regolamentati ai fini del calcolo della soglia rilevante per l'obbligo di OPA.

Le indicazioni fornite saranno considerate congiuntamente alle risposte al presente questionario al fine di redigere uno o più documenti di consultazione contenenti proposte regolamentari sulle modalità di computo degli strumenti derivati a fini non solo della trasparenza proprietaria ma anche con riferimento al mercato per il controllo.

BIBLIOGRAFIA

Brav A. e R.D. Mathews (2009), Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance, AFA 2009 San Francisco Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108632>

Burkart M. e S. Lee (2008), One Share - One Vote: the Theory, *Review of Finance*, Vol. 12, No. 1, pp. 1-49.

Christoffersen S.K., C. Geczy, D.K. Musto e A.V. Reed (2007), Vote Trading and Information Aggregation, AFA 2006 Boston Meetings Paper; Sixteenth Annual Utah Winter Finance Conference; ECGI - Finance Working Paper No. 141/2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=686026>

De Angelo H. e L. De Angelo (1985), Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1, pp. 33-69.

Ferrarini G. (2007), Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario, in Balzarini, Carcano, Ventrone (Eds.), *La società per azioni oggi, Collana della Rivista delle Società*, p. 629.

FSA (2009), Disclosure of Contracts for Differences, Policy Statement, March.

Grossman S.J. e O.D. Hart (1989), The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *The Journal of Political Economy*, 1986, Vol. 94, No. 4.

Grossman S.J. e J.E. Stiglitz (1980), On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3, pp. 393-408.

Hu H. e B. Black (2007), Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 2-3, pp. 343-367.

Hu H. e B. Black (2008), Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, *European Financial Management*, Vol. 14, No. 4, pp. 663-709.

Jayaraman N., M.B. Frye e S. Sabherwal (2001), Informed Trading around Merger Announcements: An Empirical Test Using Transaction Volume and Open Interest in Options Market, *Financial Review*, Vol. 36, No. 2, pp. 45-74.

Manne H. (1964), Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle, *Columbia Law Review*, Vol. 64, No. 8, pp. 1427-1445.