



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Scuola Dottorale di Ateneo – Graduate School

Dottorato di ricerca in “Diritto, mercato, persona”

Ciclo XXIX

**Trasparenza dei mercati finanziari,  
investitori istituzionali, politiche di voto**

Settore scientifico disciplinare di afferenza: IUS/04

Tesi di Dottorato di:

Marta Fusco, matricola n° 956059

Relatori:

Prof. Alberto Urbani

Prof.ssa Alessandra Zanardo

Coordinatore del Dottorato:

Prof.ssa Carmelita Camardi

Anno di discussione 2017

# INDICE

<b>PREMESSA .....</b>	<b>5</b>
<b>I. TRASPARENZA DEI MERCATI FINANZIARI E RUOLO DELLA CORPORATE GOVERNANCE.....</b>	<b>15</b>
1. TRASPARENZA DEI MERCATI FINANZIARI: LA TRASPARENZA INFORMATIVA .....	15
1.1. Trasparenza informativa: spontaneità o regolamentazione. Il ruolo di legislatore e Consob nel contesto italiano .....	26
1.2. La trasparenza informativa, “pilastro primario” di una buona corporate governance .....	31
2. CORPORATE GOVERNANCE .....	32
<b>II. AZIONISTI DI MINORANZA: ATTIVISMO E RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI.....</b>	<b>42</b>
1. RUOLO DELL’ASSEMBLEA NEL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE: UNA PANORAMICA .....	42
1.1. Assemblea ed esercizio dei diritti uti socii, alla luce dei recenti interventi legislativi, dalla Shareholders’ Rights Directive alla proposta di modifica della stessa: brevi cenni sulle questioni aperte	44
1.2. Gli azionisti di “minoranza”: una doverosa precisazione terminologica .....	53
2. SHAREHOLDER ACTIVISM.....	57
2.1. Institutional investor activism .....	72
3. IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE: ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE .....	84

4.	L'INIZIATIVA DI AUTOREGOLAMENTAZIONE PROMOSSA DA ASSOGESTIONI: I "PRINCIPI ITALIANI DI STEWARDSHIP PER L'ESERCIZIO DEI DIRITTI AMMINISTRATIVI E DI VOTO NELLE SOCIETÀ QUOTATE" .....	94
<b>III.</b>	<b>ENGAGEMENT DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E OBBLIGHI DI DISCLOSURE: LA PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO .....</b>	<b>100</b>
1.	PREMESSA .....	100
2.	IL CONTESTO DELL'INTERVENTO LEGISLATIVO EUROPEO .....	102
2.1.	Gli interventi del legislatore Europeo a partire dai primi anni del 2000 .....	104
2.2.	Le iniziative del legislatore Europeo a seguito della crisi economica e finanziaria del 2008: una breve panoramica .....	107
3.	LA PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO IN MATERIA DI INCORAGGIAMENTO DELL'IMPEGNO A LUNGO TERMINE DEGLI AZIONISTI.....	116
3.1.	La base giuridica .....	117
3.2.	Ambito di applicazione soggettivo .....	122
4.	FOCUS SULLE DISPOSIZIONI RELATIVE A INVESTITORI ISTITUZIONALI E GESTORI DI ATTIVI: OSSERVAZIONI PRELIMINARI .....	123
4.1.	Politica di impegno .....	127
4.2.	Strategia di investimento .....	131
4.3.	Trasparenza dei consulenti in materia di voto .....	133
<b>IV.</b>	<b>PROSPETTIVA COMPARATA: IL REGNO UNITO .....</b>	<b>135</b>
1.	ATTIVISMO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL REGNO UNITO.....	135
2.	IL CODICE DI COMPORTAMENTO INGLESE: UK STEWARDSHIP CODE .....	139
2.1.	La nozione di "stewardship" .....	144

2.2.	Ambito di applicazione soggettivo: gli stewards, ovvero i promotori della stewardship.....	147
3.	I PRINCIPLE DI CUI AL UK STEWARDSHIP CODE .....	150
3.1.	Principle 6: “a clear policy on voting and disclosure of voting activity” .....	151
4.	TALUNE NOTAZIONI SULLE IMPERFEZIONI DEL UK S TEWARDSHIP CODE .....	155
4.1.	La “softness” del Code.....	156
<b>V. PROSPETTIVA COMPARATA: GLI STATI UNITI D’AMERICA .....</b>		<b>161</b>
1.	U.S. BACKGROUND: MERCATO, PUBLIC COMPANY E INVESTITORI ISTITUZIONALI .....	161
2.	INSTITUTIONAL INVESTOR ACTIVISM .....	171
3.	FOCUS SULL’ATTIVISMO DEGLI HEDGE FUND .....	186
<b>OSSERVAZIONI CONCLUSIVE .....</b>		<b>198</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>		<b>202</b>
<b>APPENDICE: CAMPIONE DI INDAGINE .....</b>		<b>220</b>

## Premessa

Con il presente lavoro di tesi si intende fornire una trattazione, quanto più possibile chiara ed esauriente, della correlazione esistente tra una efficiente trasparenza informativa e una adeguata partecipazione attiva da parte delle minoranze azionarie ed, in particolare, degli investitori istituzionali al governo e alla vita sociale, al fine di attuare un efficiente bilanciamento di poteri e funzioni degli organi sociali per la realizzazione della migliore *corporate governance*, nell'ottica non solo di tutela di tutti i protagonisti della vita sociale ma anche della creazione di un mercato finanziario efficiente e trasparente.

A tal proposito, il primo capitolo è dedicato alla trattazione in materia di trasparenza dei mercati finanziari e di *corporate governance* nonché alla relazione biunivoca tra esse che è stata creata negli ultimi decenni, e, in particolare, in seguito agli scandali e alle crisi finanziarie che hanno investito il panorama economico globale, non solo nei dibattiti dottrinali ma anche – e in maniera alquanto incisiva, almeno nelle linee programmatiche – nell’ambito delle finalità perseguite dai legislatori, tanto nazionale che europeo.

Nel contesto dei mercati finanziari, trasparenza implica principalmente la particolare nozione di “trasparenza informativa”, che si realizza essenzialmente attraverso la *disclosure*, ossia l’attività di divulgazione delle informazioni posta in essere dalle società quotate, o da chi faccia appello al pubblico risparmio, e rivolta al pubblico degli operatori del mercato e degli investitori.

La trasparenza informativa occupa un ruolo centrale nelle dinamiche dei mercati finanziari in quanto capace di promuovere i più generali interessi di assicurare la tutela degli investitori nonché un efficiente e corretto funzionamento dei mercati medesimi. Strutturare i mercati finanziari come un'entità trasparente dovrebbe contribuire a mitigare la fisiologica condizione di asimmetria informativa che li caratterizza e, al contempo, contrastarne gli effetti da essa prodotti, rappresentati dalle dinamiche di selezione avversa.

In mancanza di capacità da parte del mercato finanziario, complessivamente inteso, di realizzare autonomamente tale istanza di trasparenza, si rende essenziale l'intervento del legislatore nel prevedere e perfezionare, nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari, un sistema efficiente di regole di trasparenza informativa: in una realtà caratterizzata da mercati finanziari non perfettamente efficienti e dai problemi dell'asimmetria informativa e della selezione avversa, l'intervento del legislatore può essere interpretato in una funzione "riequilibrativa".

La trasparenza informativa costituisce di per sé "pilastro primario" di una buona *corporate governance*: è stata, infatti, posta una notevole attenzione al binomio e al rapporto *corporate governance* e trasparenza informativa, al fine di promuovere le migliori regole di governo societario nel rispetto della condizione ottimale di trasparenza informativa, anche a beneficio della trasparenza del mercato finanziario complessivamente inteso.

Negli ultimi decenni il tema della *corporate governance* ha assunto rilevanza notevole non solo tra i dibattiti e le elaborazioni dottrinali ma anche negli interventi di politica legislativa e regolamentare relativamente all'organizzazione e al funzionamento delle società per azioni, con specifico riferimento a quelle che fanno appello al pubblico risparmio.

L'espressione *corporate governance*, di matrice anglosassone, tradotta letteralmente indica "governo societario" tuttavia oggi è ormai correntemente utilizzata nel linguaggio giuridico, economico, aziendale e finanziario in un'accezione ben più ampia del suo significato letterale.

A tal proposito, si forniscono le diverse definizioni che si sono succedute nel tempo e le varie accezioni di *corporate governance* che, nella versione più ampia, intende tener conto anche degli interessi degli *stakeholder* e, nell'accezione più ristretta, si identifica con l'insieme delle regole, relative alla direzione dell'impresa, previste con il precipuo fine di rendere compatibili gli interessi degli azionisti e del *management*, tenuto conto delle criticità nascenti dal rapporto tra amministrazione e controlli.

Il dibattito sul ruolo della *corporate governance* si è intensificato in occasione delle grandi crisi del primo decennio del XXI secolo, laddove ci si è chiesti, nel tentativo di individuarne l'origine, se una delle cause determinanti non fosse stato proprio il fallimento dei sistemi di *corporate governance* e, quindi, dei meccanismi di funzionamento dei vertici delle società.

Il dibattito internazionale sulla *corporate governance* si è focalizzato in particolar modo, sotto l'influenza della letteratura nordamericana, sul rapporto tra *manager* e *shareholder* e sulla risoluzione dei problemi di *agency*; nel contesto italiano ed europeo, in cui la struttura proprietaria delle società risulta essenzialmente concentrata nelle mani di pochi azionisti che rappresentano la maggioranza, i termini del dibattito si sono spostati al rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria.

Nel secondo capitolo si analizza il ruolo svolto nel contesto societario da parte della minoranza azionaria – in relazione alla quale si fornisce una panoramica delle nozioni rintracciabili, sotto il profilo sia quantitativo sia

qualitativo – nella prospettiva della realizzazione del migliore assetto di *corporate governance* e di una condizione ottimale di trasparenza informativa.

Il tema delle minoranze ha assunto un rilievo centrale e decisivo sempre crescente, inserendosi nell'ambito del più ampio dibattito che attiene al ruolo e alla funzione dell'assemblea, con l'obiettivo di individuare un efficiente bilanciamento di poteri e funzioni degli organi sociali per la realizzazione della migliore *corporate governance*.

Concordemente gli interpreti hanno sostenuto che, sul piano sistematico, il complessivo disegno del legislatore europeo e di quello italiano con riferimento agli ultimi interventi – a partire dall'adozione del Testo Unico della Finanza alla proposta di direttiva che modifica la *Shareholders' Rights Directive* – sia da interpretarsi secondo il criterio funzionale della protezione delle minoranze "qualificate": favorire la partecipazione alla vita sociale, anche ai fini di un monitoraggio della gestione, non tanto delle minoranze "marginali", disorganizzate ed inesperte, quanto piuttosto proprio della particolare categoria di minoranze organizzate e qualificate, rappresentate dagli investitori istituzionali.

In proposito, dopo aver analizzato il comportamento posto in essere dagli azionisti di minoranza delle società quotate rispetto alla vita sociale e alle scelte di governo – nei due poli opposti, passività e attivismo – si osserva come gli azionisti di minoranza, tipicamente passivi, si attivino per superare la condizione di "apatia razionale" solo quando considerino economicamente razionale il cercare di influenzare direttamente le scelte di gestione: in altre parole, quando, in base a una valutazione di convenienza perfettamente razionale, il "sacrificio individuale" sostenuto per monitorare l'attività di gestione risulti più che controbilanciato dal beneficio collettivo di minimizzazione della tendenza di amministratori ed eventuali soci di

controllo a rivolgere la gestione sociale a proprio beneficio, con conseguente depauperamento indebito del patrimonio della società.

Lo *shareholder activism* può essere descritto come un “*continuum*” di possibili risposte alle *performance* e alle attività della società, ossia le svariate iniziative poste in essere dagli azionisti esterni ed estranei al gruppo di controllo dell’impresa, attraverso le quali essi si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata e del *management* al fine di, rispettivamente, modificare le regole organizzative interne e influenzare strategie aziendali e politiche di gestione: al di là degli estremi opposti, possono individuarsi pratiche attiviste realizzate attraverso l’esercizio dei diritti sociali, in primo luogo tramite il diritto di voto e di *voice*; gli altri strumenti societari e aziendali di verifica; nonché l’utilizzo di ogni ulteriore strumento o potere di influenza e persuasione disponibile.

Nell’ambito dell’acceso dibattito circa l’incentivazione di iniziative di attivismo nella vita sociale e alla luce degli effetti benefici che tali comportamenti possono sortire sulla *corporate governance* e sul sistema mercato finanziario, negli ultimi tempi è stata dedicata un’attenzione particolare al ruolo che potrebbe essere svolto da parte degli azionisti qualificati, avendo in mente la “categoria” degli investitori istituzionali, in relazione ai quali si osserva empiricamente un incremento di comportamenti attivisti.

Si ritiene, in proposito, che gli investitori istituzionali non solo hanno capacità e conoscenze tecniche e professionali che permettono loro di valutare razionalmente e analiticamente le informazioni fornite ma anche

---

<sup>1</sup> In tale contesto la locuzione “categoria” è utilizzata con accezione comune, volendo riferirsi alla differente natura dei soci e non già alla diversa natura e diritti delle azioni di cui siano titolari.

dimensioni e quantità di interessi che potrebbero rendere conveniente interessarsi alle vicende societarie, esercitando quell'attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori e sul governo sociale, che i piccoli risparmiatori potrebbero al contrario considerare troppo gravosa, in termini di costi e oneri, ma di cui potrebbero beneficiare.

L'attivismo degli investitori istituzionali non è, tuttavia, esente da limiti e criticità, derivanti dalla sussistenza, ad esempio, di incentivi diversi, in ragione della caratteristica composita della "categoria"; di doveri fiduciari con i clienti; di conflitti di interesse di vario genere.

Si rivolge, così, uno sguardo alla realtà italiana, in cui si osserva il progressivo aumento della partecipazione attiva degli investitori istituzionali alla vita sociale, fornendo una descrizione di taluni casi paradigmatici di attivismo ed alcune evidenze empiriche che ne confermano l'incremento negli ultimissimi anni.

Si offre, altresì, una "fotografia" delle caratteristiche relative alla presenza degli investitori istituzionali nel contesto dei mercati italiani, sulla base dei risultati dell'analisi empirica condotta su un campione di indagine rappresentato dalla composizione azionaria, al di sopra della soglia di rilevanza prevista *ex lege*<sup>2</sup>, registrata al 31 dicembre 2014 relativamente a 258

---

<sup>2</sup> L'analisi riguarda esclusivamente le partecipazioni detenute dagli azionisti tenuti a comunicare alla società partecipata e alla Consob le proprie partecipazioni rilevanti al capitale sociale degli emittenti quotati ai sensi dell'art. 120 TUF: al momento in cui si è svolta l'indagine, la soglia di partecipazione rilevante era fissata al 5% del capitale per le piccole e medie imprese e al 2% negli altri casi. Si segnala, per completezza, che attualmente, per effetto dell'art. 1 del d.lgs. n. 25 del 15 febbraio 2016, la soglia di rilevanza è stata innalzata al 3%.

società<sup>3</sup> le cui azioni sono negoziate sui mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., MTA e MIV.

Da ultimo, si dà evidenza della circostanza per cui anche il sistema italiano, in concomitanza con l'aumento della presenza di investitori istituzionali nelle compagini sociali delle società per azioni quotate su mercati regolamentati italiani e sulla scia di altri Paesi europei, primi tra tutti il Regno Unito con l'adozione del *UK Stewardship Code*, si è dotato di una disciplina di incoraggiamento all'impegno attivo per il tramite delle norme di autoregolamentazione.

In particolare, nel 2013, Assogestioni, in qualità di associazione del risparmio gestito, nell'adozione dei "Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate"<sup>4</sup>, ha inteso definire, tramite lo strumento dell'autoregolamentazione, i principi di *best practice* ai quali le società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli che rappresenta sono chiamate ad attenersi allorquando scelgono di confrontarsi con gli emittenti quotati sui mercati italiani.

Nel successivo capitolo III, la trattazione è dedicata specificamente alla recente proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, volta ad incoraggiare un maggiore impegno alla vita e al governo sociale da parte degli investitori istituzionali, in particolare attraverso una serie di obblighi di *disclosure*, e destinata, a sua volta, a modificare la *Shareholders' Rights Directive* del 2007.

---

<sup>3</sup> Il campione di indagine si basa sul *database* fornito da Borsa Italiana S.p.A. ed elaborato da questa sulla base delle informazioni e dei dati resi pubblici da Consob nella sezione del proprio sito *web* relativo agli assetti proprietari.

<sup>4</sup> I principi sono ispirati ed allineati a quelli contenuti nel *Code for external governance* dell'EFAMA – *European Fund and Asset Management Association* – di cui Assogestioni è parte.

Tale intervento si inserisce nel contesto di un più ampio programma di “modernizzazione e armonizzazione del diritto societario nonché delle tematiche di governo societario”, avviato dalla Commissione europea già nei primi anni 2000 e intensificatosi negli ultimi anni in occasione della crisi finanziaria ed economica globale del 2008. La gravità della crisi e gli effetti da essa prodotti mostrano chiaramente i *market failure*, le imperfezioni intrinseche dei mercati finanziari, ossia quella condizione che si realizza allorquando si registra l’incapacità del mercato di raggiungere autonomamente, tramite i liberi comportamenti degli operatori economici, condizioni soddisfacenti di efficienza, rendendo indispensabile l’intervento della regolamentazione a rimediarvi.

A questo proposito, dapprima si analizzano le iniziative che hanno condotto all’elaborazione della bozza in parola e il contesto entro cui si sviluppa, fornendo una panoramica degli interventi propedeutici ad essa: la comunicazione “Europa 2020 – una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva” del 3 marzo 2010; il “Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione” del giugno 2010; il “Libro verde sul quadro dell’Unione europea in materia di governo societario” del 5 aprile 2011; il “Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti impegnati e società sostenibili” del dicembre 2012.

Successivamente, si fornisce un’analisi dettagliata della disciplina prevista ai sensi della proposta di direttiva, nella versione disponibile al momento in cui si scrive, ossia relativamente alla bozza di proposta di direttiva elaborata per impulso della Commissione europea e pubblicata in data 9 aprile 2014, come emendata dal Parlamento europeo in data 8 luglio 2015.

In particolare, il legislatore europeo interviene, *inter alia*, al fine di migliorare l'informazione nella catena dell'investimento azionario, richiedendo l'elaborazione e la *disclosure* di idonee e coerenti politiche di impegno e strategie di investimento da parte di investitori istituzionali e gestori di attivi nonché prevedendo una particolare disciplina di trasparenza dei *proxy advisor*, ossia dei consulenti in materia di voto, di cui investitori istituzionali e *asset manager* si avvalgono nell'elaborazione delle relative politiche di voto, al fine di garantire l'attendibilità dei relativi consigli e raccomandazioni.

E' significativo rilevare come il legislatore, nel delineare l'indirizzo di politica legislativa dell'intervento, abbia optato per la promozione di un maggior "*engagement*" da parte degli investitori istituzionali nel governo societario, che costituisce una *species* più attenuata di attivismo.

Da una interpretazione teleologica delle norme, è chiaro come il legislatore europeo intenda perseguire lo scopo del miglioramento dei sistemi di *corporate governance*, sotto il particolare aspetto dell'attivismo degli azionisti, per il tramite dello strumento della trasparenza: la disciplina fa leva innanzitutto sull'aspetto della trasparenza informativa, da attuarsi mediante la *disclosure* di informazioni dettagliate concernenti le strategie di investimento, la politica di impegno e la relativa attuazione.

Nell'ambito dei successivi capitoli IV e V si offre una analisi comparata del tema oggetto di trattazione, con specifico riferimento alla realtà rispettivamente del Regno Unito e degli Stati Uniti d'America, in relazione alle quali si mettono in luce peculiarità e differenze rispetto al panorama europeo ed italiano.

La scelta di concentrare la comparazione nei predetti sistemi anglosassoni deriva, quanto al contesto del Regno Unito, principalmente dalla circostanza

di porsi come il “precursore” nell’adozione di un codice di autoregolamentazione in materia di *engagement* e di *stewardship* degli investitori istituzionali; quanto al contesto degli Stati Uniti d’America, dalla assoluta avanguardia delle pratiche attiviste da parte degli investitori istituzionali nonché della relativa attenzione da parte della dottrina.

Deve evidenziarsi, altresì, come il presente lavoro di tesi focalizza la propria attenzione al contesto delle società per azioni aventi strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati, posto che è con riferimento ad esse che le materie in esame assumono una rilevanza centrale e decisiva, nell’ottica dei generali interessi di miglioramento degli assetti di *corporate governance* e di tutela dei soggetti coinvolti nonché di efficienza dei mercati finanziari, come peraltro testimoniato anche dal *focus* posto su esse da parte degli interventi legislativi e regolamentari in materia.

Una notazione metodologica merita, infine, di essere svolta: nel corso della presente trattazione il ricorso ai termini di lingua straniera sarà fatto indistintamente ed esclusivamente nella forma al singolare, in ossequio al principio per cui i vocaboli di origine straniera, una volta confluiti nella nostra lingua, rimangono invariati e non seguono le regole sintattiche e grammaticali della lingua da cui il termine stesso è mutuato.

# **I. Trasparenza dei mercati finanziari e ruolo della *corporate governance***

## **1. Trasparenza dei mercati finanziari: la trasparenza informativa**

Negli ultimi decenni e, in particolare, in seguito agli scandali e alle crisi finanziarie che hanno investito il panorama economico globale, la “trasparenza dei mercati finanziari” ha ricevuto un’attenzione sempre maggiore non solo nell’ambito dei dibattiti dottrinali ma anche – e in maniera alquanto incisiva, almeno nelle linee programmatiche – nell’ambito delle finalità perseguite dai legislatori, tanto nazionale che Europeo, come si avrà modo di approfondire nelle pagine che seguono.

Nel contesto dei mercati finanziari, trasparenza implica principalmente la particolare nozione di “trasparenza informativa”, che si realizza essenzialmente attraverso la *disclosure*, ossia l’attività di divulgazione delle informazioni posta in essere dalle società quotate, o da chi faccia appello al pubblico risparmio, e rivolta al pubblico degli operatori del mercato e degli investitori.

Oggetto dell’attività di *disclosure* nell’ambito dei mercati finanziari è inevitabilmente la “*corporate information*”,<sup>5</sup> ossia l’informazione che attiene

---

<sup>5</sup> Si veda, in particolare, S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012 (di seguito, “*Trasparenza e riservatezza*”), p. 16, il quale sottolinea come l’attività di *disclosure* “è nozione che attiene in via naturale alla «*corporate information*»”.

alle vicende dell'attività d'impresa e agli assetti sociali e che si sviluppa internamente, in una dimensione privata e riservata, nell'ambito di meccanismi endosocietari<sup>6</sup>.

La trasparenza informativa occupa un ruolo centrale nelle dinamiche dei mercati finanziari in quanto capace di promuovere i più generali interessi di assicurare la tutela degli investitori nonché un efficiente e corretto funzionamento dei mercati medesimi.

Con riferimento alla tutela degli investitori, deve evidenziarsi che essa può assumere la duplice valenza di tutela dell'investitore come socio, in una dimensione prettamente endosocietaria, e dell'investitore – attuale o potenziale – come acquirente dei valori mobiliari, in una dimensione di mercato<sup>7</sup>.

In chiave di tutela degli investitori nella dimensione societaria, la *disclosure* è strumento che agevola il controllo sull'operato degli amministratori e su eventuali comportamenti opportunistici e/o abusivi dei gruppi di comando, rispetto alla finalità ultima di corretto svolgimento della vita della società<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> *Ibidem*, laddove l'Autore circoscrive l'attività di *disclosure* alle sole *corporate information* in quanto "meccanismo attraverso cui l'informazione in questione viene trasmessa dal suo possessore/ produttore "originario" (la società e il *management*) ai suoi destinatari primari (gli investitori)". Evidenzia, al riguardo, che "non ha ovviamente senso parlare di *disclosure* in relazione alla *market information*". La nozione di *market information* si riferisce, in via residuale, a quelle informazioni, utili per la valutazione dei titoli negoziati, che hanno fonte in eventi e fatti in vario modo esterni alla società, non generati dall'attività gestoria ma generalmente prodotte dalle dinamiche del mercato.

<sup>7</sup> In una simile prospettiva, con riferimento alle tutele richieste con riguardo alla duplice posizione assunta dall'azionista, nell'ambito di società che deliberano il collocamento delle proprie azioni presso il pubblico attraverso la quotazione nei mercati, si veda la trattazione approfondita svolta in A. CHILOIRO, *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, pp. 181 ss..

<sup>8</sup> Così S. G. ILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *Analisi giur. econ.*, 2013 (di seguito, "*Trasparenza e interesse societario al segreto*"), p. 255.

Con particolare riferimento al controllo sul *management*, si ritiene, infatti, che la diffusione di informazioni relative ai fatti rilevanti della vita sociale possa rendere l'operato degli amministratori facilmente verificabile *ex post* e, per tale via, fornire a questi ultimi un forte incentivo ad adottare *ex ante* scelte di gestione nell'interesse degli investitori?

Da questo punto di vista, la *disclosure* contribuisce a contrastare i problemi di agenzia, che tipicamente caratterizzano i rapporti tra il *management* e coloro che apportano capitale di rischio nelle società quotate, nonché a ridurre i relativi *agency cost*<sup>10</sup>.

Si segnala, al riguardo, che il socio non sembra essere titolare di un vero e proprio diritto soggettivo all'informazione sull'amministrazione della

---

<sup>9</sup> Si vedano, in proposito, S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 5 ss.; I. TRASPARENZA E INTERESSE SOCIETARIO AL SEGRETO, op. cit., p. 255; M. NERIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, 1, Padova, 2010, p. 567, laddove efficacemente l'informazione e la trasparenza sono descritti, *inter alia*, come "strumento di « tracciabilità » dei comportamenti degli amministratori anche al fine della ricostruzione del profili di responsabilità" (corsivo aggiunto).

<sup>10</sup> Il rapporto tra amministratori e investitori rappresenta, infatti, una tipica relazione di *agency* in quanto il benessere del *principal*, ossia dell'investitore, dipende dall'azione posta in essere dall'*agent*, ossia dal *management*, che opera fiduciarmente nell'interesse del primo ma che, a sua volta, è orientato alla massimizzazione della propria funzione di utilità. Gli strumenti utilizzabili per la riduzione di tale tendenza producono i relativi *agency cost* che, nel complesso, impediscono il raggiungimento della massimizzazione del valore della società in cui tali rapporti sono inseriti. Per una trattazione approfondita con riguardo ai problemi di agenzia, si faccia riferimento a S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 5 ss.; S. GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto*, op. cit., p. 255; M. BELCREDI, *Economia dell'informazione societaria*, Torino, 1993, 170; P. G. MONEY, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62, *U. Chi. L. Rev.*, 1995, 1047, il quale rintraccia nella funzione della *disclosure* come strumento di contrasto ai problemi di agenzia l'elemento originante il sistema di regole di trasparenza obbligatoria; M. C. J. ELSEN, W. H. M. ECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3, *J. Fin. Ec.*, 1976, 305.

società, esercitabile in via diretta nei confronti degli amministratori e dei sindaci<sup>11</sup>.

Al contrario, il diritto all'informazione sulla gestione, che si sostanzia attraverso richieste di informazioni e si aggiunge a quello già tutelato dalle previsioni di cui al cod. civ. e al Testo Unico della Finanza<sup>12</sup>, è tradizionalmente delimitato e circoscritto in una triplice accezione: per luogo, essendo esercitabile esclusivamente durante il momento delle riunioni assembleari; per contenuto, in quanto è limitato a informazioni e chiarimenti pertinenti o comunque strumentali rispetto alle materie poste all'ordine del giorno; e per estensione, in quanto soddisfabile esclusivamente nei limiti in cui il diritto all'informazione risulti essere compatibile con il dovere di riservatezza che fa capo agli amministratori nei confronti dei soci<sup>13</sup>.

Oggi, in un contesto normativo parzialmente mutato, a seguito dei recenti interventi del legislatore in materia di assemblea, come di seguito analiticamente descritti<sup>14</sup>, sembra che il diritto all'informazione appena descritto, immutata la natura, abbia subito esclusivamente una revisione dei contorni entro cui è esercitabile.

Nella dimensione di mercato, la trasparenza informativa costituisce un utile strumento per assicurare la tutela del pubblico indistinto degli investitori,

---

<sup>11</sup> Si veda, in proposito, V. D ONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca borsa*, 2008, pp. 210 ss..

<sup>12</sup> Si tratta del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, recante il "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli artt. 8 e 21 della l. 6 febbraio 1996, n. 52", come successivamente modificato e integrato. Di seguito, per semplicità, il riferimento ad esso sarà fatto anche come al "TUF".

<sup>13</sup> Si faccia riferimento, al riguardo, a A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle S.p.a.*, diretto da COLOMBO, PORTALE, 3, Torino, 1994, 162 ss..

<sup>14</sup> Si veda, in proposito il successivo cap. II, par. 1.1.

permettendo a questi ultimi di adottare in maniera informata le proprie decisioni legate all'investimento e al disinvestimento.

In tale prospettiva, gli investitori sono posti nella posizione di valutare, sulla base delle informazioni fornite, le proposte di investimento provenienti dal soggetto che domanda le risorse, sul mercato primario, o la negoziazione dei relativi titoli, sul mercato secondario.

Con specifico riferimento all'investimento in valori mobiliari, per utilizzare la terminologia adottata dal legislatore<sup>15</sup>, la trasparenza informativa permette di tutelare la posizione dell'investitore, inteso come partecipante al capitale di rischio dell'impresa per il tramite dell'investimento, fornendo i dati e le informazioni strumentali ad effettuare una valutazione approfondita dell'investimento medesimo ed operare le proprie scelte ad esso collegate.

Da questo punto di vista, può ragionevolmente ritenersi che risulta tutelato non soltanto l'investitore attuale bensì anche quello potenziale, chiaramente estraneo al rapporto associativo.

---

<sup>15</sup> La nozione di "valori mobiliari" risulta disciplinata ai sensi del co. 1-bis dell'art. 1 del TUF attraverso il ricorso a un catalogo esemplificativo, perciò sostanzialmente aperto, e ricorrendo a un linguaggio piuttosto neutro. Le ragioni di tale scelta, finalizzata a permettere di ricomprendere nella nozione anche strumenti non espressamente individuati, purché riconducibili alle tipologie di base elencate, riflettono un duplice obiettivo: da un lato, vuole evitarsi di utilizzare nozioni eccessivamente generiche da generare incertezza e disallineamento (si consideri l'obiettivo della Direttiva Mifid, da cui origina la nozione, che tende al raggiungimento di una armonizzazione massima) e dall'altro lato, evitare di creare vuoti di regolazione per le nuove fattispecie che potrebbero svilupparsi nella realtà e, quindi, obsolescenza. È interessante evidenziare, in proposito, che il comma sopra richiamato è stato inserito con il recepimento della Mifid, attraverso il quale il legislatore europeo e, di riflesso, quello nazionale, hanno effettuato una sistematizzazione delle definizioni delle diverse forme di investimento. Al riguardo, sono state fornite dalla dottrina raffigurazioni in grado di rappresentare il nuovo assetto: è stato rappresentato come un "sistema di cerchi concentrici" per cui il nucleo centrale è abitato dai valori mobiliari, la zona intermedia dagli strumenti finanziari e quella esterna dai prodotti finanziari; ovvero come un sistema di "contenitori concentrici", dove il prodotto finanziario contiene lo strumento finanziario e lo strumento finanziario contiene, a sua volta, il valore mobiliare. Si vedano, *inter alia*, V. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa*, 2011, 1; E. GABRIELLI, R. L. ENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2011, in P. R. ESCIGNO, E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato dei contratti*, 27.

Ne deriva conseguentemente che la tutela offerta alla posizione dell'investitore, come appena delineata, travalicando la dimensione endosocietaria, sembra potersi ricondurre più propriamente nell'ambito degli istituti privatistici della formazione del consenso e della buona fede nei rapporti contrattuali<sup>16</sup> nonché precontrattuali.

La tutela dell'investitore nella prospettiva di mercato risulta strettamente connessa, peraltro, alla realizzazione dell'ulteriore interesse perseguito tramite la trasparenza informativa, come sopra accennato, di assicurare il corretto ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari, nella prospettiva del *market egalitarianism*<sup>17</sup> ossia della garanzia della *par condicio* informativa di tutti i soggetti del mercato finanziario.

I beni negoziati sui mercati finanziari, valori mobiliari, sono scambiati attraverso la stipula di un contratto che prevede il trasferimento di una somma di danaro a fronte di un'aspettativa economica di realizzo. Il mercato finanziario può funzionare correttamente ed esplicare la funzione primaria di allocare in modo efficiente le risorse finanziarie che in esso confluiscono, se gli operatori che in esso operano risultano correttamente e idoneamente informati al fine di operare le corrette scelte di investimento.

Una condizione ottimale di trasparenza dei mercati finanziari permette, infatti, di realizzare il buon funzionamento del mercato anche nell'ottica

---

<sup>16</sup> Ricostruisce la tutela dell'investitore come acquirente sul mercato dei valori mobiliari nella dimensione degli istituti della formazione del consenso e della buona fede nei rapporti contrattuali A. CHILOIRO, *op. cit.*, p. 182.

<sup>17</sup> In particolare, si segnala P. MONTALENTI, "Disclosure" e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *Analisi giur. econ.*, 2013 (di seguito, "Disclosure e riservatezza"), p. 245 il quale fa riferimento al "corretto funzionamento del mercato ispirato al principio, condiviso in tutti gli ordinamenti, del *market egalitarianism*".

dell'efficienza informativa dei prezzi<sup>18</sup>: senza una tempestiva e credibile informazione, i prezzi sarebbero incapaci di rispecchiare il valore reale dell'investimento e, quindi, incapaci di distribuire le risorse di capitale in maniera efficiente, convogliandole verso le iniziative imprenditoriali più meritorie.

La trasparenza informativa agevola, quindi, il processo di allocazione delle risorse finanziarie secondo logiche che premiano le imprese, che creano maggior valore per gli azionisti e, nello stesso tempo, generano ricchezza di cui può avvantaggiarsi l'intero sistema economico.

Da questo punto di vista, strutturare i mercati finanziari come un'entità trasparente dovrebbe, infatti, contribuire a mitigare la fisiologica condizione di asimmetria informativa che li caratterizza <sup>19</sup> e, al contempo, contrastarne gli effetti da essa prodotti, rappresentati dalle dinamiche di selezione avversa.

---

<sup>18</sup> L'efficienza informativa del mercato è intesa come la capacità dei prezzi di riflettere correttamente e tempestivamente l'informazione rilevante e, a sua volta, costituisce la più importante *conditio sine qua non* per ottenere il risultato di efficiente allocazione del capitale. Nell'ambito della letteratura giuridica italiana si vedano riferimenti, tra i tanti, in A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 4 ss; E. AMI, *Informazione privilegiata e disclosure*, Torino, 2010, 1 ss; S. GILLOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, *op. cit.*; A. CHILOIRO, *op. cit.*, pp. 198 ss..

<sup>19</sup> Già Adam Smith nel suo celebre saggio del 1776, "La ricchezza delle nazioni", evidenziava come l'efficienza del mercato e la corretta allocazione delle risorse dipendesse dall'assenza di asimmetrie informative tra i soggetti che operano sul mercato stesso. Si veda, in proposito, A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, Torino, 2006.

La condizione di asimmetria informativa <sup>20</sup>, generalmente sussistente tra chi domanda capitale e chi lo offre, è determinata dalla circostanza per cui chi domanda capitale è tipicamente posto in una situazione di “supremazia” informativa in quanto dispone di maggiori e più complete informazioni per valutare le caratteristiche e le prospettive dell’attività, per il finanziamento della quale si rivolge al pubblico indistinto di risparmiatori.

Una condizione di asimmetria informativa nei termini appena descritti genera, conseguentemente, una dinamica di selezione avversa <sup>21</sup> per cui, in assenza di una condizione ottimale di informazione, gli investitori tenderanno ad offrire un prezzo unitario che riflette la qualità media,

---

<sup>20</sup> Offre una ricostruzione approfondita in relazione al tema dell’asimmetria informativa nell’ambito dei mercati finanziari S. G. ILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 4 ss.. L’Autore individua l’asimmetrica distribuzione dell’informazione rilevante per l’adozione delle decisioni di investimento come uno degli elementi di vulnerabilità caratteristici dei mercati finanziari, che ne ostacolano ed impediscono il corretto funzionamento e che giustificano conseguentemente l’intervento della regolazione. L’Autore sottolinea, inoltre, che la nozione di asimmetria informativa si riferisce alla particolare circostanza per cui “lo stato di superiorità conoscitiva non risulta distribuito casualmente tra gli agenti economici, quale funzione dell’investimento individuale in informazione, ma è caratteristica che segue generalmente il confine tra domanda e offerta. Nel caso del mercato finanziario tale condizione di superiorità appartiene al lato della domanda di capitale quindi in riferimento al mercato mobiliare al lato dell’offerta di strumenti di investimenti. Il *management* dell’impresa generalmente conosce meglio le caratteristiche e le prospettive dell’attività per la realizzazione della quale si rivolge al pubblico, rispetto all’insieme dei potenziali apportatori di risorse. Gli investitori, invece, non sono in grado di distinguere i prodotti di elevata qualità da quelli di qualità scadente riuscendo ad osservare solo la qualità media dell’insieme dei beni offerti”.

<sup>21</sup> Si veda, in proposito, S. G. ILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 5 ss.. L’Autore sottolinea che “in assenza di correttivi adeguati, lo stato di incertezza sulla qualità innesca una dinamica di selezione avversa: l’investitore tenderà ad offrire un prezzo unico che riflette la qualità media dell’insieme dei beni offerti, prezzo che risulterà premiante per i beni di più bassa qualità e penalizzante per quelli migliori. Questo scoraggia l’offerta di beni di alta qualità e ne determina la progressiva uscita dal mercato. Da ciò deriva un abbassamento ulteriore della qualità media dei beni circolanti e un corrispondente adeguamento verso il basso del prezzo offerto che determina l’uscita di un ulteriore «segmento» di beni di qualità elevata”.

producendo così la fuoriuscita dal mercato di attività aventi una qualità superiore e la prevalenza di quelle di scarsa qualità.

Dalle osservazioni che precedono risulta chiaramente come la trasparenza informativa assuma nel contesto dei mercati finanziari e delle società quotate un ruolo assolutamente centrale, nell'interesse degli investitori e della società nonché, più in generale e in via mediata, del mercato finanziario nel suo complesso.

Risulta, dunque, pacifico che, affinché possa assolvere efficacemente alla funzione di realizzare la trasparenza informativa, l'attività di *disclosure* debba realizzarsi in maniera tempestiva e continuativa, veicolando la corretta quantità di informazioni complete e attendibili, con modalità che ne assicurino affidabilità di contenuti.

Sembra opportuno, tuttavia, segnalare come l'interesse alla trasparenza dei mercati finanziari venga in contrasto con altri ugualmente meritevoli di tutela, primo tra tutti l'interesse societario al segreto, in relazione ai quali si pone una necessaria esigenza di bilanciamento.

L'interesse societario al segreto<sup>22</sup>, ossia a mantenere la riservatezza con riferimento a talune tematiche societarie, è ispirato principalmente da esigenze di tipo strategico e/o competitivo.

---

<sup>22</sup> Per un approfondimento della tematica relativa al bilanciamento tra *disclosure* di informazioni rilevanti e interesse aziendale al segreto si faccia riferimento a S. G. ILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 45 ss.; S. G. ILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto*, op. cit., p. 255 ss.; P. MONTALENTI, *Disclosure e riservatezza*, op. cit., pp. 246 ss.

Esso, infatti, si estenderebbe non solo alla mera tutela del segreto aziendale, circoscritto all'area della proprietà intellettuale e/o industriale <sup>23</sup>, ma anche a tutte quelle informazioni, relative a progetti di operazioni finanziarie o di nuovi investimenti ovvero a negoziazioni in corso per contratti di vario contenuto cooperativo con altre realtà, che le società quotate hanno interesse a non condividere con il mercato per poter sfruttare l'eventuale vantaggio competitivo raggiunto anche a seguito dei relativi costi sostenuti<sup>24</sup>.

L'interesse societario alla riservatezza assume particolare rilevanza anche in considerazione dell'ulteriore circostanza per cui l'informazione fornita al mercato è aselettiva e, pertanto, l'attività di *disclosure* non consente di selezionare i destinatari del flusso informativo ed escludere dal novero dei fruitori coloro che dall'accesso all'informazione potrebbero trarre un vantaggio a danno della medesima società.

Al contempo, deve tenersi in debito conto la necessità di fornire al mercato solo le informazioni che per completezza e attendibilità possano

---

<sup>23</sup> In relazione ai quali sussiste, peraltro, una forte protezione legislativa che risolve a monte la tensione tra la domanda di divulgazione e l'interesse dell'impresa alla riservatezza. In proposito, S. GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto*, op. cit., p. 263 segnala come "per buona parte di questa informazione, però, la domanda proveniente dai mercati finanziari è in pratica assente: è difficile pensare che agli investitori possa interessare conoscere la formula della Coca Cola o la composizione chimica del principio attivo alla base del nuovo farmaco".

<sup>24</sup> Si veda, al riguardo, la ricostruzione offerta da P. M. ONTALENTI, *Disclosure e riservatezza*, op. cit., pp. 246 ss.; un'analisi dettagliata delle problematiche connesse agli effetti della *disclosure* su incentivi a innovare e concorrenza è offerta da G. ILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 61 ss..

effettivamente produrre un beneficio nei confronti degli investitori e del mercato in generale<sup>25</sup>.

Nella prospettiva delineata, emerge chiaramente che l'informazione prodotta nello svolgimento dell'attività d'impresa presenta un doppio grado di rilevanza, rispettivamente come strumento di competizione di cui proteggere la riservatezza e come elemento per una miglior determinazione del valore della società e dei suoi titoli.

E' indubbio che, sotto il profilo della tassonomia degli interessi nell'ambito dei mercati finanziari, l'interesse alla trasparenza assuma una rilevanza notevole, tuttavia sembra potersi ragionevolmente ritenere che non possa riconoscersi, in una prospettiva *ex ante*, una rilevanza prevalente rispetto all'interesse alla riservatezza quanto piuttosto, fatti naturalmente salvi gli obblighi legislativi e/o regolamentari alla *disclosure*<sup>26</sup>, debba operarsi caso per caso un'attenta analisi di bilanciamento tra i due, in relazione alle caratteristiche dei casi di specie.

---

<sup>25</sup> Tale esigenza è stata in particolare messa in luce da P. MIALENTI, *Disclosure e riservatezza*, op. cit., pp. 246 ss. laddove afferma che "la tutela della riservatezza – in particolare dell'informazione *in fieri* – risponde anche alla necessità di proteggere un diverso interesse – non dirado pretermesso nelle riflessioni di *law and economics* – e cioè l'interesse del mercato a non ricevere informazioni che, in ragione della loro incompletezza, della loro parzialità, dell'inetto grado di verificabilità, sono inutili o addirittura decettive per il mercato". Connesso a tale questione vi è il problema della riferibilità dell'informazione alla persona giuridica, in considerazione della struttura sociale che enumera una serie di soggetti legati ad essa che, a diverso titolo, detengono informazioni: in proposito, l'Autore osserva come "vi è, in altre parole, a mio parere, un nesso di correlazione biunivoca tra posizione soggettiva e determinatezza sufficiente dell'informazione che deve essere tenuto in primaria considerazione, secondo un parametro di ragionevolezza, al fine di delineare, in concreto, i confini delle informazioni "necessarie" per l'informazione del mercato".

<sup>26</sup> Quando, parallelamente, la tensione tra domanda di divulgazione ed esigenza di riservatezza assume una dimensione normativa, il conflitto si comporrà con la previsione di una norma impositiva dell'obbligo di *disclosure* e una norma protettiva del segreto d'impresa.

## **1.1. Trasparenza informativa: spontaneità o regolamentazione. Il ruolo di legislatore e Consob nel contesto italiano**

La *disclosure*, nella funzione di meccanismo principale di realizzazione della particolare istanza di trasparenza dei mercati finanziari, come descritto nel paragrafo che precede, può operare in maniera spontanea ovvero in ottemperanza a un precetto legale.

Si realizza spontaneamente quando sussistono sufficienti incentivi per i singoli investitori a ricercare individualmente le informazioni ovvero per le società emittenti a divulgarle volontariamente al pubblico dei risparmiatori e al mercato nel complesso.

In mancanza di capacità da parte del mercato finanziario, complessivamente inteso, di realizzare autonomamente tale istanza di trasparenza, si rende essenziale l'intervento del legislatore<sup>27</sup> nel prevedere e perfezionare, nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari, un sistema efficiente di regole di trasparenza informativa.

In una realtà caratterizzata da mercati finanziari non perfettamente efficienti e dai problemi dell'asimmetria informativa e della selezione avversa, l'intervento del legislatore può essere interpretato in una funzione "riequilibrativa"<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Si faccia riferimento a S. G. ILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*, op. cit., pp. 3 ss.; l'Autore, in particolare, evidenzia che "proprio sull'informazione si concentrano quei tratti di vulnerabilità caratteristici dei mercati mobiliari che ne ostacolano o impediscono il corretto funzionamento e che giustificano, quindi, nell'opinione dei più l'intervento della regolazione".

<sup>28</sup> In tal senso V. L. DI NELLA (a cura di), *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Napoli, 2007, p. 50; A. CHILOIRO, op. cit., p. 200.

L'intervento in questione si sostanzia, di norma, nell'imposizione di regole di "trasparenza obbligatoria" e cioè di un insieme di doveri, più o meno articolari e penetranti, che impongono a chi si rivolge ai mercati finanziari per raccogliere risorse di divulgare tutta una serie di informazioni, giudicate utili per il pubblico degli investitori.

Un ruolo essenziale, in tale contesto, è svolto, inoltre, anche dalle Autorità di Vigilanza nel prevedere norme di attuazione delle medesime regole di trasparenza, come previste dal legislatore, e nell'esercitare il relativo *enforcement*.

Nel nostro ordinamento, la trasparenza informativa, in quanto finalizzata a garantire interessi pubblici di primario rilievo, quali protezione dell'investitore ed efficiente funzionamento dei mercati, trova la sua legittimazione a livello Costituzionale nell'art. 47 Cost. laddove svolge una funzione essenziale nel "tutelare il risparmio in tutte le sue forme" e nel "favorire l'accesso al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese".

Con specifico riferimento alla disciplina italiana della società per azioni quotata, si osserva come il legislatore abbia, nel corso del tempo, delineato un sistema di *mandatory disclosure*, in relazione al quale l'interesse del mercato all'informazione e alla trasparenza prevale, nella tassonomia degli interessi, sugli altri in gioco<sup>30</sup>

In particolare, l'impianto normativo vigente prevede non tanto l'obbligo incondizionato per le società quotate di divulgazione delle informazioni quanto piuttosto talune clausole generali dai contenuti precettivi ampi e in larga parte indeterminati.

A questo proposito, appare interessante richiamare, *inter alia*, due disposizioni di rango primario alle quali il legislatore ha evidentemente affidato il compito di determinare quale e quanta informazione deve pervenire agli investitori, rispettivamente sul mercato primario e su quello secondario: con riguardo al mercato primario, il co. 2 dell'art. 94 del TUF prevede che il prospetto debba contenere tutta l'informazione necessaria affinché l'investitore possa pervenire a un "fondato giudizio" sull'offerta;

---

<sup>29</sup> La rassegna normativa dei principi di trasparenza può farsi risalire alla disciplina introdotta, *inter alia*, ai sensi dei seguenti interventi: dapprima il TUF, avente l'obiettivo di perfezionare la disciplina dei mercati finanziari e di introdurre strumenti di tutela delle minoranze azionarie qualificate nelle società quotate; successivamente la Legge sulla Tutela del Risparmio (l. del 28 dicembre 2005 n. 262) recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari; il d. lgs. del 17 settembre 2007 n. 164, nell'ambito del recepimento in Italia della direttiva di armonizzazione comunitaria 2004/39/CE (*Market in Financial Instruments Directive*), generalmente conosciuta con il suo acronimo di MiFid); il d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, di attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativo in particolare all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; da ultimo, le linee di azione della Commissione europea in materia di *corporate governance* nell'ambito del più ampio quadro europeo di modernizzazione del diritto di impresa, confluite nella proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio. Su tale ultimo intervento si veda, in particolare, il cap. III *infra*.

<sup>30</sup> *In primis*, il bilanciamento con l'interesse aziendale alla segretezza delle informazioni, come sopra descritto.

quanto al mercato secondario, il co. 1 dell'art. 114 del TUF prevede che le società emittenti strumenti finanziari quotati o comunque diffusi tra il pubblico siano tenute a divulgare tempestivamente le informazioni "price sensitive"<sup>31</sup>.

Parallelamente il medesimo TUF attribuisce alla Consob, nell'ambito della ripartizione funzionale<sup>33</sup> delle competenze tra le Autorità di Vigilanza nel contesto del mercato mobiliare, ampi poteri che attengono alla regolamentazione e al controllo sulla trasparenza e, più in generale, sulla correttezza dei comportamenti dei soggetti sottoposti a vigilanza, intermediari finanziari ed emittenti.

Attualmente la Consob svolge un ruolo centrale nel garantire una completa, anche sotto l'aspetto dell'adeguatezza, chiara e veritiera informazione del mercato mobiliare con riferimento agli eventi di rilievo che riguardano le società che fanno appello al pubblico risparmio.

---

<sup>31</sup> Si tratta di qualunque fatto, riguardante anche l'attività delle società controllate, la cui conoscenza potrebbe influire sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari.

<sup>32</sup> La Consob, acronimo che sta per "Commissione nazionale per le società e la borsa", è un organo pubblico di vigilanza sul mercato dei capitali, istituito con la l. n. 216 del 7 giugno 1974. Attualmente la Consob è persona giuridica di diritto pubblico, che gode della piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge.

<sup>33</sup> Con riferimento alle Autorità di Vigilanza che attualmente assumono rilievo per la disciplina del mercato mobiliare, le competenze risultano ripartite tra Consob e Banca d'Italia non tanto sulla base della tipologia dei soggetti sottoposti a vigilanza, quanto piuttosto in base alla natura dei controlli e dei compiti svolti. Si veda, in proposito, *ex multis*, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 31 ss..

Accanto ai poteri regolamentari di attuazione delle norme di rango primario relative alla disciplina degli emittenti, il legislatore del TUF<sup>34</sup> ha attribuito alla Consob specifici poteri di *enforcement* funzionali ad assicurare, oltre alla tutela degli investitori, l'efficienza e la trasparenza del controllo societario e del mercato dei capitali, di cui i mercati finanziari sono parte.

In proposito, si richiama a titolo esemplificativo, il co. 5 dell'art. 114, TUF ai sensi del quale è attribuito alla Consob il potere di richiedere agli emittenti la comunicazione al mercato di "notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico"<sup>35</sup>, con il potere sostitutivo della medesima Autorità di provvedervi in caso di inottemperanza e a spese dell'interessato.

In un sistema fondato sull'economia di mercato, il ruolo di presidio della correttezza e adeguatezza dell'informazione affidato alla Consob può certamente essere considerato come intervento del potere pubblico, finalizzato a garantire un *level playing field* delle condotte dei soggetti che in esso operano, tuttavia, al contrario, non può essere interpretato come un

---

<sup>34</sup> L'art. 91 del TUF prevede che "La Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali". Il predetto articolo, posto in apertura della Parte IV dedicata alla "disciplina degli emittenti", rappresenta "un più generale «manifesto» degli obiettivi che la disciplina stessa degli emittenti persegue e che, non a caso, presenta forti analogie con gli obiettivi che l'art. 5 TUF enuncia con riguardo alle finalità generali della vigilanza sugli intermediari", così F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 454.

<sup>35</sup> Il legislatore ha imposto, in proposito, un preciso nesso di funzionalità tra l'informazione da rendere pubblica e l'interesse del mercato ad essere informato. Si faccia riferimento, al riguardo, a P. M. ONTALENTI, *Disclosure e riservatezza*, *op. cit.*, pp. 248 ss., il quale rileva che deve intercorrere, in particolare, "un "vincolo di necessarietà" tra i due poli del rapporto informativo, nel senso che l'emittente dovrà operare una selezione tra i dati informativi disponibili affinché al mercato siano comunicate notizie che, pur non avendo il carattere di precisione delle informazioni privilegiate, rivestano tuttavia un grado apprezzabile di possibilità se non di probabilità di verifica e un tasso congruo di determinatezza".

presidio sostitutivo degli strumenti privatistici e delle dinamiche di mercato<sup>36</sup>

In questa prospettiva, il ruolo sempre crescente della Consob nella veste di “legislatore”, “esecutore” e “giudice”, nell’esercizio delle proprie competenze, potrebbe richiedere una revisione dei limiti e delle funzioni ad essa attribuite, al fine di evitare potenziali distorsioni e fenomeni di arbitraggio, anche tenuto conto della prospettiva sempre più Europea che sta assumendo il diritto societario e dei mercati finanziari.

## **1.2. La trasparenza informativa, “pilastro primario” di una buona *corporate governance***

Alla luce delle osservazioni che precedono e nella prospettiva delle società quotate, la trasparenza informativa costituisce di per sé “pilastro primario”<sup>37</sup> di una buona *corporate governance*.

Come approfonditamente descritto nei paragrafi che precedono, affinché espliciti le funzioni a cui è preordinata, la trasparenza informativa deve realizzarsi attraverso un’attività di *disclosure* che, spontaneamente ovvero in

---

<sup>36</sup> Si vedano, in proposito, le recenti osservazioni offerte con riguardo al ruolo della Consob nell’ambito della disciplina del mercato mobiliare e nell’interazione con le altre funzioni di controllo da P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015 (di seguito, “*Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob*”), pp. 120 ss..

<sup>37</sup> Così, *ivi*, p. 120.

<sup>38</sup> Il riferimento è al par. 1 che precede in materia di trasparenza dei mercati finanziari e trasparenza informativa.

ottemperanza a un obbligo legislativo, veicoli la corretta quantità di informazioni complete e attendibili, con modalità e mezzi che ne garantiscano comprensibilità e affidabilità di contenuti nonché secondo appropriate tempistiche.

Nell'ambito di buona *corporate governance*, ossia di una gestione societaria e imprenditoriale conforme non solo alla legge e all'atto costitutivo ma soprattutto ai principi di corretta gestione e di adeguatezza degli assetti organizzativi, la trasparenza informativa deve, quindi, informare in via trasversale l'amministrazione della società, l'esercizio dei diritti da parte dei soci e il sistema dei controlli.

Negli ultimi anni è stata, infatti, posta una notevole attenzione, anche da parte dei legislatori, al binomio e al rapporto *corporate governance* e trasparenza informativa, al fine di promuovere le migliori regole di *corporate governance* nel rispetto della condizione ottimale di trasparenza informativa, anche a beneficio della trasparenza del mercato finanziario complessivamente inteso.

## **2. *Corporate governance***

Negli ultimi decenni il tema della *corporate governance* ha assunto rilevanza notevole non solo tra i dibattiti e le elaborazioni dottrinali ma anche negli interventi di politica legislativa e regolamentare relativamente all'organizzazione e al funzionamento delle società per azioni, con specifico riferimento a quelle che fanno appello al pubblico risparmio.

L'espressione *corporate governance*<sup>39</sup>, di matrice anglosassone, tradotta letteralmente indica "governo societario".

Una prima definizione di *corporate governance* è rintracciabile nel "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance" pubblicato il 1° dicembre 1992, meglio noto come "Cadbury Report", dal nome del relativo presidente, Sir Adrian Cadbury, che espressamente dichiara, tra i propri intenti, quello di voler contribuire positivamente alla promozione della buona *corporate governance*<sup>41</sup>.

La *corporate governance* è descritta come "il sistema nel quale le società sono gestite e controllate", ponendo, dunque, particolare accento al sistema di direzione e controllo della società. Il ruolo di amministratori e sindaci è predisporre una struttura di *corporate governance* appropriata e soddisfacente,

---

<sup>39</sup> Per un'approfondimento sulla nozione di *corporate governance* si vedano, *inter alia*: R. KRAAKMAN, *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford, 2009; C. T. EDESCHI (a cura di), *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Milano, 2013; B. KALYEBARA, S. M. N. I. SLAM, *Corporate governance, capital markets and capital budgeting: an integrated approach*, Heidelberg, 2014.

<sup>40</sup> A. C. ADBURY, *Report Of The Committee On The Financial Aspects Of Corporate Governance*, 1992, reperibile al seguente indirizzo web <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>. Il Cadbury Report contiene un "Code of Best Practice", che è stato delineato al fine di perseguire i necessari *standard* di buoni comportamenti nel contesto societario e che ha reso il Report famoso, venendo implementato anche nell'ambito del London Stock Exchange. Il Cadbury Report ha assunto una grande rilevanza, ricevendo una notevole attenzione nell'ambito del settore finanziario: già nella prefazione, Cadbury osserva che "when our Committee was formed just over eighteen months ago, neither our title nor our work programme seemed framed to catch the headlines. In the event, the Committee has become the focus of far more attention than I ever envisaged when I accepted the invitation to become its chairman. The harsh economic climate is partly responsible, since it has exposed company reports and accounts to unusually close scrutiny. It is, however, the continuing concern about standards of financial reporting and accountability, heightened by BCCI, Maxwell and the controversy over directors' pay, which has kept corporate governance in the public eye". Per un panoramica in relazione al Cadbury Code, si faccia riferimento a C. J. ORDAN, *Twenty Years On*, 58, *Vill. L. Rev.*, 1, 2013, disponibile al seguente indirizzo <http://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol58/iss1/2>.

<sup>41</sup> A. CADBURY, *op. cit.*, 1992, p. 10.

anche nell'ottica degli azionisti. In tale prospettiva, il consiglio di amministrazione agisce in conformità alle previsioni legislative e regolamentari applicabili ed è responsabile per la *governance* della società, ponendo in essere ogni attività sia richiesta per il miglioramento della stessa, ivi incluse le attività di elaborazione degli obiettivi strategici, supervisione e monitoraggio del *management* nonché rendicontazione agli azionisti sulla loro gestione<sup>42</sup>. Parallelamente, il ruolo dei sindaci è quello di assicurare un controllo oggettivo sull'operato degli amministratori, soprattutto sulle questioni finanziarie, sulle quali si concentra l'analisi del *Report* medesimo.

Nell'ambito di un successivo contributo lo stesso Cadbury offre una definizione di *corporate governance* più ampia, riferendola al raggiungimento di una condizione di equilibrio tra gli obiettivi economici e quelli sociali nonché tra gli obiettivi individuali e quelli collettivi. Il quadro di *corporate governance* è finalizzato ad incoraggiare, infatti, l'uso efficiente delle risorse e una gestione responsabile delle stesse, al fine di allineare quanto più possibile gli interessi dei singoli, delle società e della comunità in generale<sup>43</sup>.

Il dibattito sul ruolo della *corporate governance* si è intensificato in occasione delle grandi crisi del primo decennio del XXI secolo, che hanno messo in luce i fallimenti dei relativi mercati: basti pensare allo scoppio della bolla *internet* del 2000, agli scandali societari, alla crisi finanziaria ed economica del 2007-2008, generata a partire dal *crack* Lehman e diffusasi poi su scala globale.

---

<sup>42</sup> *Ivi*, 14.

<sup>43</sup> A. C. ADBURY, *Global Corporate Governance Forum*, World Bank, 2000 laddove osserva che “*corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The corporate governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society*”.

In particolare, ci si è chiesti, nel tentativo di individuarne l'origine, se una delle cause determinanti non fosse stato proprio il fallimento dei sistemi di *corporate governance* e, quindi, dei meccanismi di funzionamento dei vertici delle società.

Da un lato, infatti, i *corporate scandals* che hanno riguardato le grandi imprese quotate, negli Stati Uniti quanto in Italia, avrebbero revocato in dubbio l'efficacia del complesso di meccanismi e regole di *governance*, con particolare riguardo alla composizione e al funzionamento dei principali organi di governo nonché della complessiva architettura istituzionale dell'impresa.

Dall'altro, le profonde crisi con i conseguenti riflessi dapprima nei mercati finanziari e poi nell'economia reale sembrerebbero mettere in seria discussione l'efficacia e l'efficienza di alcuni modelli proprietari e di governo delle imprese.

E' significativo, al riguardo, segnalare l'ampliata nozione di *corporate governance*, adottata dalla *Organization for Economic Co-operation and Development*, comunemente nota anche attraverso il relativo acronimo *OECD*<sup>44</sup>, alla base dei vigenti *G20/OECD Principles of Corporate Governance*<sup>45</sup>, pubblicati nel 2015, a seguito di un intenso lavoro di revisione condotto nel

---

<sup>44</sup> La *OECD*, ad oggi costituita da 35 paesi tra cui anche l'Italia, è una organizzazione fondata nel 1961 con lo scopo di promuovere *policy* in grado di migliorare il contesto economico e sociale delle persone nel mondo. E' significativo che anche l'Unione europea prenda parte ai lavori della organizzazione. Si presenta come un "*unique forum*" nel quale i governi si confrontano e cooperano tra loro per individuare le sfide economiche, sociali e ambientali della globalizzazione e implementare le migliori soluzioni ai più comuni problemi, tenendo in particolare considerazione gli sviluppi attuali e le criticità che ne derivano, al fine di supportare l'efficienza economica, una crescita sostenibile e la stabilità finanziaria. Di seguito il riferimento ad essa potrà essere fatto anche come alla "*OECD*".

<sup>45</sup> *OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, reperibili al seguente indirizzo *w e b* <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1472117440&id=id&acname=guest&checksum=C86448B2E94C89A76CF3724385DEBBEE>.

2014/2015 e avviato a seguito della crisi globale, al precipuo fine di tener conto delle lezioni da questa fornite e con l'obiettivo di correggere le carenze e/o inefficienze da questa evidenziate.

I predetti principi, finalizzati alla realizzazione di un *framework* internazionale di riferimento in materia di *corporate governance*, si pongono l'obiettivo di supportare i *policy maker* nel valutare e stimolare il miglioramento del quadro legale, regolamentare e istituzionale di *corporate governance* nonché di fornire una guida per mercati, investitori, società e tutti i soggetti che rivestono un ruolo nel processo di sviluppo di una buona *corporate governance*<sup>46</sup>.

Preliminarmente i *Principle* segnalano che non è rintracciabile un singolo modello di buona *corporate governance* tuttavia è possibile individuarne alcuni elementi comuni<sup>47</sup>.

Alla luce dell'esperienza della grande crisi globale, il primo capitolo sottolinea il ruolo del quadro di *corporate governance* nel promuovere mercati trasparenti ed equi nonché efficiente allocazione delle risorse. Si concentra, in particolare, sulla qualità e sulla coerenza dei diversi elementi della regolamentazione che influenzano le pratiche di *corporate governance* e sulla effettività della relativa vigilanza e implementazione. Si richiede, in particolare, che il *framework* sulla *corporate governance* sia sviluppato tenendo

---

<sup>46</sup> *Ivi*, 9 ss.. In particolare, si evidenzia come “*the Principles are non-binding and do not aim at detailed prescriptions for national legislation. Rather, they seek to identify objectives and suggest various means for achieving them. The Principles aim to provide a robust but flexible reference for policy makers and market participants to develop their own frameworks for corporate governance. To remain competitive in a changing world, corporations must innovate and adapt their corporate governance practices so that they can meet new demands and grasp new opportunities. Taking into account the costs and benefits of regulation, governments have an important responsibility for shaping an effective regulatory framework that provides for sufficient flexibility to allow markets to function effectively and to respond to new expectations of shareholders and other stakeholders*”.

<sup>47</sup> *Ivi*, 10.

conto dell'impatto sistemico che questa può avere su crescita economica, integrità dei mercati e incentivi per i relativi partecipanti alla promozione di mercati trasparenti e funzionanti. E' interessante segnalare come sia espresso anche un nuovo principio sul ruolo dei mercati azionari nel sostenere una buona *corporate governance*<sup>48</sup>.

Alla luce delle osservazioni che precedono, sembra chiaro che l'espressione *corporate governance* sia ormai correntemente utilizzata nel linguaggio giuridico, economico, aziendale e finanziario in un'accezione ben più ampia del suo significato letterale.

Designa un tema classico di diritto societario, concernente gli assetti di governo di una società, ovverosia gli schemi secondo cui le prerogative decisionali e gestionali vengono allocate e ripartite all'interno della compagine sociale, secondo criteri legali e/o pattuizioni che possono intercorrere tra le diverse componenti della società.

Si fa, in particolare, riferimento a quell'insieme di istituzioni e regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla realizzazione di un assetto organizzativo adeguato nonché una gestione societaria e imprenditoriale conforme non solo alla legge e all'atto costitutivo ma soprattutto ai principi di corretta gestione e di adeguatezza degli assetti organizzativi nonché ispirata ai principi di efficacia, efficienza e correttezza ai fini della tutela di tutti i soggetti coinvolti e interessati alla vita della stessa, *in primis* gli azionisti, ivi compresi quelli di minoranza, oltre alla migliore realizzazione di tutti gli obiettivi per cui l'azienda medesima è amministrata. E' richiesto, pertanto, che sia in grado di coordinare ed equilibrare l'amministrazione della società, l'esercizio dei diritti da parte dei soci e il sistema dei controlli.

---

<sup>48</sup> *Ivi*, 13 ss..

Il sistema di *corporate governance* dovrebbe stimolare scelte che massimizzino il valore della società in presenza di un intreccio di interessi, spesso in conflitto tra loro, che fanno capo ai diversi soggetti che agiscono a vario titolo dentro di essa o nei suoi confronti: azionisti, creditori, *management*, dipendenti, clienti, fornitori: in una sola parola, gli *stakeholders*<sup>49</sup>.

Viene in rilievo, in proposito, l'attuale interpretazione del concetto di "interesse sociale" come interesse dell'impresa all'efficienza gestionale, frutto della composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, che tenga conto degli interessi-altri, propri degli *stakeholders*, in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented*<sup>50</sup>.

L'obiettivo a cui una società dovrebbe tendere è quello di allineare o, quantomeno, rendere compatibili gli interessi dei diversi portatori di interesse nelle vicende societarie.

Secondo una versione più ampia, la *corporate governance* è riferita al sistema di regole dirette ad allocare il controllo delle imprese secondo modalità che ne rispecchino l'efficienza, a garantire la protezione degli investitori e più in generale degli *stakeholder* e, infine, ad assicurare che la gestione della medesima società sia informata a valori di correttezza, trasparenza ed efficacia dell'impresa azionaria. In tale prospettiva, viene posto un accento particolare alla creazione di incentivi, economici e non, compatibili tra di loro che generino tensione positiva nei confronti di tutti gli *stakeholders* al fine di

---

<sup>49</sup> Con il termine anglosassone *stakeholders* si intendono i portatori di interesse che gravitano nel contesto sociale e i cui interessi sono spesso in conflitto. In via esemplificativa, si pensi alle seguenti casistiche: azionisti – *management*; azionisti di maggioranza – azionisti di minoranza; creditori – *management*; creditori – azionisti. La definizione è stata elaborata nel 1963 al *Research Institute* dell'Università di Stanford, in base alla quale è stata elaborata la teoria, appunto, degli *stakeholder*.

<sup>50</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, 2015 (di seguito, "*Tutela delle minoranze*"), pp. 510 ss..

massimizzare il contributo di ciascuno di essi alla creazione di valore aziendale<sup>51</sup>.

Nell'accezione più ristretta, la *corporate governance* si identifica con l'insieme delle regole, relative alla direzione dell'impresa, previste con il precipuo fine di rendere compatibili gli interessi degli azionisti e del *management*, tenuto conto delle criticità nascenti dal rapporto tra amministrazione e controlli. Il processo di compatibilità può svilupparsi attraverso l'utilizzo dei seguenti strumenti: (i) meccanismi interni alla società che consentono il controllo del *management* (consiglio di amministrazione, sistemi di *auditing*...); (ii) meccanismi esterni alla società, riconducibili alla funzione di disciplina dei mercati: la funzione informativa dei mercati nei confronti degli investitori, da un lato, e il "mercato per il controllo", cioè i processi di acquisizione e la minaccia di *takeover*, dall'altro, sono uno stimolo per il *management* a ottimizzare la *performance*, in linea con quanto atteso dagli azionisti; (iii) lo strumento della trasparenza e della qualità dell'informativa societaria, che potrebbe configurarsi come di collegamento tra i meccanismi interni ed esterni appena descritti<sup>52</sup>.

Il dibattito internazionale sulla *corporate governance* si è focalizzato in particolar modo, sotto l'influenza della letteratura nordamericana<sup>53</sup>, sul rapporto tra *manager* e *shareholder* e sulla risoluzione dei problemi di *agency*, ossia alla ricerca di soluzioni efficienti, anche sotto il profilo economico, per un corretto monitoraggio dell'attività degli amministratori.

---

<sup>51</sup> M. BIANCHI, M. BIANCO, S. GIACOMELLI, A. PACCES, S. TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005.

<sup>52</sup> ECB, *The evolving framework for corporate governance*, monthly bulletin, may 2005, p. 91.

<sup>53</sup> Un'analisi approfondita della letteratura a cui si fa riferimento è fornita da V. C. BUONAURO, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, pp. 868 ss..

Come noto, il rapporto tra amministratori e investitori rappresenta, infatti, una tipica relazione di *agency* in quanto il benessere del *principal*, ossia dell'investitore, dipende dall'azione posta in essere dall'*agent*, ossia dal *management*, che opera fiduciarmente nell'interesse del primo ma che, a sua volta, è orientato alla massimizzazione della propria funzione di utilità. Gli strumenti utilizzabili per la riduzione di tale tendenza producono i relativi *agency cost* che, nel complesso, impediscono il raggiungimento della massimizzazione del valore della società in cui tali rapporti sono inseriti.

Il consiglio di amministrazione svolge un ruolo significativo nel controllare i predetti problemi di agenzia, che deriva direttamente dagli obblighi fiduciari nei confronti degli azionisti e che include la responsabilità di assumere, licenziare, compensare e monitorare il *top management*: quando il *board* fallisce nel realizzare tale attività, si fa strada la necessità al che gli *shareholder* si rendano parte attiva nella società<sup>54</sup>.

Con specifico riferimento al contesto italiano ed europeo, in cui la struttura proprietaria delle società risulta essenzialmente concentrata nelle mani di

---

<sup>54</sup> Si veda, al riguardo, S. L. GILLAN, L. T. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2007, 11 ss., disponibile al seguente indirizzo web [http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=959670](http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=959670). Gli Autori segnalano, altresì, che “*there are a number of remedies for inadequate boards, starting with the fact that common stocks are bought and sold in a marketplace. Precisely because investors can sell their shares to the highest bidder, there is a market for corporate takeovers—or, in academic parlance, a “market for corporate control”—that gives competing management teams, as well as unaffiliated active investors, the ability to gain control of companies, thereby circumventing ineffective managers and boards. But even in cases where there appear to be no bidders, the stock market performs an inherent monitoring function that exerts pressure on managers and boards to make decisions that serve the interests of shareholders*”.

pochi azionisti che rappresentano la maggioranza <sup>55</sup>, i termini del dibattito si sono spostati dal rapporto tra azionisti e amministratori a quello tra maggioranza e minoranza azionaria.

Da questo ultimo punto di vista, giova segnalare come il rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria nell'ambito delle società quotate aventi struttura concentrata nelle mani di pochi azionisti si rifletta indirettamente anche nel rapporto tra questi ultimi e il *management*, posto che gli amministratori, fatti salvi quelli eletti con il voto di lista<sup>56</sup> e quelli indipendenti<sup>57</sup>, sono espressioni della maggioranza azionaria.

Nel capitolo che segue sarà analizzato il ruolo della minoranza azionaria nel contesto societario, nella prospettiva della realizzazione di un migliore assetto di *corporate governance* e di una condizione ottimale di trasparenza informativa.

---

<sup>55</sup> Con particolare riferimento alla realtà italiana, si segnala essersi sviluppata la tendenza ad incrementare, in particolare attraverso la sollecitazione del pubblico risparmio, il flusso dei capitali di rischio destinati a finanziare lo sviluppo della grande impresa; tale circostanza ha, in particolare, agevolato la nascita di imponenti complessi industriali capaci di concentrare la ricchezza e caratterizzati da una frammentarietà della proprietà azionaria tale per cui la partecipazione detenuta dai singoli soci è spesso così insignificante da non garantire alcun peso apprezzabile nella gestione interna della società. Si verifica, pertanto, quella separazione tra proprietà e controllo che fa sì che sia ancor più netta la contrapposizione tra coloro che si limitano a conferire capitali, gli investitori, senza alcuna partecipazione al governo dell'impresa e coloro che invece gestiscono l'impresa, gli azionisti di controllo. Si veda, in proposito, G. O. PROMOLLA, *Corporate governance: voce agli azionisti di "minoranza" e attivismo degli azionisti*, in *Le Società*, 2007, p. 927.

<sup>56</sup> Nelle società quotate, almeno un amministratore deve essere espresso dalla minoranza azionaria. A tal fine, lo statuto disciplina le modalità con cui vengono presentate, per il tramite del voto di lista, le liste di candidati da parte dei soci, nell'ambito dei criteri fissati dalla Consob. Si veda, in proposito, G. F. C. AMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2015, p. 259.

<sup>57</sup> Nelle società quotate almeno un membro del consiglio di amministrazione, ovvero almeno due se il consiglio è composto da più di sette membri, deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci e degli ulteriori requisiti *ex statuto*. Si veda, in proposito, *ibidem*.

## **II. Azionisti di minoranza: attivismo e ruolo degli investitori istituzionali**

### **1. Ruolo dell'assemblea nel sistema di *corporate governance*: una panoramica**

Nell'ottica della disciplina dell'organizzazione delle società per azioni, l'assemblea costituisce l'organo composto dalle persone dei soci, la cui funzione è formare la volontà della società nell'ambito delle materie ad essa riservate dalla legge o dall'atto costitutivo. Si tratta di un organo esclusivamente deliberativo le cui competenze sono per legge circoscritte alle decisioni di maggior rilievo per la vita sociale, restando riservate agli amministratori le competenze relative alla gestione<sup>58</sup>.

L'attività assembleare si sostanzia in un complesso procedimento,<sup>59</sup> scandito da fasi predeterminate dalla legge e individuabili in: convocazione, riunione, votazione, proclamazione dei voti e verbalizzazione. A ciascuna di esse corrisponde un'attività avente proprie regole, ciascuna propedeutica alla fase e all'attività successiva e tutte previste in funzione dell'unico fine di formare la volontà della società e produrre la delibera assembleare.

---

<sup>58</sup> Per una disamina approfondita sulla disciplina dell'assemblea, si faccia riferimento a G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.* 2015, pp. 234 ss..

<sup>59</sup> Così, A. SERRA, *op. cit.*, 56 ss; G. G. RIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, XVI, 2, 383 ss.; F. INNOCENTI, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 350 ss..

Nel corso del tempo, gli interpreti si sono soffermati ad analizzare il ruolo dell'assemblea nell'ambito del sistema di *corporate governance* e si sono visti contrapporre tradizionalmente in due orientamenti.

Un orientamento interpreta l'assemblea come organo di governo, il supremo organo decisionale della società, e il relativo procedimento assembleare come il momento fondamentale della "democrazia azionaria"; il contrapposto orientamento interpreta l'assemblea come un organo di mero rito, avente di fatto funzioni "meramente notarili" di decisioni prese altrove.

Ne deriva conseguentemente che i sostenitori dell'orientamento "organo di governo", sosterranno interventi finalizzati a eliminare gli ostacoli che impediscono la partecipazione attiva dei soci; i sostenitori dell'orientamento "organo di rito" sosterranno l'apatia razionale degli investitori e l'affidamento a meccanismi di tutela diversi, dando maggior rilevanza al *control by exit* piuttosto che al *control by vote*.

Più recentemente, anche a seguito dei molteplici interventi legislativi che si sono succeduti negli ultimi anni<sup>60</sup>, con l'obiettivo di individuare un efficiente bilanciamento di poteri e funzioni degli organi sociali per la realizzazione della migliore *corporate governance*, gli interpreti hanno ripreso a interrogarsi sul ruolo effettivo che ricopre l'assemblea nella società e su eventuali prospettive di miglioramento.

Un primo orientamento dottrinale, ponendo l'accento sulla progressiva concentrazione del potere gestorio nelle mani del *management* – al quale oggi spetta in via esclusiva ai sensi dell'art. 2380-*bis* cod. civ. – e sulla progressiva tendenza a "svilire" il momento collegiale e il procedimento assembleare a

---

<sup>60</sup> Nel par. 1.1 che segue è offerta una panoramica degli interventi del legislatore che si sono succeduti negli ultimi anni.

un inutile rito, privo di una concreta incidenza sulla direzione degli affari sociali, valuta in maniera scettica la possibilità di restituire all'assemblea un ruolo di sovranità<sup>61</sup>.

Un contrapposto orientamento ritiene possibile un processo di rivalutazione dell'assemblea che si realizzi attraverso l'incoraggiamento di un maggiore attivismo da parte delle minoranze azionarie "qualificate", tipicamente rappresentate dagli investitori istituzionali, che sarebbero in grado di restituire all'assemblea la funzione di indirizzo generale o quanto meno di confronto sull'operato degli amministratori<sup>62</sup>.

### **1.1. Assemblea ed esercizio dei diritti uti socii, alla luce dei recenti interventi legislativi, dalla *Shareholders' Rights Directive* alla proposta di modifica della stessa: brevi cenni sulle questioni aperte**

Negli ultimi decenni, anche sulla scia dei dibattiti dottrinali in materia, l'attenzione del legislatore – a partire dall'adozione del TUF fino alle più recenti novelle, sollecitate anche dall'impulso del legislatore Europeo – si è rivolta, nell'ambito degli interventi finalizzati a delineare le migliori regole di *corporate governance* delle società per azioni ed in particolare di quelle che

---

<sup>61</sup> *Ex multis*, P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO, IV, 2, Padova, 2004, pp. 157 ss.; R. C. OSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, pp. 330 ss.; P. ABBADESSA, A. MIRONE, *L'assemblea. Le competenze*, in AA. VV., *Le nuove s.p.a.*, diretto da CAGNASSO, PANZANI, Torino, 2010, p. 596.

<sup>62</sup> Si vedano, in particolare, G. B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in AA. VV., *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, II, Torino, 2006, pp. 5 ss..

fanno appello al pubblico risparmio, anche alla dimensione assembleare e al trasferimento di informazioni che in quella sede o nei momenti appena precedenti si realizza, con la precipua finalità di promuovere gli interessi degli azionisti, in particolare di minoranza, oltre che sul mercato nel momento dell'investimento, anche in una dimensione deliberativa.

Deve, a tal proposito, rilevarsi come, nella realtà delle società per azioni quotate, si registri non solo scarsa partecipazione ma sempre maggiore passivismo nei confronti dell'attività assembleare e della vita sociale da parte degli azionisti, soprattutto di minoranza, salvo quanto si dirà *infra*, in merito agli investitori istituzionali <sup>63</sup>. Tale aspetto sarà approfonditamente trattato nei paragrafi successivi; basti, in questa sede, pensare, al fine di individuare il fenomeno, alla circostanza per cui il più delle volte l'azionista investitore non raggiunge porzioni tali da rendere "conveniente" interessarsi alle vicende sociali, esercitando i propri diritti, anche di informazione, e sobbarcandosi i relativi costi e oneri.

A ciò si aggiunga che, nel contesto dei mercati finanziari, in cui sussistono uniformi obblighi di informazione continua, ai quali nella prassi si accompagnano frequenti incontri con gli analisti, pure oggetto di obbligatoria *disclosure* al pubblico, l'assemblea come momento di informazione e conseguente dibattito tra i soci sembra perdere in via di fatto significativamente di rilievo<sup>64</sup>

Come anticipato in apertura del paragrafo, il legislatore, tanto nazionale che Europeo, non è rimasto inerte di fronte alle criticità evidenziate dalla realtà empirica e dalla dottrina in materia nonché di fronte alle molteplici iniziative

---

<sup>63</sup> Si rimanda, al riguardo, al successivo par. 2.1.

<sup>64</sup> Così P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011 (di seguito, "La Direttiva azionisti"), pp. 686 ss..

di autoregolamentazione e, al contrario, sembra aver avviato, nell'ambito del progetto di "razionalizzazione" del diritto societario e dei sistemi di *corporate governance*, un processo di "rivitalizzazione" dell'assemblea delle società quotate<sup>65</sup>, aumentando il potere deliberativo degli azionisti e incoraggiandone l'esercizio informato ed efficace.

Sembra, quindi, esplicitarsi appieno in questa sede la funzione "riequilibrativa" dell'intervento del legislatore.

Limitando la trattazione ad un breve accenno alle iniziative legislative e regolamentari più recenti <sup>66</sup> e senza pretesa di completezza, di seguito sono richiamati gli interventi che si sono succeduti nell'ottica di introdurre nuovi strumenti di partecipazione degli azionisti, come singolo o come gruppo, ovvero rafforzare o innovare quelli preesistenti.

---

<sup>65</sup> In questa direzione, si vedano P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti, op. cit.*, pp. 685 ss.: l'Autore nel 2011 evidenziava gli interventi di "rivitalizzazione" dell'istituto dell'assemblea realizzati attraverso la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate; I. D., *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015 (di seguito, "*Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*"), p. 963 laddove osserva come "in realtà i segnali di cambiamento, in sede sovranazionale ed interna, non sono irrilevanti. Dalla evoluzione della Direttiva *Shareholders' Rights* alla disciplina dell'informativa assembleare un processo di razionalizzazione è avviato".

<sup>66</sup> Per una disamina dei presidi legali riconosciuti dall'ordinamento italiano prima dell'adozione della Direttiva 2007/36/CE a tutela dei soci di minoranza, e in particolare delle minoranze qualificate, contro gli abusi del socio di controllo e alla utilizzazione per fini pubblici della società (con socio di controllo pubblico) si faccia riferimento a M. S. RICHTER JR, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, pp. 199 ss.; C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 404 ss.; G. PROMOLLA, *op. cit.*, pp. 925 ss..

Vengono, in primo luogo, in rilievo le disposizioni introdotte con la *Shareholders' Rights Directive* del 2007<sup>67</sup>, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate, e recepite in Italia attraverso il d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27<sup>68</sup>.

Si richiamano, in particolare: la disciplina dell'informazione preassembleare, ossia il diritto dei soci di porre domande sulle materie all'ordine del giorno prima dell'assemblea<sup>69</sup>; la trasmissione di informazioni *pre* e *post* assembleari in via telematica<sup>70</sup>; l'ampliamento della portata dei diritti dei soci di integrare l'ordine del giorno e di richiedere la convocazione dell'assemblea, già peraltro introdotti nel nostro ordinamento con la Legge sul Risparmio; il sistema della *record date*, di matrice angloamericana, introdotto in risposta

---

<sup>67</sup> L'11 luglio 2007 è stata approvata dal Parlamento europeo e dal Consiglio la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate. Di seguito il riferimento ad essa potrà essere fatto anche come alla "*Shareholders' Rights Directive*". Tale direttiva si inserisce nell'ambito della realizzazione del Piano d'azione "*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*", lanciato dalla Commissione europea nel 2003, nel quale, tra l'altro, era stata segnalata la necessità di rafforzare i diritti degli azionisti delle società quotate e di agevolare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto. Tale direttiva ha inteso introdurre norme "minime" per il ravvicinamento delle legislazioni europee, volte a "proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti". La direttiva in parola è stata recepita in Italia attraverso l'adozione del d. lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010.

<sup>68</sup> Attraverso l'adozione del d. lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010 è stata attuata in Italia la *Shareholders' Rights Directive* 2007/36/CE. Il decreto citato, in linea con i criteri di delega adottati, non si è limitato a modificare e integrare la disciplina vigente ai fini dell'attuazione della direttiva comunitaria, ma ha colto l'occasione per modificare anche alcune disposizioni del cod. civ. e del TUF in altre materie, comunque connesse con la disciplina delle assemblee e l'esercizio dei diritti nelle società quotate, oltre ad aver dettato le necessarie norme di coordinamento con altre leggi di settore.

<sup>69</sup> Per una disamina sull'istituto, le criticità e i potenziali effetti benefici si faccia riferimento a P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, op. cit., pp. 689 ss..

<sup>70</sup> Per un approfondimento si vedano M. IANÌ, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca borsa*, 2014, 424; ID, *Diritti degli azionisti ed efficacia organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, 786, laddove sono evidenziate le criticità collegate al sito internet e alle differenze linguistiche.

all'esigenza fortemente sentita dagli investitori istituzionali di eliminare i vincoli al trasferimento delle azioni di cui sia imposto il preventivo deposito nella fase precedente l'assemblea<sup>71</sup>; la possibilità di consentire la partecipazione alle assemblee a distanza e mediante mezzi elettronici<sup>72</sup>.

Tralasciando le considerazioni di merito relative all'efficacia in concreto degli istituti descritti al raggiungimento dei fini sottesi al disegno della direttiva di ampliare la capacità di controllo e di intervento dell'azionariato potenzialmente attivo, la cosiddetta *voice* degli azionisti attraverso il diritto di voto, ciò che in questa sede rileva è osservare la sempre crescente

---

<sup>71</sup> Per un approfondimento, si faccia riferimento a P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 688, il quale osserva come "poiché, in ogni caso, l'innovazione è stata fortemente voluta dagli investitori istituzionali, è ragionevole prevedere che la partecipazione all'assemblea delle società quotate degli investitori istituzionali, non più vincolati a mantenere congelati i titoli nel periodo assembleare (come accadeva nel regime del "deposito" preventivo), aumenti rispetto al passato"; G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.* 2015, p. 243.

<sup>72</sup> In proposito, P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 688, secondo il quale "il voto elettronico potrebbe – forse – modificare quantitativamente la partecipazione assembleare, ma è affidata all'autonomia statutaria (cfr. art. 2370, 4 co., co. civ. e art. 127 TUF): sarà interessante verificare quante società ricorreranno all'*opt-in* e se l'innovazione tecnica sia effettivamente in grado di modificare «ontologicamente» la fisionomia dell'assemblea"; e, più recentemente, M. C IAN, *op. cit.*, 2015, 786 evidenzia come in Italia risulti recepita solo a livello di opzione statutaria e con scarso successo e interesse applicativo: "la Direttiva ha optato per una scelta di *soft improvement* degli strumenti di partecipazione a distanza ai lavori assembleari, imponendo agli Stati membri di rimuovere ogni ostacolo all'utilizzazione di questi strumenti ma senza obbligare le singole società quotate a farne uso. Il legislatore italiano si è attestato esattamente su questa linea. [...] Se ci si sofferma sulle soluzioni indotte dalla SHDR (voto per corrispondenza e partecipazione a distanza) è facile constatare come gli obiettivi comunitari siano almeno fino ad oggi scarsamente raggiunti. [...] Almeno tra le società di maggiori dimensioni (la cui quotazione concorre all'indice principale di Borsa Italiana: FTSE-MIB), sono numerose quelle i cui statuti prevedono la possibilità per i loro azionisti di intervenire alle assemblee con mezzi di comunicazione a distanza, o di esprimere il voto per corrispondenza o in via elettronica; tutti gli statuti però rimettono all'organo amministrativo la decisione, da prendersi in assemblea, se attivare o no questi canali di partecipazione. In concreto, i dati delle assemblee tenutesi in questi primi anni di operatività della SHRD evidenziano l'estrema rarità della loro attivazione. Il caso forse più interessante è quello delle assemblee di Telecom, società che ha consentito ai propri azionisti di esprimere il voto in via elettronica, [...] il numero dei soci che hanno colto questa opportunità è stato però assai basso e la dimensione delle loro partecipazioni rivela che si trattava di azionisti *retail* e non di investitori istituzionali".

attenzione del legislatore nel fornire strumenti alle minoranze per una maggiore partecipazione della vita sociale, al fine di alimentare la dialettica interna alla compagine sociale, ritenuta costruttiva e benefica nella prospettiva tanto societaria che del mercato finanziario complessivamente inteso<sup>73</sup>

Rinviando al paragrafo successivo per una disamina analitica delle configurazioni che può assumere la minoranza, è interessante sottolineare, fin da subito, come concordemente gli interpreti <sup>74</sup> abbiano sostenuto che, sul piano sistematico, il complessivo disegno del legislatore europeo e, più nello specifico, della direttiva in discorso fosse da interpretarsi secondo il criterio funzionale della protezione delle minoranze qualificate: favorire la partecipazione alla vita sociale, anche ai fini di un monitoraggio della gestione, non tanto delle minoranze “marginali”, disorganizzate ed inesperte, quanto piuttosto proprio della particolare categoria di minoranze organizzate e qualificate, rappresentate dagli investitori istituzionali.

Il sistema di tutele approntate, con riferimento agli strumenti informativi e di partecipazione, ed in particolar modo quelli riconducibili all’ingresso delle nuove tecnologie nel novero degli strumenti procedurali a disposizione delle

---

<sup>73</sup> In particolare, M. C. IAN, *op. cit.*, 2014, pp. 422 ss. sottolinea come, a tal fine, fossero stati predisposti strumenti per il “potenziamento dell’accesso “a distanza” alle informazioni preassembleari e l’agevolazione del voto *in absentia*”.

<sup>74</sup> Per tutti, N. A. BRIANI, D. U. S. ANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, 4, p. 141, laddove affermano che “la tutela delle minoranze ha il suo fuoco nelle norme a salvaguardia non solo e non tanto degli azionisti disorganizzati ed inesperti, quanto delle minoranze organizzate e qualificate; tali norme hanno a loro volta particolare riguardo proprio agli investitori istituzionali in quanto gestori professionali dei patrimoni mobiliari (anche degli azionisti disinteressati) e quindi “cani da guardia” di amministratori e *manager*, cui il legislatore sembra in ultima analisi affidare largamente, insieme agli azionisti organizzati ed interessati alla gestione, le sorti della democrazia azionaria del terzo millennio”; M. VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, 1182; M. CIAN, *op. cit.* 2014, p. 422.

società, sembrano, infatti, pensate per essere fruibili proprio dagli investitori istituzionali, domestici e non residenti, in quanto soggetti in grado di valutare razionalmente ed analiticamente le informazioni fornite, più che dal singolo azionista o dal pubblico dei piccoli investitori<sup>75</sup>.

In questa prospettiva, appare ancor più significativo il principio di parità di trattamento che, pur essendo principio generale e immanente all'ordinamento europeo, viene richiamato espressamente dalla direttiva, nell'ottica di affermare l'uguaglianza sostanziale che faccia salve le peculiarità delle minoranze con riguardo alla "classe" di appartenenza<sup>76</sup>.

E' stato, peraltro, messo in luce che la direttiva in discorso si inserisce in un processo di modernizzazione già in atto nelle discipline nazionali che, con particolare riferimento al contesto italiano, aveva trovato un significativo impulso già con l'adozione del TUF<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> I quali generalmente trovano strumenti più efficienti di tutela della propria posizione nel mercato, attraverso l'esercizio del diritto di *exit* che finisce per prevalere su quello di *voice*.

<sup>76</sup> Così, N. A. BRIANI, D. U. S. ANTOSUOSSO, *op. cit.*, p. 141; gli Autori sottolineano il solenne significato da attribuirsi al principio di parità di trattamento espresso in apertura della *Shareholders' Rights Directive*, ai sensi dell'art. 4.

<sup>77</sup> Già con l'adozione del TUF la dottrina si era interrogata se la nuova disciplina avrebbe incentivato la partecipazione della classe degli azionisti, rappresentata dagli investitori istituzionali: M. BIANCHI, M. C. CORRADI, L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori dei fondi comuni*, in *Banca impr. soc.*, 2002, pp. 397 ss. laddove, con riguardo alle disposizioni introdotte ai sensi del TUF, osservano come "l'idea sottostante a queste nuove regole del governo societario consisteva nella previsione che gli investitori istituzionali avrebbero fatto uso di tali poteri, se necessario, nel corso della loro attività di monitoraggio delle società quotate"; M. S. RHTER JR, *op. cit.*, 2006, pp. 199 ss.; N. BRIANI, D. U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, p. 141, i quali affermano che la tutela è offerta alle minoranze organizzate e qualificate, "come già *in nuce* nell'attuale disciplina delle società quotate"; G. OPROMOLLA, *op. cit.*, p. 926 ss. il quale osserva come "la maggior considerazione di cui godono oggi rispetto che in passato gli investitori istituzionali emerge proprio dall'analisi del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio del 1998"; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 686, laddove afferma che "il criterio funzionale della protezione delle minoranze qualificate [...] del testo unico rappresenta l'architrave sistematico"; M. CIAN, *op. cit.* 2014, p. 422.

Nel medesimo disegno complessivo del legislatore europeo sopra descritto e in considerazione della presenza sempre crescente degli investitori istituzionali all'interno delle società emittenti, è riconducibile anche la recente proposta di direttiva, pure di matrice Europea, che, a sua volta, modifica la *Shareholders' Rights Directive* al fine di incoraggiare l'impegno a lungo termine, di cui sarà offerta una trattazione analitica nel capitolo che segue.

Il legislatore europeo, questa volta in maniera espressa, si prefigge l'obiettivo di contrastare i fenomeni di assenteismo e passivismo largamente diffusi nella prassi e coinvolgere gli investitori istituzionali ad una partecipazione più attiva alla vita e agli interessi sociali, stimolandoli a giocare un ruolo significativo nella trasparenza informativa e nella *corporate governance* delle società emittenti<sup>78</sup>.

A fini di completezza – in quanto, come si avrà modo di verificare *infra*, non risulta pacifica la funzione – si segnala, altresì, la recente introduzione nel nostro sistema giuridico, ad opera della l. 11 agosto 2014, n. 116, di nuove categorie di azioni: le azioni a voto plurimo, nelle società per azioni non quotate, e quelle a voto maggiorato, nelle società per azioni quotate<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Per una trattazione più approfondita, si faccia riferimento *infra* al cap. III.

<sup>79</sup> Per un approfondimento, si faccia riferimento, in particolare, a M. C. IAN, *op. cit.*, 2015, pp. 791 ss.

Tale intervento assume una valenza significativa in quanto finisce per scardinare il principio del “*one share, one vote*”, a lungo difeso dal legislatore italiano<sup>80</sup>.

In un contesto dei mercati finanziari con dimensioni transnazionali, tale esigenza è stata fortemente sentita tra gli operatori economici; è interessante, in proposito, segnalare il caso emblematico che ha portato la società automobilistica Fiat S.p.A., incorporata in Fiat Chrysler Automobiles N.V., a trasferire la propria sede in Olanda dove tale disciplina era consentita.

Sulle finalità di politica legislativa alla base di tale intervento e sulle ricadute nella pratica, sono allo stato ipotizzabili due soluzioni: da un lato, il rafforzamento del gruppo di controllo, ovvero del socio fondatore o di riferimento; dall'altra, un incentivo all'investimento di lungo periodo, in quanto il voto maggiorato è inderogabilmente riconosciuto all'appartenenza delle azioni per almeno 24 mesi, coerentemente con gli interventi europei in cantiere di cui si è accennato sopra<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> M. CIAN, *op. cit.* 2015, pp. 791 ss. sottolinea come “uno dei pochi pilastri del diritto delle partecipazioni azionarie che il progressivo ammodernamento del sistema giuridico societario operato nell'ultimo quindicennio non aveva voluto toccare era quello dell'unicità del voto per azione. Sino all'estate del 2014, l'ordinamento italiano, sebbene con previsioni maggiormente articolate rispetto a quelle più comuni negli altri Paesi europei, consentiva di agire sul diritto di voto esclusivamente attraverso la sua ablazione [...] Le opzioni a disposizione degli statuti erano perciò solo due: quelle della *one share – one vote* e quella della *one share – no vote*”.

<sup>81</sup> Si vedano, al riguardo, M. CIAN, *op. cit.*, 2015, pp. 792 ss.; P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, op. cit.*, pp. 516 ss..

## 1.2. Gli azionisti di “minoranza”: una doverosa precisazione terminologica

Dalle osservazioni dei paragrafi che precedono, emerge chiaramente che nel corso del tempo il tema delle minoranze ha assunto un rilievo centrale e decisivo sempre crescente, non solo nell’ambito dei dibattiti dottrinali ma anche negli interventi legislativi, finalizzati proprio alla tutela delle medesime<sup>82</sup>.

A questo punto si rende doveroso esplicitare i molteplici significati che il concetto di “minoranza” può assumere, anche nel linguaggio del legislatore, con riferimento agli azionisti nel contesto societario<sup>83</sup>.

In una prospettiva propriamente quantitativa, essa può riferirsi al singolo azionista ovvero a una dimensione collettiva.

In quest’ultima accezione, il riferimento può farsi, da un lato, alla minoranza tradizionale, che, tipicamente nelle società aventi dimensioni contenute, è costituita da chi detiene percentuali azionarie inferiori alla metà del capitale; dall’altro, alla minoranza, propria di grandi società ad azionariato diffuso, costituita dalla frammentazione delle partecipazioni azionarie molto inferiori alla metà.

---

<sup>82</sup> E’ interessante notare come già nel 1993, Alberto Mazzoni e Alessandro Cerrai osservavano come il tema delle minoranze “è sicuramente uno dei temi più «classici», se non il più «classico», tra quelli che una valutazione d’insieme del diritto delle società per azioni impone di affrontare” in A. M AZZONI, A. CERRAI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 1 ss.; di recente la predetta tesi è stata spostata da P. M ONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, p. 508.

<sup>83</sup> Al riguardo, G. PROMOLLA, *op. cit.*, p. 925 laddove osserva che “il concetto di «minoranza» è peraltro un concetto polivalente”; P. M ONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, p. 508 laddove afferma: “ritengo convincimento pressoché unanimemente condiviso che la minoranza azionaria è categoria composita”.

Sotto l'aspetto più propriamente qualitativo, avuto riguardo alla rilevanza dell'investimento e al grado di interesse a prendere parte al governo societario, possono distinguersi due grandi categorie: l'azionista cosiddetto minimo e l'azionista cosiddetto qualificato<sup>84</sup>

Nell'una categoria rientra la figura dell'"antico cassetista", ricomprendendo tutti i piccoli azionisti che non partecipano alla vita sociale, o vi partecipano con *vis polemica*, e sono tipicamente interessati solo agli aspetti patrimoniali<sup>85</sup>.

Questi sono interessati principalmente a non perdere l'investimento e, pertanto, generalmente trovano strumenti più efficienti di tutela della propria posizione nel mercato, attraverso la cosiddetta "Wall Street rule," ossia l'esercizio del diritto di *exit*, di liquidazione del proprio investimento nel momento in cui questo è migliore, che finisce per prevalere su quello di *voce*.

Si ritiene, alla luce delle osservazioni empiriche, che essi non apportino contributi utili nel sistema della *corporate governance* in quanto non interessati, in termini di tempi e/o di costi, o non competenti per

---

<sup>84</sup> Si segnala, in proposito, come è stata offerta di recente una ricostruzione parzialmente diversa e più dettagliata con riguardo ai soggetti riconducibili alla nozione di minoranza. In particolare, P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, p. 508 ricomprende nella "categoria composita" della minoranza azionaria: "l'azionista cd. minimo (l'antico cassetista); il socio industriale con partecipazione di rilievo; l'investitore finanziario stabile (fenomeno particolarmente rilevante in Italia: penso alle le fondazioni di origine bancaria), gli investitori professionali "puri", quali *hedge fund* e simili, gli investitori istituzionali". Tenuto conto della materia oggetto di trattazione e delle relative finalità, si predilige in questa sede una classificazione per categorie più ampie.

<sup>85</sup> G. O PROMOLLA, *op. cit.*, p. 925; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 686; I. D., *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, p. 508 laddove osserva che "l'azionista minimo è un retaggio del passato – si pensi alla stagione dei piccoli azionisti degli anni sessanta – totalmente influente nella dinamica della *corporate governance*, spesso con rilievo meramente folcloristico: fenomeno insomma degno di studio più di sociologi e psicologi che non dei giuristi, meritevole di tutela proporzionale all'investimento, in particolare quanto al diritto di intervento in assemblea".

approfondimento analitico sul governo sociale e critica efficace alla gestione sociale<sup>86</sup>.

Nell'altra categoria rientra la figura degli investitori istituzionali che tipicamente detengono una minoranza qualificata, ossia partecipazioni rilevanti, non di rado pari alle soglie di rilevanza legislativamente fissate, e hanno generalmente maggiore interesse a prendere parte alla vita sociale, anche in termini di informazione e controllo, soprattutto in chiave dialettica, sulle scelte di gestione<sup>87</sup>.

Si consideri, infatti, che gli investitori istituzionali non solo hanno capacità e conoscenze tecniche e professionali che permettono loro di valutare razionalmente e analiticamente le informazioni fornite ma anche dimensioni e quantità di interessi che potrebbero rendere conveniente interessarsi alle vicende societarie, esercitando i propri diritti amministrativi e sostenendo i relativi costi e oneri.

Con particolare riferimento a questi ultimi e con specifico riguardo alla realtà italiana, per lungo tempo si è pensato che gli investitori istituzionali non dovessero entrare nel merito delle scelte gestionali e dovessero anzi partecipare in modo passivo alle assemblee delle società emittenti, limitandosi ad esercitare il proprio diritto di *exit* in caso di dissenso.

Negli ultimi anni, il contesto societario e gli indirizzi legislativi sembrano essere cambiati: per un verso, si sta assistendo a un progressivo aumento della presenza degli investitori istituzionali nelle compagnie sociali e della partecipazione nelle assemblee delle società partecipate, come sarà mostrato

---

<sup>86</sup> In termini simili P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, op. cit., p. 686.

<sup>87</sup> G. OPROMOLLA, op. cit., pp. 925 ss.; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, op. cit., pp. 686 ss.; ID., *Tutela delle minoranze*, op. cit., pp. 508 ss..

in seguito<sup>88</sup>, per altro verso, si sta assistendo a un processo di riforma del diritto societario che porta con sé non solo la tutela delle minoranze ma anche la valorizzazione del ruolo degli investitori istituzionali<sup>89</sup>.

Già da una rassegna delle norme poste a tutela delle minoranze, come descritte nel paragrafo che precede, si scorge, infatti, la maggiore considerazione nell'ambito dei sistemi di *corporate governance* di cui godono oggi, più che rispetto al passato, le minoranze azionarie qualificate<sup>90</sup>.

Ma vi è di più. Il sistema di tutele approntate, con riferimento agli strumenti informativi e di partecipazione delle minoranze, sembra pensato per essere fruibile proprio da soggetti come gli investitori istituzionali, in grado di valutare razionalmente ed analiticamente le informazioni fornite, più che dal singolo azionista o dal pubblico dei piccoli investitori<sup>91</sup>.

Il vero *homo economicus* non è più il singolo investitore ma un'entità collettiva organizzata secondo modelli ben precisi e, parallelamente, la definizione di

---

<sup>88</sup> Si rimanda, al riguardo, al successivo par. 2.1.

<sup>89</sup> Processo avviato con gli interventi legislativi di cui si è trattato al par. 1.1 che precede e attualmente in avanzamento con le iniziative europee che saranno oggetto di trattazione nel cap. III che segue.

<sup>90</sup> Emblematico quanto osservato recentemente in P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, 1, p. 2: "si fa strada il convincimento che il tema del ruolo delle minoranze azionarie qualificate in tema di *corporate governance* abbia assunto dimensioni e declinazioni innovative rispetto al passato".

<sup>91</sup> Si rimanda, in particolare, alle osservazioni elaborate nell'ambito del par. 1.1 che precede. Sembra interessante richiamare, altresì, le riflessioni recentemente elaborate da P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, p. 508 laddove osserva che "l'azionista minimo è [...] fenomeno insomma degno di studio più di sociologi e psicologi che non dei giuristi; [...] investitori istituzionali e soci industriali e/o finanziari rilevanti sono dunque le uniche categorie di minoranze azionarie che, per (a) rilevanza dell'investimento e (b) potenzialità di interessi diretti nella gestione, sono meritevoli di considerazione vuoi scientifica vuoi normativa".

comportamento razionale finisce per assumere connotazioni di tipo eminentemente tecnico e professionale<sup>92</sup>.

Sembra, quindi, ragionevole rintracciare la volontà del legislatore di incentivare il piccolo risparmiatore non tanto alla gestione autonoma del proprio risparmio quanto piuttosto all'adesione ai prodotti e ai servizi di investitori istituzionali, attraverso i quali viene garantita al primo una migliore gestione dei titoli e, soprattutto, maggiori possibilità di esercitare i particolari diritti riconosciuti dal TUF alle minoranze qualificate di azionisti<sup>93</sup>.

## **2. *Shareholder Activism***

Come anticipato nelle pagine che precedono, si rende essenziale a questo punto mettere in luce e analizzare il comportamento posto in essere dagli azionisti di minoranza delle società quotate rispetto alla vita sociale e alle scelte di governo che coinvolgono la società in cui investono: nei due poli opposti, possono individuarsi stati di passività e di attivismo.

Sembra interessante mettere subito in luce che, in tale contesto, la *disclosure* e la trasparenza informativa che la prima realizza, giocano un ruolo essenziale e decisivo nei comportamenti dei soggetti all'interno del sistema di *corporate governance*.

---

<sup>92</sup> Si veda, in particolare, A. CHILOIRO, *op. cit.*, p. 189.

<sup>93</sup> Tale chiave di lettura è fornita da G. OPROMOLLA, *op. cit.*, p. 926.

Lo stato di passività, che tipicamente caratterizza l'azionista di minoranza, determina la condizione cosiddetta di *apatia razionale*<sup>94</sup>, ovvero quella condizione in cui l'azionista si determina razionalmente, in mancanza di incentivi in senso contrario, a non intervenire e non prendere parte attiva all'organizzazione e alla vita sociale.

Tale condizione è tipicamente determinata, da un lato, dalla indisponibilità di adeguati e sufficienti informazioni per verificare che la gestione dell'impresa non sia rivolta a perseguire interessi diversi rispetto a quello sociale<sup>95</sup> e, dall'altro, dalla indisponibilità di risorse o incentivi a vincere la

---

<sup>94</sup> Il concetto di *apatia razionale* è stato introdotto da Berle e Means come una delle conseguenze della separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società per azioni laddove l'azionista di minoranza non è "in grado di esercitare il benché minimo controllo" tramite l'esercizio del diritto di voto: A. BERLE, G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966, 86.

<sup>95</sup> Come noto, il rapporto tra amministratori e investitori rappresenta una tipica relazione di *agency* in quanto il benessere del *principal*, ossia dell'investitore, dipende dall'azione posta in essere dall'*agent*, ossia dal *management*, che opera fiduciarmente nell'interesse del primo ma che, a sua volta, è orientato alla massimizzazione della propria funzione di utilità. Gli strumenti utilizzabili per la riduzione di tale tendenza producono i relativi *agency cost* che, nel complesso, impediscono il raggiungimento della massimizzazione del valore della società in cui tali rapporti sono inseriti. In questa prospettiva, la *disclosure* costituisce uno strumento centrale e decisivo in quanto contribuisce a contrastare i problemi di *agency*. Per una trattazione approfondita in materia, si faccia riferimento alle osservazioni di cui all precedente cap. I, par. 1.

fisiologica condizione di asimmetria informativa <sup>96</sup> che caratterizza le società quotate nel contesto dei mercati finanziari<sup>97</sup>.

Si ritiene, pertanto, che gli azionisti si attivino per superare la condizione di apatia razionale solo quando considerino economicamente razionale il cercare di influenzare direttamente le scelte di gestione: in altre parole, quando, in base a una valutazione di convenienza perfettamente razionale, il “sacrificio individuale” sostenuto per monitorare l’attività di gestione risulti più che controbilanciato dal beneficio collettivo di minimizzazione della tendenza di amministratori ed eventuali soci di controllo a rivolgere la gestione sociale a proprio beneficio, con conseguente depauperamento indebito del patrimonio della società<sup>98</sup>.

Sembra evidente, dunque, che la determinazione del socio ad attivarsi dipenderà in larga misura dalla disponibilità di tempo, danaro e conoscenza a ciò necessarie<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> Come noto, la condizione di asimmetria informativa, generalmente sussistente tra chi domanda capitale e chi lo offre, è determinata dalla circostanza per cui chi domanda capitale è tipicamente posto in una situazione di “supremazia” informativa, in quanto dispone di maggiori e più complete informazioni per valutare le caratteristiche e le prospettive dell’attività, per il finanziamento della quale si rivolge al pubblico indistinto di risparmiatori. La *disclosure* e la trasparenza informativa possono contribuire a mitigare la fisiologica condizione di asimmetria informativa che caratterizza i mercati finanziari. Per una trattazione approfondita in materia, si faccia riferimento alle osservazioni di cui all precedente cap. I, par. 1.

<sup>97</sup> Ricostruiscono le cause dell’apatia razionale degli azionisti in questa prospettiva M. EREDE, G. S. ANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 935 ss..

<sup>98</sup> In altre parole, solo quando si registi una minimizzazione degli *agency probem* e dei relativi *agency cost*.

<sup>99</sup> Così, M. EREDE, G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 935 ss..

Risulta incontestato che, in una realtà del tutto fisiologica di *corporate governance*, gli amministratori non tendano a perseguire interessi propri ma operano al fine di attuare i propri doveri, che trovano la propria ragion d'essere nel rapporto fiduciario instaurato con la generalità degli azionisti per conto dei quali gestiscono l'impresa: si richiama in maniera paradigmatica il dovere *ex art. 2380-bis cod. civ.* alla "gestione dell'impresa, compiendo tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale"<sup>100</sup>.

In particolare, gli amministratori sono chiamati, nell'ambito della propria attività di gestione, a perseguire l'interesse sociale, che nell'accezione oggi condivisa in dottrina rappresenta l'interesse dell'impresa all'efficienza gestionale in una prospettiva di ultima istanza *profit-oriented*, ossia di valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale: è realizzabile attraverso la composizione dei plurimi interessi delle diverse categorie di azionisti (*long term, short term*, finanziari, industriali, speculativi, minoranza, maggioranza...), nell'ambito dei limiti, condizionamenti e doveri di finalizzazione giuridicamente rilevanti e tenuto conto degli interessi-altri, propri degli *stakeholders*<sup>101</sup>.

Come anticipato, nella patologia del contesto sociale e nella realtà empirica, si osservano tuttavia comportamenti opportunistici degli amministratori finalizzati a perseguire interessi propri ovvero della maggioranza di cui sono espressione, a scapito dell'interesse sociale come appena descritto.

---

<sup>100</sup> Si veda, in proposito, C. A. NGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa*, 2014, 260 ss..

<sup>101</sup> *Ivi*, 258 ss.; si vedano, altresì, P. M. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, pp. 510 ss.; F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 220 ss..

Il rischio del realizzarsi di tali comportamenti opportunistici, che costituiscono potenzialmente fonte di responsabilità per gli amministratori, può essere certamente monitorato e neutralizzato attraverso un coinvolgimento degli azionisti di minoranza nella vita e nel governo sociale, oltre ad un efficiente funzionamento del sistema dei controlli interno ed esterno alla società<sup>102</sup>.

Dall'altro lato, quanto agli interessi perseguiti dagli azionisti, si rileva un duplice orientamento: da un lato, si ritiene che gli azionisti, ancorché nell'ambito di raggruppamenti, come nel caso delle minoranze azionarie, non sembrano essere titolari di un interesse proprio ma sono chiamati ad esercitare i diritti loro attribuiti ispirandosi al miglior soddisfacimento dell'interesse della società alla corretta gestione e, dunque, nel rispetto dell'interesse sociale<sup>103</sup>; dall'altro lato, si ritiene che gli azionisti siano titolari di un interesse proprio nella società che trova come unici limiti la realizzazione di interessi propri contro la società e la necessità di tener conto

---

<sup>102</sup> Per una panoramica dei sistemi di controllo nel contesto sociale, si faccia riferimento, *ex multis*, a P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob*, *op. cit.*, pp. 123 ss..

<sup>103</sup> Tale posizione è assunta da P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, *op. cit.*, pp. 509 ss., al quale si rimanda per una trattazione dettagliata. In particolare, viene in rilievo la nozione di "controllo-verifica", come "funzione e strumento di verifica di conformità tra condotte e paradigmi regolatori", in relazione alla quale sembra interessante evidenziare come l'Autore segnali che "il controllo, in questa accezione, si configura come funzione e non come diritto o facoltà".

di interessi concreti degli altri azionisti, secondo il principio di buona fede e affidamento<sup>104</sup>.

Con riferimento all'attivismo, generalmente noto secondo il linguaggio anglosassone anche come *shareholder activism*, sembra interessante fornire preliminarmente una panoramica delle definizioni che gli interpreti hanno elaborato.

Secondo una prima teoria<sup>105</sup> l'attivismo degli azionisti è definibile come "l'esercizio e l'implementazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di incrementare lo *shareholder value* nel lungo periodo". Tale definizione, prendendo origine e ponendo particolare attenzione ai diritti degli azionisti, esclude, pertanto, dal proprio contesto di osservazione quei particolari investitori che acquistano strumenti finanziari sprovvisti dei medesimi diritti.

---

<sup>104</sup> Tale posizione è assunta, in particolare, da C. A. NGELICI, *op. cit.*, pp. 258 ss., il quale, nel ragionare se il superamento dei limiti si ponga nell'ambito dello schema dell'abuso del diritto o dell'eccesso di potere, si richiama a un tipo di vicenda giurisprudenziale, che sembra emblematica: quella concernente la decisione di sciogliere la società, oggetto di *leading cases* in Germania, Linotype, e in Italia, caso deciso dalla nota Cassazione del 1995 con la sentenza Marziale. Tali pronunce, pur con itinerari argomentativi differenti, sono in grado di evidenziare con il loro esito in concreto due aspetti: "che l'azionista, quando vota per lo scioglimento anticipato della società, esercita un diritto *eigennutziger*, nel proprio interesse, e che quindi in principio la validità della decisione non presuppone alcun confronto con interessi altri; e che un limite a ciò può sussistere solo se e in quanto si dimostri che i modi in cui si era programmata la liquidazione erano in concreto volti ad attribuire al socio di maggioranza un ingiustificato vantaggio a scapito della minoranza".

<sup>105</sup> Il riferimento è, in particolare, a K.L. CHEE, *A road map for corporate governance in East Asia*, in *New Journal of International Business Law*, 165, 2004, pp. 185 ss.; J. ARMOUR, B. CHEFFINS, *The rise and fall (?) of shareholder activism by hedge funds*, ECGI – working paper, n. 136/2009, disponibile su <http://www.ecgi.org/tcgd/2011/documents/Armour%20%26%20Cheffins%20Rise%20%26%20Fall%20Shareholder%20Activism%20Hedge%20Funds.2009.pdf>.

Altri interpreti<sup>106</sup> definiscono l'attivismo degli investitori come l'utilizzo della quota azionaria posseduta da ciascun investitore al fine di influenzare attivamente le politiche di gestione e gli assetti organizzativi della società in cui investe il proprio capitale.

In via di prima classificazione, l'attivismo può essere distinto in base alle finalità perseguite: da un lato, si individua l'attivismo sociale e ambientale, il cui obiettivo è esclusivamente cercare una maggiore giustizia nella società; all'opposto, l'attivismo con finalità economico-finanziarie – preso in considerazione dalla dottrina societaria e a cui ci si riferirà nel prosieguo della trattazione – che si pone come obiettivo quello di migliorare l'efficienza del sistema di *corporate governance* e, per l'effetto, favorire la creazione di valore, incrementando la *performance* dell'impresa<sup>107</sup> e conseguentemente il valore delle azioni sul mercato.

La locuzione *shareholder activism* sta ad indicare le svariate iniziative poste in essere dagli azionisti esterni ed estranei al gruppo di controllo dell'impresa, attraverso le quali essi si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata e del *management* al fine di, rispettivamente, modificare le regole organizzative interne e influenzare strategie aziendali e politiche di gestione<sup>108</sup>, nell'ottica del perseguimento dell'obiettivo sopra descritto.

---

<sup>106</sup> E. S. JOSTROM, *Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know?*, in *Suitable Development*, 3, 2008, pp. 141 – 154.

<sup>107</sup> Come rilevato da Monks e Minow, l'azionista attivo può essere una forza potente per il miglioramento della *corporate governance* e, soprattutto, della *performance* dell'impresa. Si veda, in tal senso, R. A. G. MONKS, N. MINOW, *Corporate governance*, Chichester, 2008.

<sup>108</sup> Si vedano, in proposito, M. E. REDE, G. S. ANDRELLI, *op. cit.*, p. 934; E. C. ROCI, *Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011; B. B. LACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, New York, 1998, 459.

Nella prospettiva appena delineata, l'attivismo presuppone, dunque, attività di monitoraggio e/o intervento nella vita sociale e di controllo sulla correttezza della gestione, quindi, sull'operato del *management*. Si ipotizza, infatti, che una efficiente attività di monitoraggio ed intervento, posta in essere dagli azionisti di minoranza, possa contribuire a mitigare i rischi derivanti dai problemi di agenzia<sup>109</sup>, che tipicamente caratterizzano i rapporti tra investitori e amministratori, rendendo questi ultimi più responsabili nel sottrarsi a perseguire interessi particolari e, dunque, più concentrati nel realizzare gli interessi della società e della generalità degli azionisti, attraverso comportamenti che massimizzino il valore dell'impresa.

Deve evidenziarsi, in proposito, come lo *shareholder activism* possa costituire un potente strumento per il monitoraggio sulla gestione e sul *management*, soprattutto se svolto non tanto in nome di un interesse proprio ma dell'interesse della società, tuttavia non costituisca l'unico strumento

---

<sup>109</sup> Si ritiene, infatti, che, in assenza di controllo, il *management* dell'impresa e gli azionisti di controllo hanno la possibilità di perseguire interessi particolari, anche propri e anche a danno di quelli degli altri azionisti. Tale rischio è diretta conseguenza della relazione di agenzia che caratterizza *management* e investitori. Si faccia riferimento, altresì, alle osservazioni svolte con riferimento alla trasparenza informativa e alla *corporate governance* nel cap. I che precede, rispettivamente ai parr. 1 e 2.

disponibile per il presidio della corretta gestione: si pensi, a titolo esemplificativo, al ruolo svolto dal *board* e dal mercato<sup>110</sup>.

Come anticipato nelle pagine che precedono<sup>111</sup>, l'attivismo degli azionisti generalmente affianca o si sostituisce al ruolo di monitoraggio sul *management* fisiologicamente e normativamente affidato al consiglio di amministrazione al quale, in ragione dei doveri fiduciari che vanta nei confronti degli azionisti, è affidata la responsabilità di assumere, licenziare, compensare e monitorare il *top management*<sup>112</sup>.

Nel contesto delle società per azioni quotate, una efficace funzione di monitoraggio intrinseco è svolta, altresì, dal mercato stesso, esercitando una pressione indiretta sugli amministratori e sul *board* a prendere decisioni che servano gli interessi degli azionisti<sup>113</sup>, in quanto i prezzi delle azioni

---

<sup>110</sup> Si segnalano, al riguardo, P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, op. cit.; I. D., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob*, op. cit., laddove è offerta una panoramica delle funzioni a cui sono affidati poteri/doveri di controllo sulla corretta gestione da parte degli amministratori, nell'ambito della *corporate governance*. L'Autore in MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob*, op. cit., 123 ss., osserva, in particolare, come la riforma del 2003 ha "elevato i principi di corretta amministrazione a clausola generale di comportamento degli amministratori (arg. ex art 2403 cod. civ.), già prima espressamente contemplata per le società quotate [arg. ex art. 149, lett. b), TUF]. La previsione normativa ha un rilievo sistematico e operativo fortemente innovativo: l'esperienza recente, in casi di particolare importanza e gravità, ci dimostra che è proprio sul terreno della correttezza e dell'adeguatezza degli assetti organizzativi che la responsabilità degli amministratori e dei sindaci può essere posta in discussione. Il rispetto delle regole, anche tecniche, elaborate dalla prassi e dalle scienze aziendali, e non solo giuridiche, di buona gestione è oggi, infatti, norma di diritto comune. Il controllo si emancipa dall'accezione tradizionale di verifica *ex post* (derivato dal diritto amministrativo) e si evolve in elemento coesistente dell'esercizio dell'impresa e del potere amministrativo, intrinseco alla funzione gestoria; in chiave assiologica la nozione dovrebbe evolvere da una concezione del controllo come «costo» all'idea del controllo come «opportunità»".

<sup>111</sup> Si veda il precedente cap. I, par. 2.

<sup>112</sup> Si veda, in proposito, S. L. GILLAN, L. T. STARKS, op. cit., p. 11.

<sup>113</sup> *Ibidem*, pp. 11 ss..

incorporano una serie di informazioni sulle *performance* e sul valore futuro che non possono essere rintracciati come puri valori di bilancio<sup>114</sup>.

Quanto allo *shareholder activism*, sul quale ci si focalizzerà nell'ambito della presente trattazione, può essere descritto efficacemente come un "continuum" di possibili risposte alle *performance* e alle attività della società: ad una estremità, possono collocarsi gli azionisti che acquistano e vendono le azioni, esprimendo in tal modo una forma, seppur attenuata, di critica o disaccordo alla gestione e alla *performance* sociale, sinteticamente descritta dall'espressione "Wall Street rule" – gli azionisti votano "con i loro piedi", vendendo le proprie azioni<sup>115</sup>; all'estremità opposta, si collocano le iniziative volte ad aumentare la propria influenza sulla società, fino ad ottenerne il controllo societario, per il tramite di operazioni di acquisizioni e operazioni di Leveraged BuyOut volte a realizzare i cambiamenti societari fondamentali, si tratta del cosiddetto "mercato per il controllo"<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> Si veda, in particolare, B. H. OLMSTROM, J. T. IROLE, 1993, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, *Journal of Political Economy* 101, 4, 678-709.

<sup>115</sup> Si segnala, al riguardo, che se il disinvestimento rappresenta la strada spesso percorsa da parte dei piccoli risparmiatori, talvolta risulta essere difficilmente percorribile da parte degli investitori istituzionali. Con riferimento a tale ultimo aspetto, si rimanda alle osservazioni elaborate nell'ambito del par. 2.1 che segue.

<sup>116</sup> Con riferimento al contesto cooperativo, si faccia riferimento a R. G. HETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 756 ss.. Sembra interessante rilevare, altresì, come sia stato osservato che la crescita dell'attivismo degli azionisti coincida con la riduzione dei *takeover* disciplinari nonché l'adozione di clausole *antitakeover* negli statuti societari e nelle legislazioni degli stati americani avvenuta sul finire degli anni Ottanta. Ciò ha portato numerosi studiosi a considerare l'attivismo degli azionisti come una sorta di prodotto del blocco del mercato del controllo societario con investitori che cercano vie alternative ai *takeover* disciplinari per monitorare i *manager* e aiutare l'impresa a ottenere migliori *performance*. Si segnalano, in questo senso, le osservazioni di J. FUND, *Raiders, Targets, and Politics: the history and future of american corporate control*, in *Journal of applied corporate finance*, 5, 1992, pp. 6-18; A. K. LEIN, E. ZUR, *Entrepreneurial shareholder activism: found activism on the target firm's existing bondholders*, working paper, 2009; S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*, pp. 5 ss..

Tra i due estremi appena descritti sono individuabili punti intermedi sul *continuum* che comprendono diverse forme in cui può realizzarsi lo *shareholder activism*, sulle quali ci si concentrerà nel presente lavoro e nell'ambito delle quali assumono un ruolo centrale di incentivo gli istituti a tal fine offerti dal legislatore: innanzitutto attraverso l'esercizio dei diritti sociali, in primo luogo tramite il diritto di voto e di *voice*; ancora attraverso gli altri strumenti societari e aziendali di verifica; nonché attraverso l'utilizzo di ogni ulteriore strumento o potere di influenza e persuasione disponibile.

Le manifestazioni di attivismo per il tramite dell'esercizio dei diritti sociali nel contesto assembleare sono individuabili come segue <sup>117</sup>: dalla semplice presenza in assemblea, costituendo una "pre-condizione per l'esercizio di un ruolo attivo all'interno dell'organo" <sup>118</sup>; all'esercizio del diritto di *voice*, ossia di intervento al dibattito in assemblea; all'espressione del voto<sup>119</sup>, eventualmente contrario alle proposte formulate dal *management* e/o dal gruppo di controllo.

Come anticipato nell'ambito dei paragrafi che precedono, il nostro sistema offre oggi una serie di istituti che assicurano e incentivano l'esercizio dei

---

<sup>117</sup> L'individuazione delle manifestazioni di attivismo come presenza, interventi, votazione è proposta in C. BELLAVITE PELLEGRINI, *op. cit.*, pp. 426 ss., nell'ambito dell'indagine empirica "diretta ad individuare, dal concreto svolgimento delle assemblee, l'eventuale presenza di fenomeni di «attivismo» da parte di determinate classi di investitori".

<sup>118</sup> Così, *ivi*, 426.

<sup>119</sup> Interessante, in proposito, il contributo di P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, op. cit.*, pp. 509 ss. laddove analizza e ricostruisce il rapporto tra sistemi di controllo e minoranze. L'Autore, in particolare, osserva come "la materia del controllo è – come noto – oggetto di profonda evoluzione nella concettualità apicale della *corporate governance*, nella prassi operativa, nella disciplina primaria e secondaria, nei codici di autodisciplina e di condotta, dai codici etici alle norme di comportamento di ordini professionali". L'Autore, nella distinzione preliminare, definisce il "controllo-potere", come "esercizio mediato del potere di impresa attraverso il voto", contrapponendolo al "controllo-verifica", come "funzione e strumento di verifica di conformità tra condotte e paradigmi regolatori".

diritti sociali da parte delle minoranze: si pensi allo strumento “premiabile” della maggioranza nell’assemblea straordinaria, di cui all’art. 2369 cod. civ.; i “nuovi” istituti della *record date*, dell’informativa preassembleare e del diritto dei soci di porre domande sulle materia all’ordine del giorno <sup>120</sup>; i “nuovi” sistemi di voto per corrispondenza o in via elettronica nonché delle deleghe di voto<sup>121</sup>; il diritto di chiedere l’integrazione dell’ordine del giorno e la presentazione di nuove proposte di delibera; il tradizionale diritto di convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci<sup>122</sup>.

Quanto alle manifestazioni di attivismo per il tramite degli strumenti societari e aziendali di verifica sulla conformità alla legge e allo statuto nonché sulla correttezza della gestione, deve evidenziarsi come anche in tale contesto il legislatore si è premurato di apprestare un sistema di istituti “plurimi ed articolati” che garantiscano alle minoranze qualificate un “tasso ragguardevole di protezione, se correttamente utilizzati”.

In particolare, il legislatore fornisce strumenti diretti e indiretti, tra i quali si richiamano: la possibilità di nominare gli amministratori e il sindaco di minoranza; la possibilità di esercitare l’azione di responsabilità; la nuova disciplina del conflitto di interessi <sup>123</sup>.

---

<sup>120</sup> Tali istituti, introdotti con la *Shareholders’ Rights Directive*, sono stati recepiti in Italia per effetto del d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27. Per un approfondimento sugli istituti si faccia riferimento, per tutti, a P. M. ONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, op. cit., pp. 687 ss.. nonché alle osservazioni svolte nel par. 1.1 che precede.

<sup>121</sup> Tali istituti, introdotti con la *Shareholders’ Rights Directive*, sono stati recepiti in Italia per effetto del d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27. Per un approfondimento sugli istituti si faccia riferimento, per tutti, *ibidem* nonché alle osservazioni svolte nel cap. che precede.

<sup>122</sup> Una ricostruzione degli strumenti disponibili che assicurano e incentivano l’esercizio dei diritti sociali da parte delle minoranze è fornita da P. M. ONTALENTI, *Tutela delle minoranze*, op. cit., pp. 515 ss.. Si faccia riferimento, altresì, alle osservazioni offerte nell’ambito del par. 1.1 che precede.

<sup>123</sup> *Ivi*, 514 ss..

Le manifestazioni di attivismo al di fuori dei “canonici”<sup>124</sup> contesti assembleari possono assumere svariate forme. A titolo esemplificativo e non esaustivo, si pensi alle seguenti iniziative: la ricerca e la verifica di informazioni; l’instaurazione di un dialogo con il consiglio di amministrazione, attraverso l’organizzazione di incontri, anche informali, con i *manager* e i consiglieri; la predisposizione ed eventualmente il coordinamento di proposte da presentare al *management* o all’assemblea.

Si osserva, in proposito, come la scelta della forma con cui l’azionista attivo interagisce con gli amministratori è legata, oltre agli aspetti concernenti i costi delle varie procedure, anche al modo con il quale l’azionista intenda porsi nei confronti del *management*. Così, può certamente attivarsi un confronto “amichevole”, ricorrendo a contatti e incontri privati tra le parti, ovvero, dall’altro lato, può adottarsi una linea più dura, che potrebbe potenzialmente condurre sino allo scontro, utilizzando tecniche offensive, come critiche a mezzo stampa ovvero sensibilizzazione dei *media* sulle tematiche di *corporate governance*<sup>125</sup>.

Resta naturalmente inteso che gli azionisti possono attivare anche forme di cooperazione per proteggere i propri interessi come collettività, esercitando congiuntamente le forme di partecipazione descritte: viene, così, in rilievo la “cooperazione di sorveglianza”<sup>126</sup>.

---

<sup>124</sup> Così, G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, II, p. 909 laddove evidenzia che “le recenti vicende dei mercati finanziari hanno spinto minoranze di azionisti attivi a considerare economicamente razionale il cercare di influenzare direttamente, anche fuori dei canonici contesti assembleari, le scelte degli amministratori”.

<sup>125</sup> Si veda, in proposito, E. SJOSTROM, *op. cit.*, pp. 141 ss.; M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 3, *Corp. Governance L. Rev.*, 2007 (di seguito, “*Hedge Funds in Corporate Governance e Corporate Control*”), pp. 152 ss..

<sup>126</sup> Per una trattazione approfondita in materia di cooperazione si faccia riferimento a R. GHETTI, *op. cit.*, pp. 754 ss..

Deve, altresì, segnalarsi come, nell'ambito dell'attivismo degli azionisti di minoranza si riconosca la *species* rappresentata dall'*engagement* che rappresentare una forma attenuata di attivismo in quanto esclude l'impiego di strumenti aggressivi a sostegno di una causa spesso utilizzati nell'ambito delle pratiche attiviste. Il termine *engagement* evoca, infatti, il concetto di impegno – ivi incluse le sue ulteriori accezioni di “fidanzamento” e “battaglia” – e spesso delimita le forme di monitoraggio attivo del socio, a collaborare e prendere parte alle decisioni legate al governo e alla gestione della società, in una prospettiva di lungo termine<sup>127</sup>.

Alla luce delle considerazioni svolte, può senz'altro ritenersi che l'attivismo posto in essere tramite comportamenti virtuosi degli azionisti di minoranza costituisca senz'altro un aspetto importante della *corporate governance*, in quanto idoneo a sortire effetti benefici in termini di miglioramento del sistema stesso di governo societario, anche dal punto di vista della trasparenza informativa, e, altresì, in termini di *performance* dell'impresa. In tale prospettiva, contribuisce, altresì, al miglioramento dell'efficienza dei mercati finanziari complessivamente intesi, ivi incluso l'aspetto della relativa trasparenza.

Per queste ragioni, il tema dell'attivismo degli investitori ha assunto di recente un ruolo sempre crescente, nel contesto del più ampio dibattito su adeguatezza ed efficienza dei sistemi di *corporate governance*: sollecitati anche dalle grandi crisi del primo decennio del XXI secolo e dagli effetti da essa prodotti sul mercato finanziario e di riflesso sull'economia reale, gli interpreti e i legislatori vi hanno dedicato un'attenzione sempre maggiore.

---

<sup>127</sup> Si faccia riferimento, al riguardo, a M. EREDE, G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 948 ss..

In particolare, nell'ambito dell'analisi dei fallimenti di mercato alla base delle predette crisi, è emersa, nella dimensione più propriamente societaria e salvo quanto si dirà *infra* con riferimento agli investitori istituzionali, l'evidenza empirica di un atteggiamento generalmente passivo dei soci di minoranza, una scarsa interazione con la società, un mancato o disinteressato esercizio del diritto di voto, accompagnati a una diffusa pratica di detenzione di azioni limitata a brevi periodi di tempo.

La predetta condizione di scarso attivismo, che caratterizza l'azione di una parte, talvolta anche significativa, di investitori di società per azioni, è sembrata, quindi, assurgere a indice chiaro ed univoco di una criticità strutturale alla base dei sistemi di *corporate governance* delle società per azioni, in particolare di quelle che fanno appello al pubblico risparmio.

E' stato, infatti, osservato come l'esperienza sinora maturata abbia ampiamente dimostrato come comportamenti scarsamente attivi o, perfino, passivi posti generalmente in essere dalla gran massa degli azionisti – investitori nei confronti della vita sociale dell'impresa in cui investono rendono nel complesso meno efficiente il funzionamento dell'attuale sistema di governo societario<sup>128</sup>.

Nella condizione di passivismo appena descritta, difetta, infatti, un'azione correttiva da parte dei soci di minoranza e, conseguentemente, la sorveglianza del *management* e del gruppo di controllo resta affidata interamente all'organo di amministrazione e di controllo. In assenza di monitoraggio, il *management* dell'impresa e gli azionisti di controllo hanno,

---

<sup>128</sup> Si rimanda, in particolare, a S. A. LVARO, B. L. UPINI, *Le linee d'azione della Commissione Europea, in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, quaderno giuridico 3/2013, disponibile su, [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi\\_analisi/quaderni\\_giuridici/qg3.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html), p. 64.

quindi, aperta la possibilità di perseguire i propri interessi, anche a danno di quelli degli altri azionisti<sup>129</sup>.

Pertanto, nell'ottica dei tentativi di correzione dei fallimenti occorsi nonché di miglioramento del sistema di *corporate governance* alla luce delle carenze emerse, si sta dibattendo sull'opportunità di creare motivazioni e offrire incentivi per far sì che gli azionisti di minoranza, avuto particolare riguardo per gli investitori istituzionali come si avrà modo di approfondire nel paragrafo che segue, partecipino più attivamente alla vita e agli interessi sociali.

## **2.1. *Institutional investor activism***

Come è emerso chiaramente nell'ambito delle pagine che precedono, gli azionisti di minoranza non sono riconducibili a un'unica classe omogenea di investitori. Tra questi è possibile, infatti, individuare soggetti aventi struttura, incentivi e finalità differenti, che naturalmente finiscono per influire sull'interesse e sulla propensione a vincere la loro apatia razionale e, così, prendere parte attiva alla vita sociale.

Nell'ambito dell'acceso dibattito circa l'incentivazione di iniziative di attivismo nella vita sociale e alla luce degli effetti benefici che tali comportamenti possono sortire sulla *corporate governance* e sul sistema mercato finanziario, negli ultimi tempi è stata dedicata un'attenzione

---

<sup>129</sup> In tal senso E. CROCI, *op. cit.*, p. 21.

particolare al ruolo che potrebbe essere svolto da parte degli azionisti qualificati, avendo in mente la “categoria”<sup>130</sup> degli investitori istituzionali.

Si è, quindi, man mano sviluppato il convincimento, non solo tra gli interpreti ma anche agli occhi del legislatore, in particolare europeo<sup>131</sup>, per cui attivismo dovesse riferirsi principalmente agli investitori istituzionali in quanto sarebbe stato tanto più efficiente se posto in essere da questi ultimi.

Si ritiene, in proposito, che gli investitori istituzionali non solo hanno capacità e conoscenze tecniche e professionali che permettono loro di valutare razionalmente e analiticamente le informazioni fornite ma anche dimensioni e quantità di interessi che potrebbero rendere conveniente interessarsi alle vicende societarie, esercitando quell’attività di monitoraggio sull’operato degli amministratori e sul governo sociale, che i piccoli risparmiatori potrebbero, al contrario, considerare troppo gravosa, in termini di costi e oneri<sup>132</sup>.

Si pensi, a titolo esemplificativo, al potenziale di cui sono dotati *ex se* in termini di professionalità, competenze, risorse, nell’ottica di avvalersi di tutti

---

<sup>130</sup> In tale contesto la locuzione “categoria” è utilizzata con accezione comune, volendo riferirsi alla differente natura dei soci e non già alla diversa natura e diritti delle azioni di cui siano titolari.

<sup>131</sup> Come si avrà modo di approfondire nel capitolo che segue, la Commissione europea ha mostrato negli ultimi anni un notevole e crescente interessamento alle tematiche di governo societario e una grande sensibilità per il tema dell’attivismo.

<sup>132</sup> Si veda, al riguardo, la posizione espressa da M. E. REDE, G. S. ANDRELLI, *op. cit.*, p. 935 ss. laddove osservano che “la disponibilità del socio a monitorare l’operato degli amministratori dipenda in maniera cruciale dalla sussistenza (innanzitutto) delle risorse di tempo, danaro, conoscenza a ciò necessarie. Il che vale a spiegare perché fra le variegiate forme di *shareholder activism* realizzate della prassi, in “stagioni” diverse e con alterne fortune, quella che (da oltre vent’anni, e ancora oggi) forma oggetto di più intenso dibattito fra gli studiosi della *corporate governance* è l’attivismo di una particolare “categoria” di soci: gli investitori istituzionali. Per costoro, infatti, la professionalità e le dimensioni dell’attività d’investimento svolta costituiscono altrettanti incentivi a dispiegare quell’attività di vigilanza che, viceversa, all’investitore individuale risulta troppo onerosa”.

gli strumenti di attivismo, approntati dal legislatore ovvero disponibili nella prassi, dall'esercizio del diritto di voto e *voice* alla possibilità di influenzare in vario modo le decisioni sociali, come descritti al paragrafo precedente.

Si ritiene, peraltro, che gli investitori istituzionali, attraverso la propria partecipazione attiva e l'azione di monitoraggio posta in essere nell'ambito delle società partecipate, potrebbero funzionare da "filtro" per gli investitori meno avveduti, producendo effetti benefici che sarebbero ripartiti tra tutti gli azionisti, in termini di corretto funzionamento delle società partecipate e, dunque, del mercato in generale<sup>133</sup>.

Ciò in quanto generalmente gli investitori istituzionali riescono ad avere accesso ed analizzare compiutamente la documentazione societaria, anche la più complessa nonché a reperire quelle informazioni che difficilmente sono alla portata del pubblico indistinto dei risparmiatori o dei piccoli soci. Facendo, pertanto, leva sulle proprie capacità di professionista l'investitore istituzionale "modello" riesce a farsi un quadro sufficientemente preciso dell'evento che sta interessando la società ed è in grado di comunicarlo con efficacia all'esterno, rendendo partecipi gli altri investitori delle proprie analisi<sup>134</sup>.

Non deve, peraltro, sottovalutarsi la circostanza per cui talvolta l'attivismo degli investitori istituzionali rappresenta l'unica strada percorribile per dissentire sul governo e la gestione sociale, tenuto conto che l'alternativa

---

<sup>133</sup> Si vedano, in particolare, E. CROCI, *op. cit.*; F. BORDIGA, *op. cit.*, pp. 217 ss..

<sup>134</sup> In tale prospettiva si veda G. C. AMMARAMO, *L'attivismo degli investitori istituzionali*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 439 ss., il quale, in particolare, aggiunge, nella sua qualità di Presidente di Assogestioni, quanto segue: "ritengo più importante che un rappresentante di un fondo comune d'investimento parli in una assemblea societaria, magari anche senza poi votare, piuttosto che presenzi e voti, non lasciando trapelare nessuna motivazione al voto. Chiunque si comporti così, infatti, decide di combattere su un campo sfavorevole: quello del confronto di forze e non quello del confronto ragionato di posizioni e prospettive razionali".

dell'*exit* – che potrebbe risultare la soluzione più attraente in termini di economicità, semplicità e immediatezza – è non sempre percorribile o percorribile con effetti negativi, per le più diverse ragioni, a titolo esemplificativo, per illiquidità dell'investimento, per strategie di investimento ovvero per esigenze di diversificazione<sup>135</sup>.

L'auspicata crescita dell'attivismo degli investitori istituzionali potrebbe peraltro portare con sé anche una rinnovata attenzione per il funzionamento dell'assemblea, sulla base della considerazione per cui gli investitori istituzionali, gestendo ingenti patrimoni, possono facilmente influenzare le decisioni della società e conseguire in misura maggiore i frutti dell'attività di monitoraggio.

Di recente, un'attenzione particolare al tema è stata posta da parte del legislatore europeo nella misura in cui, come preannunciato nell'ambito del disegno tratteggiato dalla Commissione europea con il Green Paper del 2011<sup>136</sup> e successivamente con il Piano d'Azione del 2012<sup>137</sup>, è stata elaborata una proposta di direttiva volta, *inter alia*, a incoraggiare una partecipazione più attiva degli investitori istituzionali negli interessi e nella vita societaria

---

<sup>135</sup> Si veda, in proposito, M. S. RICHTER JR, *op. cit.* 2006, pp. 198 ss..

<sup>136</sup> Si tratta del Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, pubblicato dalla Commissione europea il 5 aprile 2011. Tramite esso, la Commissione ha avviato una consultazione volta ad individuare le modalità per migliorare e modernizzare l'attuale sistema di governo societario delle società quotate in Europa. Per un approfondimento, si rimanda, in particolare, a S. ALVARO, B. LUPINI, *op. cit.*, pp. 11 ss..

<sup>137</sup> Si tratta del Piano d'Azione in materia di diritto societario e di *corporate governance* pubblicato in data 12 dicembre 2012, mediante il quale la Commissione europea ha esposto e delineato le nuove iniziative nonché le future linee di azione da perseguire sia nel settore della *corporate governance* delle società quotate sia in quello del diritto societario al fine di modernizzare il quadro giuridico in cui operano le imprese. Si veda, in particolare, S. ALVARO, B. LUPINI, *op. cit.*, pp. 59 ss..

dell'impresa, stimolandoli a giocare un ruolo significativo nella *corporate governance* delle società emittenti<sup>138</sup>.

Sembra, dunque, che il legislatore europeo abbia in mente di delineare un "nuovo paradigma di *governance*, basato su un capitalismo intermediato da professionisti capaci di vigilare sul perseguimento dello scopo sociale"<sup>139</sup>, ai quali affidare le "sorti della democrazia azionaria del terzo millennio"<sup>140</sup>.

L'idea alla base del disegno legislativo è che il sistema di governo societario concepito al servizio del mercato comune postula il coinvolgimento attivo da parte degli investitori istituzionali: essi, attraverso il perseguimento dei propri interessi, possono avere un ruolo benefico sul mercato nel momento in cui gli interessi dei piccoli risparmiatori vengono a collimare con la loro linea d'azione, producendo così "effetti di traino" benefici.

L'attivismo degli investitori istituzionali non risulta, tuttavia, esente da limiti e criticità, che la dottrina ha nel corso del tempo messo in luce.

In primo luogo, giova sottolineare come all'interno della categoria degli "investitori istituzionali" sono ricomprese entità ben diverse per natura e tipologia di investimento, per finalità perseguite e per caratteristiche più

---

<sup>138</sup> Per una trattazione più approfondita degli interventi del legislatore europeo in materia, si faccia riferimento *infra* al cap. III.

<sup>139</sup> Così, con riferimento al peso sempre maggiore assunto dagli investitori istituzionali nel capitale sociale delle società quotate sui mercati anglosassoni e, più di recente, anche europei, M. EREDE, G. SANDRELLI, *op. cit.*, p. 936.

<sup>140</sup> Così, con riferimento agli interventi posti in essere con la *Shareholders' Rights Directive*, N. ABRIANI, D. U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, p. 141.

propriamente strutturali, che naturalmente influiscono anche sugli incentivi a partecipare più o meno attivamente alla vita delle società partecipate<sup>141</sup>.

Viene, in particolare, in rilievo la distinzione tra investitori istituzionali orientati ad investimenti di lungo periodo e quelli di breve periodo, sulla quale negli ultimi tempi anche il legislatore europeo ha mostrato particolare sensibilità: in particolare, nell'ambito del disegno di direttiva<sup>142</sup> di recente elaborato, si è posto proprio l'obiettivo di incoraggiare l'impegno nella società a lungo termine. Distinzione che risulta rilevante in quanto influisce sulla contrapposizione tra interesse alla redditività immediata e interesse alla massimizzazione nel tempo dello *shareholder value*<sup>143</sup>.

Deve, inoltre, tenersi in debita considerazione che quando l'investitore istituzionale si dimostra attivo lo fa per sé e per i suoi clienti in primo luogo: questi non è mosso da spirito di moralità ma solo dalla finalità di garantire un'azione efficace e duratura per le operazioni in cui è coinvolto.

La gestione di patrimoni collettivi da parte di investitori istituzionali (fondi comuni investimento, fondi pensione...), rappresenta "una delle forme più

---

<sup>141</sup> Sembra interessante segnalare, in proposito, come ai sensi del *Principle III*, elaborato dall'OECD si osserva come "the ability and interest of institutional investors and asset managers to engage in corporate governance varies widely. For some, engagement in corporate governance, including the exercise of voting rights, is a natural part of their business model. Others may offer their beneficiaries and clients a business model and investment strategy that does not include or motivate spending resources on active shareholder engagement".

<sup>142</sup> Il riferimento è alla recente proposta di direttiva, a sua volta, di modifica della *Shareholders' Rights Directive*, in relazione alla quale si rimanda al successivo cap. III.

<sup>143</sup> Si vedano, in proposito, P. M. ONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, op. cit., p. 690; F. B. ORDIGA, op. cit., pp. 219 ss., il quale concentra la propria analisi con riferimento al contesto assembleare; M. EREDE, G. SANDRELLI, op. cit., pp. 932 ss..

spinte di affidamento fiduciario”<sup>144</sup>: la titolarità delle partecipazioni spetta interamente al gestore, al quale gli investitori affidano il proprio patrimonio affinché il gestore, in quanto soggetto dotato di competenze tecnico-professionali, possa per conto di essi ma in nome proprio gestire l’investimento, con il precipuo obiettivo di massimizzarne il valore e la redditività<sup>145</sup>, per il tramite della compravendita di strumenti finanziari e l’esercizio dei diritti ad essi collegati.

In questa prospettiva, può dunque accadere che non si verifichi l’allineamento degli interessi con gli altri azionisti, descritto in precedenza, in quanto gli investitori istituzionali sono portatori di interessi per conto dei loro clienti. In ragione del rapporto contrattuale e del conseguente legame fiduciario forte e diretto che li lega ai soggetti che hanno dato loro mandato di gestione del proprio patrimonio, gli investitori istituzionali, qualora riscontrino anomalie di qualunque genere che richiedano un intervento correttivo, hanno il dovere di intervenire e cercare di sanarle. Potrà, pertanto, accadere che alcune situazioni ritenute svantaggiose per il pubblico degli

---

<sup>144</sup> Così, F. B. ORDIGA, *op. cit.*, pp. 202 ss.. L’Autore osserva come, a differenza della gestione collettiva, “nella gestione individuale di portafogli è il cliente ad assumere la titolarità formale e sostanziale dei valori gestiti, nonché lo *status socii* dagli stessi derivanti”; “ciò non toglie, tuttavia, la sussistenza, anche in questo ambito, di obblighi in senso lato fiduciari dell’intermediario”.

<sup>145</sup> *Ivi*, 203, laddove precisa che “il mandato assegnato *tipicamente* al gestore è la massimizzazione del patrimonio gestito nel suo complesso e non tanto delle singole partecipazioni acquisite: la massimizzazione del valore e della redditività del patrimonio affidato passa per la valorizzazione complessiva di un pacchetto di partecipazioni raccolte sul mercato nell’ottica della differenziazione del rischio”.

investitori non siano, al contrario, repute tali dall'investitore istituzionale<sup>146</sup>.

Inoltre, anche la decisione su quale modalità di attivismo utilizzare è funzione di diversi fattori, che dipendono dalla natura e dalla tipologia dell'investitore istituzionale nonché dalle caratteristiche proprie dell'impresa, tra i quali si annoverano gli incentivi che gli azionisti hanno nei rapporti con la società partecipata.

Possono influenzare gli incentivi degli investitori istituzionali, in particolare, la sussistenza di diversi conflitti di interessi, in termini di: legami d'affari con la società o con il suo *management*<sup>147</sup>; interessi in diverse società partecipate tra loro configgenti, tenuto conto che gli investitori istituzionali, talvolta in conformità ad obblighi *ex lege* di diversificazione del portafoglio a fini di differenziazione dei rischi di investimento, impiegano i patrimoni gestiti nell'acquisto di partecipazioni in una molteplicità di società<sup>148</sup>; investimenti di natura "istituzionale", in quanto l'attivazione di taluni strumenti di attivismo potrebbe influire negativamente sul valore dell'investimento (si pensi al caso di esercizio dell'azione di responsabilità della minoranza che produrrebbe una diminuzione del valore della partecipazione<sup>149</sup>) Per gli

---

<sup>146</sup> *Ivi*, 217 ss.; sembra interessante sottolineare come l'Autore osservi che "gli eventuali riflessi positivi sulla *governance* delle società partecipate (e sul corso delle relative azioni) connesso a forme di attivismo degli investitori istituzionali, non sono da considerarsi oggetto di un dovere (funzione) di natura giuridica nei confronti delle stesse, ma rappresentano un fenomeno «di fatto»".

<sup>147</sup> Si veda in proposito, Brickley, Lease, Smith che hanno empiricamente documentato come istituzioni, come banche, compagnie di assicurazioni e fondi comuni che spesso hanno legami d'affari con l'impresa e il suo *management*, tendono a votare a favore dei *manager*. Si faccia riferimento, in particolare a J. A. BRICKLEY, R. LEASE, C. SMITH, *Ownership structure and voting on antitakeover amendments*, in *Journal of financial economics*, 20, 1988, 267.

<sup>148</sup> F. BORDIGA, *op. cit.*, pp. 218 ss..

<sup>149</sup> P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 687.

investitori istituzionali, infatti, il rischio di perdere importanti contatti con clienti *corporate* è più importante dell'opportunità di aumentare il valore del loro portafoglio con l'attivismo, in particolar modo se di tipo aggressivo.

Talvolta gli investitori istituzionali, invece di svolgere la funzione di *watchdog* dei *manager* loro affidata dall'ordinamento, hanno preferito negoziare in vario modo forme di compartecipazione o acquiescenza alle scelte di gestione sociale ovvero agli orientamenti della maggioranza azionaria.

Nel conteso italiano e in generale europeo, caratterizzato dalla presenza di società ad azionariato concentrato nelle mani di pochi azionisti di maggioranza, l'osservazione di comportamenti opportunistici da parte del socio o dei soci di controllo nonché la circostanza per cui il voto degli azionisti di minoranza possa finire per essere ininfluenza sulle decisioni sociali possono costituire forti disincentivi, in capo agli investitori istituzionali, a rendersi parte attiva alla vita e alle scelte sociali<sup>150</sup>.

Con specifico riguardo alla realtà italiana, per lungo tempo si è pensato che gli investitori istituzionali non dovessero entrare nel merito delle scelte gestionali e dovessero, anzi, partecipare in modo passivo alle assemblee delle società emittenti, limitandosi ad esercitare il proprio diritto di *exit* in caso di dissenso.

In particolare, prima dell'entrata in vigore del TUF, gli isolati casi nei quali gli investitori istituzionali sono intervenuti sono stati quelli in cui gli azionisti di controllo e/o il *management* delle società emittenti hanno adottato

---

<sup>150</sup> Si vedano, in proposito, V. C. BUONAURO, *op. cit.* 2009, pp. 872 ss., il quale osserva, altresì, che "va considerato, peraltro, che, se la percezione dell'inutilità del voto può essere un disincentivo, la scarsa propensione degli investitori istituzionali a svolgere un ruolo attivo si manifesta anche nelle società a proprietà diffusa, dove gli intermediari finanziari sono potenzialmente in grado di influire in modo incisivo sulle decisioni assembleari"; M. S. RICHTER JR, *op. cit.*, 2006, pp. 196 ss..

misure e comportamenti lesivi degli azionisti rappresentati dalla società di gestione, generando conseguentemente anche una lesione del valore delle azioni di minoranza<sup>151</sup>.

Successivamente all'entrata in vigore del TUF, pur con un generalizzato atteggiamento di passivismo da parte degli investitori istituzionali, sono stati registrati alcuni casi di attivismo, sempre più spesso coordinati da Assogestioni<sup>152</sup> che si è espressa anche mediante lettere aperte alle società emittenti o rivolte alla Consob ovvero attraverso interventi nelle assemblee interessate<sup>153</sup>.

Un caso emblematico si è verificato di recente, quando, a partire dal 2007, il fondo inglese Algebris, azionista di Generali S.p.A., ha manifestato in vario modo la propria partecipazione attiva<sup>154</sup>: attraverso una lettera inviata al presidente del consiglio di amministrazione, con la quale ha espresso insoddisfazione, *inter alia*, per il modello di *governance* della società

---

<sup>151</sup> Le cause principali di attivismo sono state in linea di principio le seguenti: i cattivi risultati di gestione ottenuti da un *management* risultato inadeguato; le operazioni straordinarie che siano risultate pregiudizievoli all'interesse della minoranza (con particolare riferimento alle ristrutturazioni societarie, alle offerte pubbliche di acquisto, ecc.); la mancanza di trasparenza nell'informazione societaria; la struttura di *governance* delle imprese ritenute inadeguate. Si veda, nello specifico, G. OPROMOLLA, *op. cit.*, pp. 925 ss..

<sup>152</sup> Assogestioni è stata fondata del 1984 per iniziativa delle prime società di gestione italiane e ha contribuito nel corso degli anni alla crescita del risparmio gestito in Italia attraverso il costante dialogo con istituzioni, una quotidiana collaborazione con i *media* e la promozione di una maggiore cultura finanziaria presso i risparmiatori. Con l'obiettivo di favorire l'adozione delle migliori condizioni normative per gli operatori, Assogestioni ha sostenuto l'autoregolamentazione del settore e ha partecipato al recepimento delle direttive comunitarie riguardanti il risparmio gestito.

<sup>153</sup> V. C. BUONAURA, *op. cit.* 2009, p. 872; G. OPROMOLLA, *op. cit.*, p. 928.

<sup>154</sup> In proposito, Guido Rossi nell'ambito di G. R. OSSI, *op. cit.*, p. 909, osserva come "questo fenomeno (*l'attivismo delle minoranze di azionisti*), assai diffuso nei maggiori mercati esteri, ha incominciato ad avere anche in Italia una sua non indifferente applicazione, come è stato recentemente dimostrato in una delle più importanti società italiane, le Assicurazioni Generali" (corsivo aggiunto).

partecipata; attraverso un atteggiamento di contestazione con riferimento alla presentazione di una lista di minoranza, per il rinnovo del collegio sindacale, da parte di Edizione Holding, società finanziaria della famiglia Benetton, in considerazione della partecipazione di Edizione Holding al patto di sindacato di Mediobanca, azionista di maggioranza di Generali S.p.A.<sup>155</sup>.

È stato osservato, altresì, che l'attivismo degli investitori istituzionali ha trovato, nel sistema italiano, un "terreno ragionevolmente più fertile"<sup>156</sup> in materia di operazioni straordinarie in quanto, da un lato, l'azione di monitoraggio può esplicarsi in maniera più efficace e, dall'altro, in ragione della "posta in gioco", gli effetti di un atteggiamento passivo potrebbero essere potenzialmente più devastanti rispetto a quelli sortiti dalle decisioni di ordinaria amministrazione assunte in sede di assemblea ordinaria.

A questo proposito, sembra interessante richiamare i seguenti casi: la fusione Falck-Montedison bocciata nel 2001 proprio per effetto del voto contrario degli investitori istituzionali; l'atteggiamento contrario tenuto rispetto alla manovra anti-OPA tentata in Telecom, che, in ragione della mancata partecipazione all'assemblea, ha impedito il raggiungimento del *quorum* di legge<sup>157</sup>.

Negli ultimi anni, una serie di analisi empiriche mostrano una inversione del *trend*: si registra, infatti, un incremento della partecipazione degli investitori istituzionali, soprattutto stranieri, alla vita e al governo sociale, con un

---

<sup>155</sup> Per una rassegna delle forme di attivismo del fondo inglese in Generali S.p.A. si rinvia agli articoli pubblicati su Il Sole 24 Ore al seguente indirizzo *web* [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

<sup>156</sup> Così, P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 687.

<sup>157</sup> V. C. BUONAURO, *op. cit.* 2009, pp. 872 ss.; P. M. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti*, *op. cit.*, p. 687.

aumento della dialettica assembleare e della contrapposizione tra azionisti di controllo e l'insieme degli investitori istituzionali<sup>158</sup>.

Sembra a questo punto interessante rivolgere la trattazione ad analizzare empiricamente la composizione azionaria delle società per azioni quotate sui mercati regolamentati italiani.

---

<sup>158</sup> Si veda, al riguardo, G. GEORGESON, FOND. VISENTINI, LUISS CERADI, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2013, disponibile al seguente indirizzo web [http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/Seminario-20130723/FTSE%20MIB%202013%20-%20Evoluzione%20degli%20assetti%20propriari%20ed%20attivismo%20delle%20minoranze.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/Seminario-20130723/FTSE%20MIB%202013%20-%20Evoluzione%20degli%20assetti%20propriari%20ed%20attivismo%20delle%20minoranze.pdf). Lo studio ha preso in esame le risultanze delle assemblee ordinarie degli azionisti delle società quotate italiane a maggiore capitalizzazione appartenenti all'indice FTSE MIB e tenutesi nel corso della stagione assembleare 2013. Dalle analisi emerge un aumento rispetto agli anni precedenti della partecipazione in assemblea degli azionisti di minoranza ed, in particolare, degli investitori istituzionali, soprattutto di quelli esteri: "un confronto con il 2005 rivela un ragguardevole incremento della partecipazione degli azionisti istituzionali esteri, dovuta sia all'aumento delle quote detenute da tali investitori negli ultimi nove anni che all'eliminazione delle problematiche legate all'esercizio del diritto di voto (*share blocking*)". Tale incremento registrato nelle assemblee tenutesi in Italia nel 2011, 2012 e 2013, dopo il recepimento della *Shareholders' Rights Directive*, sembrano indicare che il legislatore europeo sia riuscito nell'intento di "rivitalizzare" il ruolo dell'assemblea ed aumentare la *voice* degli azionisti di minoranza. Si faccia riferimento, altresì, a C. CONSOB, *Relazione per l'anno 2015*, disponibile al seguente indirizzo web <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rel2015.pdf/43ade8dd-edf1-443a-8ed8-fd7f72275584>, laddove osserva, in particolare, che "negli ultimi anni si è assistito a una maggiore partecipazione degli investitori istituzionali (in particolare esteri) alla nomina degli organi sociali delle società quotate italiane e, in generale, a un aumento della dialettica assembleare e della contrapposizione tra azionisti di controllo e l'insieme degli investitori istituzionali. Questo fenomeno, in particolare nelle società dove non emerge un forte azionista di controllo, affievolisce la distinzione in assemblea tra azionisti di maggioranza e di minoranza e, di conseguenza, rende più difficoltosa l'applicazione delle norme a tutela di questi ultimi (in particolare, l'istituto del voto di lista). Le assemblee tenute nel 2015 dalle società a medio-alta capitalizzazione hanno confermato queste tendenze evolutive, ponendo in rilievo profili di attenzione sui quali la Commissione si focalizzerà anche nel corso del 2016. In particolare, la distinzione tra tradizionali maggioranze e minoranze assembleari diventa meno immediata quando, in occasione della nomina degli organi sociali, le liste di candidati presentate e votate dagli investitori istituzionali ottengono la maggioranza dei voti in assemblea".

### **3. Il ruolo degli investitori istituzionali nelle società quotate italiane: alcune evidenze empiriche**

Il presente paragrafo ha ad oggetto la descrizione dei risultati dell'indagine empirica condotta al fine di analizzare le caratteristiche della presenza degli investitori istituzionali nelle compagini delle società, le cui azioni sono negoziate sui mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Mercato Telematico Azionario e Mercato degli Investment Vehicles, al 31 dicembre 2014.

Giova fornire preliminarmente qualche osservazione in merito alle caratteristiche dei predetti mercati regolamentati.

Il Mercato Telematico Azionario<sup>159</sup>, comunemente noto anche con il suo acronimo di MTA, è il mercato all'interno del quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e *warrant*. L'MTA si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione, offrendo loro un mercato liquido ed allineato ai migliori *standard* internazionali, in grado di supportare le esigenze di raccolta di capitali domestici e internazionali provenienti da investitori istituzionali, professionali e dal pubblico risparmio.

L'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario è disposta da Borsa Italiana S.p.A., previa presentazione della domanda di quotazione da parte dell'emittente e sulla base del soddisfacimento di requisiti sia formali che sostanziali, analiticamente indicati ai sensi del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e delle relative Istruzioni.

---

<sup>159</sup> Si faccia riferimento al seguente indirizzo *web* <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=MTA>.

Tra gli altri requisiti formali, sono richiesti una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e un flottante di almeno il 25%, che aumenta a 35% nel caso di domanda di ammissione a quotazione sul particolare segmento STAR.

I requisiti sostanziali riguardano principalmente una chiara visione strategica, un buon posizionamento competitivo, la sostenibilità finanziaria, l'autonomia gestionale, una adeguata *corporate governance* e tutti gli aspetti che concorrono ad aumentare la capacità della società di creare valore per gli azionisti.

Per tutte le società quotate sul Mercato Telematico Azionario è fortemente consigliata l'adozione del Codice di Autodisciplina, la cui applicazione è in parte obbligatoria per le società del segmento STAR.

Il Mercato degli Investment Vehicles <sup>160</sup>, comunemente noto anche con il suo acronimo di MIV, è il mercato regolamentato di Borsa Italiana S.p.A. creato con l'obiettivo di offrire capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento con una chiara visione strategica.

Grazie al suo flessibile assetto regolamentare, è in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli, tra i quali, *investment company* e *real estate investment company*; fondi di *private equity*; fondi chiusi immobiliari; *special purpose acquisition companies* (SPAC); fondi specializzati, fondi *multi-strategy*, fondi di fondi.

Il Mercato degli Investment Vehicles è aperto sia a investitori *retail* sia a investitori professionali.

Il mercato è ad oggi suddiviso in 4 segmenti, che riflettono la tipologia di strumenti finanziari negoziati: (i) Segmento Fondi Chiusi, in cui sono

---

<sup>160</sup> Si faccia riferimento al seguente indirizzo *web* <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/miv/home/miv.htm>.

negoziare le quote di fondi chiusi mobiliari e immobiliari; (ii) Segmento Investment Companies, in cui sono negoziate le azioni delle Investment Companies; (iii) Segmento Real Estate Investment Companies, in cui sono negoziate le azioni delle Real Estate Investment Companies (REIC); (iv) Segmento Professionale, in cui sono negoziati gli strumenti finanziari delle Special Investment Vehicles (SIV), società la cui politica di investimento non prevede un sufficiente livello di diversificazione, fra cui le SPAC, e società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità, fra cui i veicoli *multi-strategy*.

La maggior parte dei membri del Mercato Telematico Azionario è anche connessa al Mercato degli Investment Vehicles (di cui quasi il 50% di provenienza estera), pertanto al Mercato degli Investment Vehicles può accedere il medesimo ampio ed eterogeneo bacino di investitori presente sul Mercato Telematico Azionario.

Ai fini della realizzazione dell'analisi empirica i cui risultati sono descritti nell'ambito del presente paragrafo, è stata presa in considerazione la nozione di "investitore istituzionale" generalmente riconosciuta in dottrina <sup>161</sup>, anche tenuto conto della precisazione della Commissione europea – nell'ambito della consultazione avviata tramite il Libro verde sul quadro dell'Unione

---

<sup>161</sup> *Ex multis*, E. CROCI, *op. cit.*; C. BELLAVITE PELLEGRINI, *op. cit.*, p. 403.

europea in materia di governo societario <sup>162</sup>, pubblicato in data 5 aprile 2011 – per cui l'espressione investitori istituzionali dev'essere intesa in senso lato, comprendendo al suo interno ogni soggetto che investa a titolo professionale (anche) per conto di clienti e beneficiari <sup>163</sup>.

All'interno della categoria "investitori istituzionali" presa in considerazione sono, pertanto, ricompresi soggetti ben diversi tra loro: banche e fondazioni bancarie, compagnie assicurative, fondi comuni di investimento, fondi pensione, fondi di *private equity*, *hedge found*.

Per investitori non istituzionali, trattandosi di una categoria residuale, sono stati conseguentemente ritenuti, *inter alios*, le persone fisiche e le società industriali.

Il campione di indagine <sup>164</sup> è rappresentato dalla composizione azionaria al 31 dicembre 2014 di 258 società, le cui azioni sono negoziate sui mercati regolamentati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., Mercato Telematico Azionario e Mercato degli Investment Vehicles e si basa sul

---

<sup>162</sup> Il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, disponibile sul sito web [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu) è articolato in venticinque specifici quesiti rivolti agli Stati membri, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e a tutti i soggetti interessati. In via generale, si segnala che il Libro verde costituisce uno strumento di riflessione su uno specifico tema, pubblicato dalla Commissione per avviare consultazioni pubbliche su determinate tematiche europee e raccogliere osservazioni necessarie per poter elaborare una proposta legislativa. Sulla base degli esiti di un Libro verde la Commissione adotta in genere Libri bianchi i quali, diversamente, contengono dettagliate proposte di azione comunitaria in un determinato settore. I Libri verdi rientrano nella categoria degli atti atipici, in quanto non sono contemplati tra gli atti giuridici previsti dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e, anche per questo motivo, sono privi di efficacia vincolante.

<sup>163</sup> Si veda in proposito, il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, disponibile sul sito web [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu), 16.

<sup>164</sup> Il campione di indagine è descritto nella Tabella 4. di cui all'Appendice, contenente denominazione sociale, codice ISIN, azioni in circolazione e percentuale degli investitori istituzionali rispetto al totale degli azionisti aventi partecipazioni rilevanti nel capitale sociale della società considerata.

*database* fornito da Borsa Italiana S.p.A. ed elaborato da questa sulla base delle informazioni e dei dati resi pubblici da Consob nella sezione del proprio sito *web* relativo agli assetti proprietari<sup>165</sup>.

Deve evidenziarsi che l'analisi riguarda esclusivamente le partecipazioni detenute dagli azionisti tenuti a comunicare alla società partecipata e alla Consob le proprie partecipazioni rilevanti al capitale sociale degli emittenti quotati ai sensi dell'art. 120 TUF: al momento in cui si è svolta l'indagine, la soglia di partecipazione rilevante era fissata al 5% del capitale per le piccole e medie imprese e al 2% negli altri casi<sup>166</sup>.

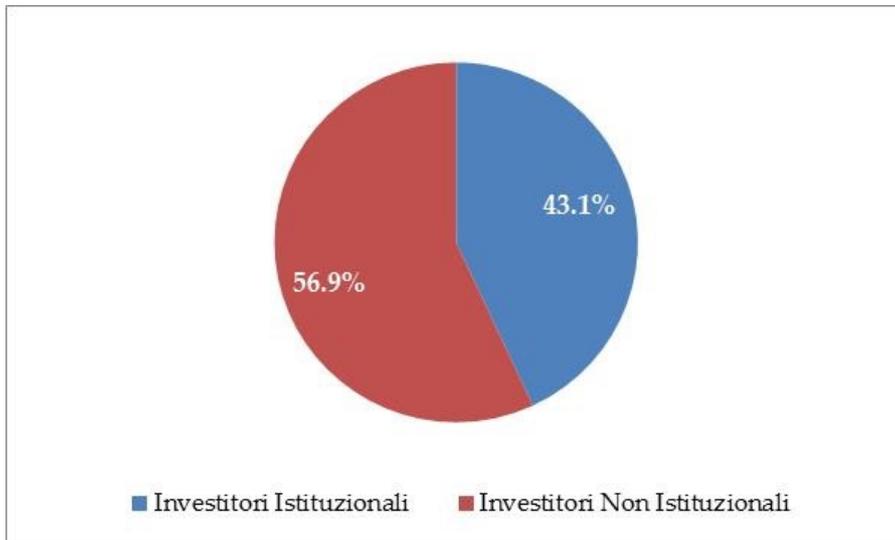
Nel campione di società analizzate, gli investitori che detengono quote di partecipazione rilevanti sono costituiti, come mostra il grafico 1. riportato di seguito, per il 43,1% da investitori istituzionali e per il 56,9% da investitori non istituzionali.

---

<sup>165</sup> Si segnala, in proposito, che la Consob pubblica, nell'ambito della sezione del proprio sito *web* relativa agli assetti proprietari – disponibile al seguente indirizzo *web* [www.consob.it/main/emittenti/societa\\_quotate/index.html](http://www.consob.it/main/emittenti/societa_quotate/index.html) – curandone l'aggiornamento continuo, tutte informazioni derivanti da dati e comunicazioni ricevute ai sensi di norme di legge o regolamentari. Si tratta, in particolare, delle seguenti informazioni: azionariato (azionisti che, sulla base delle comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 120 TUF, possiedono partecipazioni rilevanti al capitale sociale di emittenti quotati); capitale sociale (art. 85-*bis* del Regolamento n. 11971/99); organi sociali (art. 85-*quater* del Regolamento n. 11971/99); operatività degli emittenti sui propri titoli dal 1° aprile 2006 (artt. 87 e 101 del Regolamento n. 11971/99); comunicazioni dei capigruppo fino al 31 marzo 2006 (artt. 87 e 101 del Regolamento n. 11971/99); comunicazioni di partecipazioni rilevanti (art. 120 TUF e artt. 116-*terdecies* ss. del Regolamento n. 11971/99) rese note dalla Consob; partecipazioni potenziali (art. 119, co. 1 del Regolamento n. 11971/99); posizioni lunghe complessive (art. 119, co. 2 del Regolamento n. 11971/99); estratti dei patti parasociali relativi alle società quotate o alle loro controllate (art. 122 del d. lgs. 58/1998); quote di partecipazione richieste per la presentazione delle liste di dei candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo (artt. 144-*ter* e ss. del Regolamento n. 11971/99); obblighi di informativa periodica (elenco degli emittenti assoggettati agli obblighi di diffusione di informativa periodica, art. 114 del d. lgs. 58/1998).

<sup>166</sup> Si segnala, per completezza, che attualmente, per effetto dell'art. 1 del d.lgs. n. 25 del 15 febbraio 2016, la soglia di rilevanza è stata innalzata al 3%.

Grafico 1. Natura degli investitori in possesso di partecipazioni rilevanti



Fonte: Elaborazione propria

Nell'ambito della tabella 4. di cui all'Appendice sono analiticamente descritte le percentuali di partecipazioni detenute da investitori istituzionali rispetto al totale degli azionisti aventi partecipazioni rilevanti nel capitale sociale di ciascuna società considerata.

L'analisi della compagine azionaria delle 258 società oggetto di indagine mostra che, nel 36,4% dei casi osservati, gli investitori istituzionali rappresentano una percentuale inferiore al 20% degli azionisti aventi partecipazioni rilevanti nel capitale sociale, mentre solo nel 17,8% dei casi essi rappresentano una quota superiore all'80% del totale.

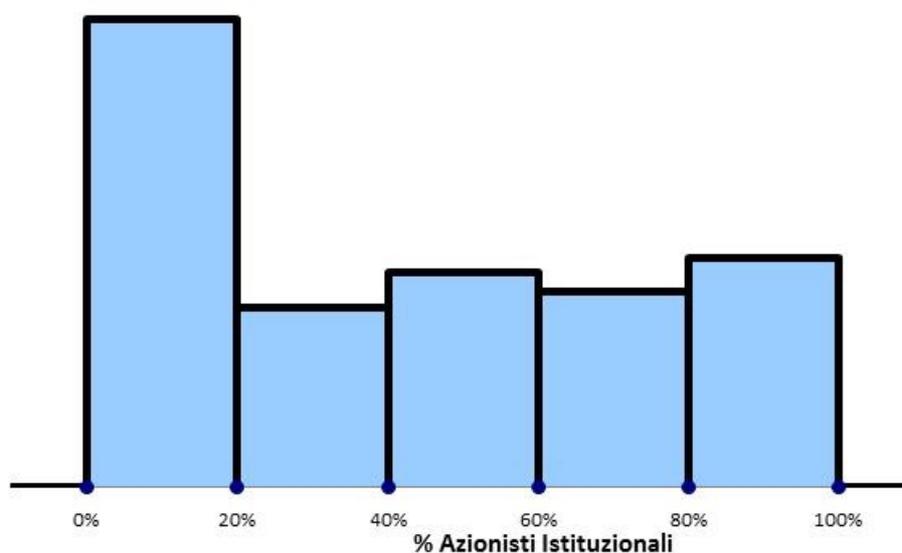
La tabella 2. ed i grafici 2. e 3. esposti in basso danno evidenza di quanto detto, riportando la frequenza con cui nel campione osservato la classe di investitori istituzionali compone il capitale sociale rilevante.

Tabella 2. Distribuzione di frequenza della rappresentanza di investitori istituzionali nella compagine azionaria rilevante delle società del campione

Estremi inferiori delle classi	Estremi superiori delle classi	Frequenze assolute	Frequenze relative	Densità
0%	20%	94	36,4%	1,8217
20%	40%	36	14,0%	0,6977
40%	60%	43	16,7%	0,8333
60%	80%	39	15,1%	0,7558
80%	100%	46	17,8%	0,8915

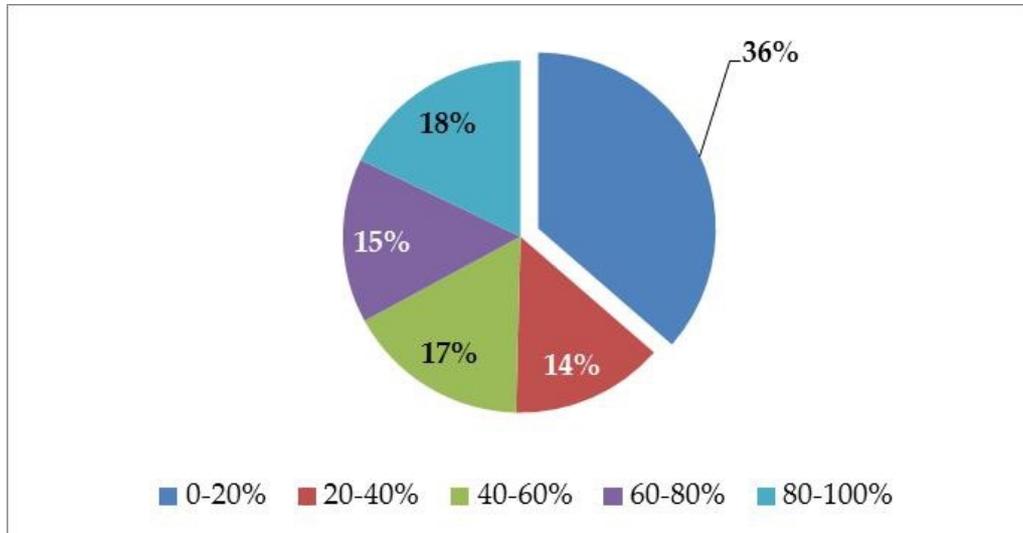
Fonte: Elaborazione propria

Grafico 2. Distribuzione di frequenza della rappresentanza di investitori istituzionali nella compagine azionaria rilevante delle società del campione



Fonte: Elaborazione propria

Grafico 3. Rappresentanza di investitori istituzionali nella compagine azionaria rilevante delle società del campione



Fonte: Elaborazione propria

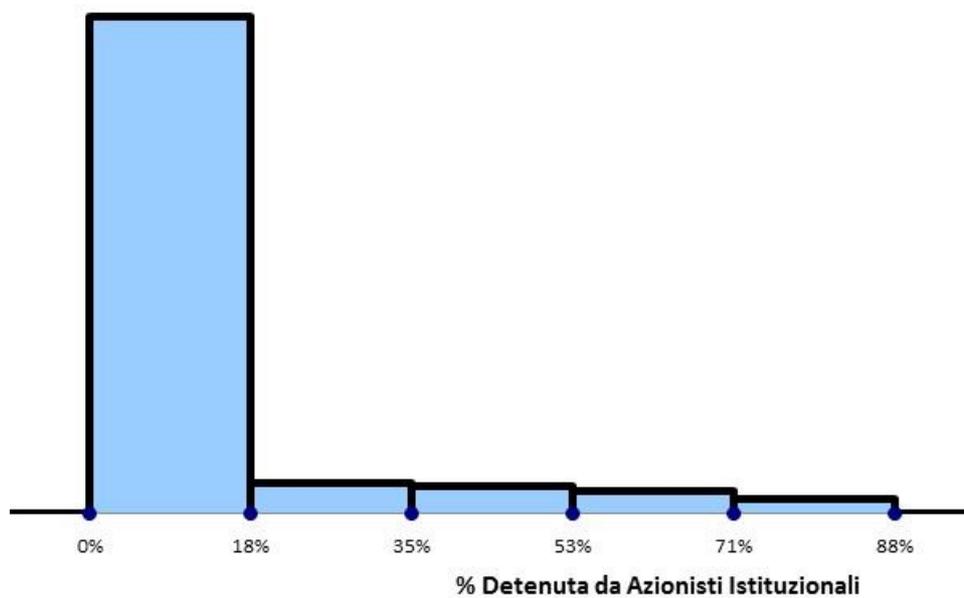
Focalizzando l'attenzione sulle quote di partecipazione che gli investitori istituzionali individuati detengono nel capitale sociale delle società analizzate, si evidenzia come questi siano per lo più in possesso di quote di minoranza: l'84% circa degli investitori istituzionali individuati detengono partecipazioni inferiori al 18% di cui si dà evidenza nella tabella 3. e nel grafico 4. sotto riportati.

Tabella 3. Distribuzione di frequenza delle quote di partecipazione detenute dagli investitori istituzionali nelle società del campione

<b>Estremi inferiori delle classi</b>	<b>Estremi superiori delle classi</b>	<b>Frequenze assolute</b>	<b>Frequenze relative</b>	<b>Densità</b>
0%	18%	341	83,8%	4,73387
18%	35%	21	5,2%	0,29153
35%	53%	19	4,7%	0,26376
53%	71%	16	3,9%	0,22212
71%	88%	10	2,5%	0,13882

Fonte: Elaborazione propria

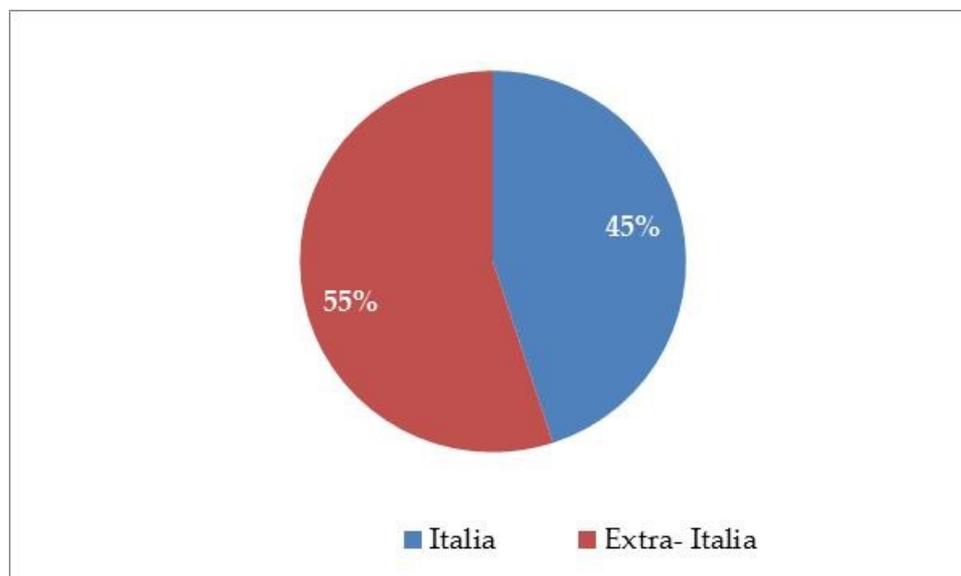
Grafico 4. Distribuzione di frequenza delle quote di partecipazione detenute dagli investitori istituzionali nelle società del campione



Fonte: Elaborazione propria

Infine, il grafico 5. *infra* mostra come il 45% degli investitori istituzionali individuati è di nazionalità italiana.

Grafico 5. Investitori istituzionali per nazionalità



Fonte: Elaborazione propria

#### **4. L’iniziativa di autoregolamentazione promossa da Assogestioni: i “Principi italiani di *stewardship* per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate”**

Prima di rivolgere l’attenzione all’analisi della proposta di direttiva europea nel capitolo che segue, sembra interessante evidenziare che anche il sistema italiano, sulla scia di altri Paesi europei, primi tra tutti il Regno Unito con

l'adozione del *UK Stewardship Code*<sup>167</sup>, si è dotato di una simile disciplina per il tramite delle norme di autoregolamentazione.

In particolare, nel 2013, Assogestioni, in qualità di associazione del risparmio gestito, nell'adozione dei "Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate"<sup>168</sup>, ha inteso definire, tramite lo strumento dell'autoregolamentazione<sup>169</sup>, i principi di *best practice* ai quali le società che prestano i servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione

---

<sup>167</sup> Nel luglio 2010 entra in vigore la prima versione del *UK Stewardship Code* che rappresenta un iniziale tentativo di rendere l'esercizio delle responsabilità gestorie più trasparente e di incoraggiare in maniera più effettiva il coinvolgimento attivo da parte degli azionisti nella vita sociale. Dopo un periodo di consultazione, il *UK Stewardship Code* è stato oggetto di revisione nel settembre 2012 ed è entrato successivamente in vigore il 1° ottobre 2012. Il *UK Stewardship Code* è un codice di autodisciplina, contenente principi di *best practice*, e si rivolge tanto agli investitori istituzionali quanto ai soggetti che in concreto ne gestiscono le attività (gli *assets* o *money manager*) con lo scopo di stimolare il potenziamento della qualità dell'*engagement* tra gli investitori istituzionali e le società partecipate e, attraverso tale *engagement*, migliorare i rendimenti di lungo periodo per tutti gli azionisti e l'efficiente esercizio delle responsabilità di governo societario. Le previsioni del *Code* sono finalizzate a individuare e mettere in luce la gran parte delle situazioni problematiche che coinvolgono l'ambiente dell'investimento e incentivare la gestione sociale dalla gran parte dei partecipanti al mercato coinvolti nel contesto dell'investimento medesimo. Per una disamina più approfondita della disciplina contenuta all'interno del *UK Stewardship Code* e su relativi spunti di riflessione applicabili, *mutatis mutandis*, anche al codice italiano, si faccia riferimento al successivo cap. IV.

<sup>168</sup> Si veda, in particolare, l'ultima versione disponibile del 2016 in ASSOGESTIONI, *Principi di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, reperibili al seguente indirizzo *web* <http://www.assogestioni.it/ass/library/32/principiitastewardship16.pdf>.

<sup>169</sup> Cfr. i Principi Guida di cui ai "Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate". "L'adesione ai Principi è volontaria e basata sul principio *comply or explain* – improntato a una logica di flessibilità – che consente anche di disapplicare, in tutto o in parte, alcune delle Raccomandazioni, purché venga fornita adeguata spiegazione delle motivazioni. [...] Al fine di migliorare la trasparenza e dimostrare l'impegno verso *standard* elevati di *corporate governance* esterna, le Società di gestione dichiarano pubblicamente la volontà di aderire ai seguenti Principi, ad esempio sul proprio sito *internet* o nel bilancio annuale. Le Società di gestione che aderiscono ai Principi si impegnano, altresì, a pubblicare annualmente una relazione contenente informazioni di agevole comprensione sui comportamenti attraverso i quali i Principi sono stati posti in essere, anche alla luce delle Raccomandazioni, nel periodo di riferimento".

di portafogli che rappresenta sono chiamate ad attenersi allorché scelgono di confrontarsi con gli emittenti quotati sui mercati italiani.

Sembra chiaro che i Principi, ispirati ed allineati a quelli contenuti nel *Code for external governance* dell'EFAMA – *European Fund and Asset Management Association* – di cui Assogestioni è parte, intendono cogliere le istanze di modernizzazione della legislazione sul governo societario, stimolando il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui investono, anche alla luce della sempre maggiore partecipazione degli investitori istituzionali alla vita sociale delle società quotate <sup>170</sup>: Assogestioni ritiene, infatti, che “buoni *standard* di *governance* siano fondamentali per garantire la fiducia nel mercato dei capitali e che il ruolo svolto dagli investitori istituzionali, dai gestori e dai rispettivi *advisor* sia importante nella dialettica interna agli emittenti quotati italiani” <sup>171</sup>.

A tale proposito, ai sensi del principio 1 si raccomanda l'elaborazione e la divulgazione al pubblico di una “politica documentata” che illustri nel dettaglio la strategia adottata per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari nei propri portafogli, ivi compresa ogni attività ritenuta opportuna e sufficiente e tenuto conto dei principi come di seguito descritti <sup>172</sup>.

---

<sup>170</sup> Si faccia riferimento, in proposito, *supra* ai parr. 2.1 e 3, per una panoramica circa la crescente partecipazione e il crescente ruolo attivo degli investitori istituzionali nel contesto delle società quotate italiane.

<sup>171</sup> Cfr. i Principi Guida di cui ai “Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate”.

<sup>172</sup> *Ivi*, Principio 1. Si veda, al riguardo, P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, pp. 5 ss. laddove osserva che “i principi contengono sicuramente una indicazione di *policy* apprezzabile, perché sono volti a stimolare strategie di investimento fondate su di una valutazione della gestione delle società in cui gli investitori istituzionali investono, sull'esercizio «ragionato» e motivato dei diritti di voto e, quindi, sulla elaborazione di linee di indirizzo *long term*, che possono favorire gestioni da parte delle imprese quotate non meramente mirate allo shareholder value inteso in chiave speculativa”.

Le società di gestione sono, in via preliminare, chiamate a monitorare gli emittenti quotati al fine di identificare in anticipo le criticità e minimizzare le potenziali perdite di valore<sup>173</sup>.

Sono, pertanto, chiamate a definire e valutare periodicamente, nell'ottica dell'efficacia dei risultati, chiare linee guida volte a prevedere le circostanze e le tempistiche al ricorrere delle quali intervenire e prendere parte attiva alla *corporate governance* delle società partecipate, al fine di tutelarne e incrementarne il valore<sup>174</sup>, valutando eventualmente ipotesi di collaborazione con altri investitori istituzionali<sup>175</sup>.

In tale prospettiva, le società di gestione adottano<sup>176</sup> e divulgano<sup>177</sup> una efficace ed adeguata strategia per l'esercizio ponderato e motivato dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari detenuti, al fine di garantire la conformità con i propri obiettivi e le politiche di investimento e prevenire o gestire eventuali conflitti di interesse.

Coerentemente alla natura del codice, in quanto atto di *soft law*, l'adesione ai Principi è volontaria e basata sul principio *comply or explain* in base al quale è possibile disapplicare, in tutto o in parte, alcune delle raccomandazioni, purché venga fornita adeguata spiegazione delle motivazioni.

I "Principi", in quanto emanazione delle società di investimento, non esprimono naturalmente linee di comportamento in capo alle società quotate, in relazione alle quali nel contesto italiano, ad oggi, non sono rintracciabili

---

<sup>173</sup> *Ivi*, Principio 2.

<sup>174</sup> *Ivi*, Principio 3.

<sup>175</sup> *Ivi*, Principio 4.

<sup>176</sup> *Ivi*, Principio 5.

<sup>177</sup> *Ivi*, Principio 6.

principi e/o raccomandazioni dal tenore speculare a quello previsto per le società di gestione.

Al riguardo, non è mancato chi in dottrina <sup>178</sup>, considerando determinante il ruolo di impulso e innovazione svolto dalle norme di *soft law* nella mutevolezza dei mercati finanziari, ha criticato l'inerzia di Borsa Italiana S.p.A., nel rinunciare all'opportunità di recepire simili istanze di partecipazione e intervento degli investitori istituzionali anche nell'ambito del Codice di autoregolamentazione adottato dalle società quotate su mercati regolamentati italiani – che nell'ultima versione del 2014 contiene esclusivamente un riferimento alle prospettive *long-term oriented*<sup>179</sup> senza fornire raccomandazioni sul rapporto con gli investitori istituzionali.

Si auspica, conseguentemente, la promozione da parte delle società emittenti quotate di codici di autodisciplina <sup>180</sup> o, quantomeno, di iniziative volte a

---

<sup>178</sup> Si vedano, P. MONTALENTI,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, op. cit., pp. 961 ss.; I D., op. cit., 2016, p. 6. Con particolare riferimento all'efficacia degli strumenti di intervento e voto a distanza, si vedano M. C IAN, op. cit. 2015, p. 788; I D., op. cit., 2014, p. 425 ss..

<sup>179</sup> Si segnala, al riguardo, la posizione espressa in M. E REDE, G. S ANDRELLI, op. cit, pp. 970 ss.. Gli Autori, in particolare, attribuiscono al principio che orienta la gestione degli amministratori al lungo termine una "portata sistematica, anche tenuto conto che essa si iscrive in una corrente di riforma che, in altri ordinamenti, ha condotto alla sanzione del medesimo principio anche per via legislativa".

<sup>180</sup> Con riferimento al sostegno fornito all'implementazione della predetta regolamentazione nell'ambito del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A., si veda, in particolare, P. MONTALENTI,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, op. cit., p. 962. E' interessante segnalare come l'Autore, nel ritenere che "una posizione «attiva» nei confronti degli investitori istituzionali assunta dagli amministratori di società quotate, nel quadro degli orientamenti comunitari, non sia incoerente con gli obiettivi del Codice", che potrebbe "fornire un contributo anticipatore", propone una bozza di raccomandazione. In proposito, afferma come "si potrebbe inserire una indicazione, anche soltanto di carattere programmatico dal seguente tenore: «gli amministratori, allo scopo di favorire un rapporto più intenso e continuativo con gli investitori qualificati, promuovono incontri periodici con i soci detentori di partecipazioni significative, in particolare con gli investitori istituzionali, per un confronto sulle linee strategiche di gestione, nel rispetto della disciplina delle informazioni privilegiate»".

favorire il confronto con gli investitori istituzionali, “al di là del rito obsoleto delle assemblee o dei *roadshow*”<sup>181</sup>.

---

<sup>181</sup> Cfr. P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, p. 6.

### III. *Engagement* degli investitori istituzionali e obblighi di *disclosure*: la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio

#### 1. Premessa

Come anticipato nei capitoli che precedono, la disciplina volta ad incoraggiare un maggiore impegno alla vita e al governo sociale da parte degli investitori istituzionali attraverso una serie di obblighi di *disclosure* è oggetto di una recente proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, che sarà analizzata nell'ambito dei paragrafi che seguono.

La proposta, che, a sua volta, modifica la *Shareholders' Rights Directive* del 2007, si prefigge, *inter alia*, l'obiettivo di prevedere, nell'ambito della regolamentazione dei diritti degli azionisti nelle società quotate, una disciplina organica concernente l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine dei azionisti e il miglioramento della trasparenza dei mercati finanziari.

Tale intervento si inserisce nel contesto di un più ampio programma di "modernizzazione e armonizzazione del diritto societario nonché delle tematiche di governo societario", avviato dalla Commissione europea già nei primi anni 2000 e intensificatosi negli ultimi anni in occasione della crisi finanziaria ed economica globale del 2008.

Di fronte ai *market failure* posti in tutta evidenza con lo scoppio delle grandi crisi, il diritto è stato, infatti, posto di fronte a una grande sfida: quella di

affrontare una realtà economica e finanziaria da disciplinare completamente differente rispetto a quella che il suo armamentario tradizionale aveva fino a quel momento regolamentato<sup>182</sup>.

Come anticipato anche alla fine del capitolo che precede, la disciplina di cui all'intervento legislativo in parola è, di fatto, già nota al sistema in quanto oggetto di taluni codici di autodisciplina: nel panorama nazionale, per effetto dei "Principi di *Stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate" di recente elaborati per opera di Assogestioni<sup>183</sup>; nel Regno Unito, per effetto del *UK Stewardship Code*<sup>184</sup>.

Appare significativo evidenziare, altresì, il contributo "precursore" fornito dall'OECD che, *in nuce* nella versione dei *Principles of Corporate Governance* del 2004 e ampiamente nella versione del 2015, raccomanda ai *policy maker*, nell'ottica della realizzazione di una buona *corporate governance*, di prevedere che, da un lato, gli investitori istituzionali divulgano le proprie politiche di voto e la procedura di gestione di eventuali conflitti di interesse e, dall'altro, i *proxy advisor* e chiunque fornisca analisi minimizzi e comunichi eventuali conflitti di interesse che possono compromettere l'integrità delle proprie analisi o raccomandazioni.

E' interessante segnalare, altresì, che i principi in parola danno rilievo anche alla realtà dei mercati, richiedendo che, tenuto conto del contesto sempre più internazionalizzato e integrato, i criteri e le procedure del mercato in cui è avvenuta per prima la quotazione, in caso di *cross listing*, siano trasparenti e facilmente documentate.

---

<sup>182</sup> G. ROSSI, *op. cit.*, pp. 906 ss.

<sup>183</sup> Si rimanda, al riguardo, alla trattazione di cui al par. 4 del cap. II che precede.

<sup>184</sup> Si rimanda, al riguardo, alla trattazione di cui al cap. IV che segue.

## 2. Il contesto dell'intervento legislativo europeo

Fin dalla costituzione della Comunità economica europea, gli Stati membri si sono impegnati reciprocamente a un progressivo coordinamento degli ordinamenti giuridici nazionali con riguardo, *inter alia*, alle garanzie richieste in materia di società al fine di "proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi"<sup>185</sup>.

Ed infatti, la Commissione europea ha attuato fin da subito un programma di ravvicinamento delle discipline degli Stati membri attraverso l'adozione di

---

<sup>185</sup> Il riferimento è, in particolare, all'art. 50, co. 2, lett. g) del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (che, nella versione consolidata, ha sostituito l'art. 44, co. 2, lett. g) del Trattato CE). Sembra interessante sottolineare come tale impegno assume rilevanza assiologica notevole se si considera che è espresso nell'ambito di uno dei due trattati su cui si fonda l'Unione europea. Nel prosieguo della trattazione il riferimento al Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea potrà essere fatto anche come al "TFUE".

atti giuridici in materia societaria aventi diversa natura, dall'*hard law* al *soft law*, con lo scopo di realizzare l'armonizzazione dei relativi diritti<sup>186</sup>.

Pur in presenza di contrasti e difficoltà, può certamente rilevarsi che l'attuazione delle predette iniziative ha, di fatto, consentito la diffusione negli ordinamenti nazionali di talune essenziali regole comuni nonché l'affermazione di livelli di tutela comparabili tra loro<sup>187</sup>.

---

<sup>186</sup> Nell'ambito del processo di modernizzazione del quadro normativo europeo in materia di diritto delle società e di governo societario si enumerano le seguenti iniziative: (i) la Direttiva contabile – Quarta Direttiva del Consiglio del 25 luglio 1978 basata sull'art. 54, par. 3, lett. g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società (78/660/CEE) con la quale sono state introdotte le regole relative alle dichiarazioni sul governo societario; (ii) la Direttiva sull'esercizio dei diritti degli azionisti – Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate – e la decima Direttiva sul diritto societario relativa alle fusioni transfrontaliere – Direttiva 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio; (iii) due Raccomandazioni adottate dalla Commissione europea relative al ruolo degli amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi delle società quotate e alla remunerazione degli amministratori delle società quotate – Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza e Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate; (iv) la Direttiva 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale; (v) la Direttiva 2007/63/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la terza e la sesta Direttiva sul diritto societario relative alle fusioni e scissioni – rispettivamente le Direttive 78/855/CEE e 82/891/CEE del Consiglio per quanto riguarda l'obbligo di far elaborare ad un esperto indipendente una relazione in occasione di una fusione o di una scissione di società per azioni; la Direttiva 2009/109/CE Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE, 78/855/CEE e 82/891/CEE e la Direttiva 2005/56/CE per quanto riguarda gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusioni e scissioni.

<sup>187</sup> Al fine di approfondire il quadro dei limiti e dei risultati del processo di armonizzazione, si veda l'indagine svolta in G.F. C. AMPOBASSO (a cura di), *Armonie e disarmonie nel diritto europeo delle società di capitali*, Milano, 2003.

## 2.1. Gli interventi del legislatore Europeo a partire dai primi anni del 2000

Nel corso degli ultimi decenni e nella prospettiva appena descritta di modernizzare e armonizzare il *framework* normativo europeo, gli organi legislativi dell'Unione europea hanno mostrato una notevole sensibilità per le peculiari tematiche del diritto societario concernenti la *corporate governance*.

In particolare, la Commissione europea, con una serie di interventi successivi, ha delineato un quadro di principi giuridici comuni a tutti gli Stati membri al fine di migliorare il diritto societario e le pratiche di governo societario all'interno dell'Unione europea e, per il tramite dell'attuazione di tale obiettivo, prevenire fenomeni di arbitraggio normativo tra ordinamenti giuridici nazionali<sup>188</sup>.

Tale processo di revisione prende avvio nei primi anni del 2000 allorché nel settembre 2001 il commissario Frits Bolkestein incarica un gruppo di esperti di diritto societario, presieduto dal prof. Jaap Winter, di definire le nuove priorità per attuare il processo di modernizzazione del diritto societario nell'Unione europea, oltre a fornire un supporto alla Commissione europea

---

<sup>188</sup> La finalità perseguita dall'Unione europea nell'ambito della sua attività di armonizzazione mediante regolamentazione è senza dubbio quella di creare una situazione di "*level playing field*", in cui le regole di partecipazione al "gioco" degli affari societari devono essere uguali per tutti i "giocatori" e prevedere condizioni di parità. Se così non fosse, i "giocatori" sottoposti a leggi più rigorose sarebbero penalizzati rispetto ai propri concorrenti di altri Stati membri. Sarebbe, peraltro, ipotizzabile lo scatenarsi di una gara al ribasso tra i legislatori nazionali con il rischio che si registri una progressiva riduzione delle tutele offerte dal diritto allo sviluppo sicuro ed ordinato dei rapporti societari.

nel predisporre una nuova proposta di direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto<sup>189</sup>.

Il *High Level Group of Company Law Experts*, composto da sette membri scelti in base alle competenze in materia di diritto societario nonché alle vaste e diversificate esperienze dei diversi sistemi giuridici ed economici dell'Unione europea, fa confluire le proprie riflessioni e raccomandazioni nel *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*<sup>190</sup>.

Tale relazione finale, presentata dal gruppo di esperti in data 4 novembre 2002, mette in luce la necessità di porre in essere un ampio e organico processo di revisione del diritto societario in Europa, al fine di rendere il quadro legislativo e regolamentare idoneo agli sviluppi e al nuovo contesto economico e finanziario<sup>191</sup>.

A tal proposito, anche in considerazione della specificità delle raccomandazioni formulate nonché della complessità delle riforme da porre in essere, il gruppo di esperti suggerisce alla Commissione europea di

---

<sup>189</sup> Si veda, in proposito, HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 novembre 2002, disponibile al seguente indirizzo web [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm), Annex 1, in cui è contenuto un estratto del comunicato del 4 settembre 2001 con cui la Commissione europea ha creato l'*High Level Group of Experts*.

<sup>190</sup> *Ivi*.

<sup>191</sup> *Ivi*. In proposito, la "letter from the Chairman", posta all'inizio del rapporto esprime le considerazioni conclusive e le raccomandazioni elaborate in seno al gruppo di esperti, come segue: "A fundamental review of company law in Europe was certainly due. Many agree that EU company law has not kept up with developments which shape its role and application, in particular the creation of a single EU market which companies and their investors wish to use to the optimum, the development of European securities markets and their regulation, the development of modern information and communication technologies which should be facilitated and could be used to improve company law arrangements and the development of corporate governance practices and standards. Indeed, we believe company law in Europe must catch up with these developments. We hope that our Report will stimulate this process, which will require concerted actions of many in the EU".

elaborare preliminarmente un piano d'azione, che definisca l'agenda dell'Unione europea per l'implementazione delle iniziative normative in materia di diritto societario e, altresì, di condividere tale piano d'azione con il Consiglio e il Parlamento europeo<sup>192</sup>.

Nella prospettiva appena delineata, il gruppo di esperti fornisce, pertanto, una classificazione delle diverse raccomandazioni in tre categorie di azioni, da intraprendere a breve, medio e lungo termine.

In accoglimento al suggerimento di cui al rapporto finale di programmare adeguatamente le molteplici iniziative di riforma raccomandate <sup>193</sup>, nel 2003 la Commissione europea pubblica e trasmette al Consiglio e al Parlamento europeo il proprio "Piano di Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario nell'Unione europea"<sup>194</sup>.

Il Piano di Azione del 2003, nel definire l'agenda europea per le iniziative da intraprendere, delinea un quadro generale di azione comunitaria per migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* all'interno dell'Unione europea nella seguente triplice prospettiva: consolidarne l'economia reale; promuoverne l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale; nonché rafforzarne i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi<sup>195</sup>.

---

<sup>192</sup> Si vedano, in proposito, le "*priorities for action*", espresse *ivi*, p. 125

<sup>193</sup> Per un breve riepilogo delle "*priorities for action*", espresse nella relazione finale del gruppo di esperti, ancora *ibidem*.

<sup>194</sup> Il "Piano di Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario nell'Unione europea" è disponibile al seguente indirizzo *web* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52003DC0284>.

<sup>195</sup> Si veda, in proposito S. ALVARO, B. LUPINI, *op. cit.*

## 2.2. Le iniziative del legislatore Europeo a seguito della crisi economica e finanziaria del 2008: una breve panoramica

Sembra interessante notare a questo proposito come, nell'ambito del processo di revisione avviato e implementato per opera degli interventi di attuazione del piano del 2003 di cui al paragrafo precedente, si registri successivamente una notevole accelerazione dell'azione della Commissione europea, in occasione della crisi finanziaria globale del 2008.

La gravità della crisi e gli effetti da essa prodotti mostrano chiaramente i *market failure*, le imperfezioni intrinseche dei mercati finanziari, ossia quella condizione che si realizza allorquando si registra l'incapacità del mercato di raggiungere autonomamente, tramite i liberi comportamenti degli operatori economici, condizioni soddisfacenti di efficienza.

In proposito, la teoria economica, a partire dalla "mano invisibile" di Adam Smith, osserva che, solo in presenza di determinate condizioni, l'allocatione delle risorse in un equilibrio di lungo periodo risulta essere efficiente e il mercato raggiunge autonomamente la condizione di efficienza.

Al ricorrere dei *market failure*, il mercato non è in grado di raggiungere autonomamente la predetta condizione di efficienza, così la teoria economica affida alla regolamentazione il compito di intervenire a correggerne i relativi fallimenti<sup>196</sup>.

---

<sup>196</sup> Si veda, in proposito, M. NADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008, pp. 87 ss..

In tal senso, la regolamentazione finanziaria e societaria può essere, dunque, ricompresa nel quadro più ampio dell'intervento pubblico in economia e dei suoi tre obiettivi fondamentali di stabilità, equità nella distribuzione delle risorse, efficienza nell'impiego delle medesime.

Nella prospettiva appena delineata, si rileva come la crisi finanziaria globale iniziata nel 2008 abbia effettivamente stimolato le pubbliche autorità a riflettere sulla reale forza degli istituti finanziari nonché sull'adeguatezza del loro sistema di vigilanza e regolamentazione rispetto all'innovazione finanziaria che caratterizza il sistema finanziario globale.

A livello Europeo, la Commissione, in occasione dell'esplicarsi della crisi finanziaria descritta, ha accelerato il processo di modernizzazione del diritto societario, fondando il proprio programma di riforma dei mercati finanziari e di prevenzione delle crisi proprio, e in primo luogo, sul rafforzamento della *corporate governance*<sup>197</sup>, nella convinzione che una crescita sostenibile richieda necessariamente una presa di coscienza e una gestione sana dei rischi dell'impresa<sup>198</sup>.

Sembra chiaro, infatti, che il sistema finanziario sia interessato al buon funzionamento dei meccanismi di *corporate governance* in quanto costituiscono condizioni fondamentali della positiva *performance* delle

---

<sup>197</sup> Come analiticamente descritto nel par. 2, cap. I che precede, con il termine *corporate governance* si indica il complesso delle norme, delle regole e dei comportamenti che sono alla base della gestione e organizzazione di una società. Si segnala, al riguardo, che già nel 2005 la *corporate governance* era stata individuata come una delle variabili che influenzano la funzionalità del sistema finanziario e che quindi costituiscono indici almeno potenziali della qualità delle sue *performance*. Gli altri indicatori che, insieme alla *corporate governance*, segnalano e influenzano la *performance* del sistema finanziario sono di seguito indicati: (i) l'innovazione finanziaria; (ii) l'informazione e i costi di transazione; (iii) il sistema legale. Si veda, al riguardo, ECB, *Assessing the performance of financial systems*, Monthly Bulletin, October 2005, p. 80.

<sup>198</sup> Ricostruiscono in tale prospettiva S. ALVARO, B. LUPINI, *op. cit.*, pp. 8 ss..

imprese e, pertanto, della capacità di presentarsi come un buon investimento per il medesimo sistema finanziario<sup>199</sup>.

La riflessione della Commissione europea prende origine, in particolare, dall'osservazione di talune carenze nella *corporate governance* delle società quotate europee, con riferimento a differenti soggetti: le società e i loro amministratori, gli azionisti (investitori istituzionali e gestori di attivi) e i consulenti in materia di voto.

Le carenze individuate attengono soprattutto a due problemi: l'insufficiente partecipazione degli azionisti alla vita sociale e la mancanza di un'adeguata trasparenza.

La strategia della Commissione europea appena descritta è, altresì, richiamata a linee generali con la comunicazione "Europa 2020 – una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva"<sup>200</sup> del 3 marzo 2010.

La Commissione europea sottolinea, in un tono programmatico, la necessità a vantaggio delle imprese, degli investitori e dei dipendenti delle società europee di migliorare il contesto in cui operano, attraverso la creazione di un quadro regolamentare moderno ed efficiente nonché allineato alle esigenze della società odierna e al contesto economico e finanziario in evoluzione.

---

<sup>199</sup> Giunge a tale conclusione G. FORESTIERI, *Corporate & investment banking*, Milano, 2011, p. 8 ss..

<sup>200</sup> La comunicazione "Europa 2020 – una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva"<sup>200</sup> del 3 marzo 2010, disponibile al seguente indirizzo *web* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Aem0028>.

Poco dopo la pubblicazione della predetta comunicazione, la Commissione pubblica due Libri verdi<sup>201</sup> e un Libro bianco<sup>202</sup>.

Nel giugno 2010, con la pubblicazione del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, la Commissione avvia una consultazione circoscritta ai soli istituti finanziari, in particolare banche e assicurazioni, in considerazione della maggiore complessità del sistema di *governance* e della rilevanza del ruolo svolto nell'ambito del settore economico, oltre che dei profili di stabilità del sistema finanziario.

Successivamente, il 5 aprile 2011, con la pubblicazione del Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario <sup>203</sup>, la Commissione europea dà avvio a una consultazione volta ad identificare le modalità per migliorare e modernizzare l'attuale sistema di governo societario delle società quotate in Europa.

Sembra interessante, al riguardo, segnalare come il Libro verde del 2011 adotti l'accezione più ampia di *corporate governance* <sup>204</sup>, chiarendo in modo esplicito che con il termine "*corporate governance*" il documento in consultazione si voglia riferire espressamente al sistema di gestione e

---

<sup>201</sup> Giova segnalare, in proposito, che il Libro verde costituisce uno strumento di riflessione su uno specifico tema, pubblicato dalla Commissione per avviare consultazioni pubbliche su determinate tematiche di interesse europeo e raccogliere osservazioni necessarie per poter elaborare una proposta legislativa con l'obiettivo dell'armonizzazione. I Libri verdi rientrano nella categoria degli atti atipici, in quanto non sono contemplati tra gli atti giuridici previsti dal TFUE e, anche per questo motivo, sono privi di efficacia vincolante.

<sup>202</sup> Sulla base degli esiti di un Libro verde la Commissione adotta in genere Libri bianchi i quali contengono dettagliate proposte di azione comunitaria in un determinato settore.

<sup>203</sup> Il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, disponibile sul sito web [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu) è articolato in venticinque specifici quesiti rivolti agli Stati membri, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e a tutti i soggetti interessati.

<sup>204</sup> Si faccia riferimento alle osservazioni svolte in materia di *corporate governance* nell'ambito del precedente par. 2 cap. I.

controllo della società ovvero all'insieme dei rapporti che collegano tra loro l'organo di amministrazione, gli azionisti e gli altri *stakeholders*.

La *corporate governance* è rappresentata come il sistema di gestione e controllo che, da un punto di vista economico, tende essenzialmente a risolvere tre tradizionali categorie di problemi di agenzia: (i) quelli tra *management (agent)* e azionisti nel loro complesso (*principal*), qualora l'azionariato sia disperso; (ii) tra azionisti di controllo (*agent*) e non (*principal*), in una situazione di azionariato concentrato; (iii) tra chi controlla la società (*agent*) e gli *stakeholders* diversi dai soci (sia in caso di azionariato concentrato o disperso).

In via preliminare, il Libro verde del 2011, con particolare riferimento all'ambito soggettivo di applicazione delle regole di *governance*, intende condividere con il pubblico coinvolto nella consultazione le proprie perplessità con riguardo a una questione di portata generale.

La Commissione, partendo dalla considerazione per cui le regole dettate dall'Unione europea in materia di *corporate governance* si applicano in linea generale a tutte le società quotate, senza distinzioni basate sulla forma giuridica o sulle dimensioni delle singole imprese (piccole, medie o grandi), ha voluto introdurre all'interno della consultazione il quesito relativo all'opportunità di utilizzare taluni principi di *corporate governance*, sviluppatasi e affermatasi nell'ambito delle società quotate, anche per le società non quotate, ritenendo in linea di principio che il "buon governo societario" rappresenti un fattore importante per tutte le società (quotate e non quotate) e per i suoi azionisti.

A tale riguardo, ricorda come, a livello nazionale, siano già stati adottati da parte di taluni Stati membri codici di autoregolamentazione e siano state intraprese iniziative che riguardano le società non quotate sui mercati

regolamentati da parte di organismi professionali (citando al riguardo le iniziative concernenti il governo societario delle società non quotate dell'European Confederation of Directors' Associations – EcoDa, ovvero promosse in Belgio, Finlandia e nel Regno Unito).

La maggior parte dei soggetti partecipanti alla consultazione, pur riconoscendo in via teorica l'importanza di promuovere principi di governo societario anche per le società non quotate, ha fornito riscontri sostanzialmente negativi – ritenendo più congruo affidare un tale tipo di scelta a livello nazionale – essenzialmente in considerazione delle seguenti circostanze: le vigenti disposizioni di *corporate governance* elaborate per le società quotate risultano non adatte alle le società non quotate e la loro traslazione appare difficoltosa e onerosa; l'intero dibattito sull'esistenza e sulla configurazione del governo societario è fondato sui conflitti "*principal – agent*"<sup>205</sup> che caratterizzano principalmente le società con proprietà diffusa e che non sono invece riscontrabili negli stessi termini per le società non quotate laddove uno o pochi azionisti determinano il destino della società, esercitando un'influenza diretta sulla sua gestione e ricoprendo spesso anche la carica di amministratori.

Ciò premesso, nell'ambito del Libro verde del 2011 la Commissione individua essenzialmente tre grandi macro-aree tematiche sulle quali avviare la consultazione: (i) l'organo di amministrazione; (ii) gli azionisti; (iii) il principio del "*comply or explain*".

Per quanto riguarda il tema relativo all'organo di amministrazione, il Libro verde, sulla scorta della premessa per cui "solo un consiglio di

---

<sup>205</sup> Tali conflitti nascono essenzialmente tra (i) *management (agent)* e gli azionisti nel loro complesso (*principal*) qualora l'azionariato sia disperso; o (ii) azionisti di controllo (*agent*) e non (*principal*) in una situazione all'opposto di azionariato concentrato.

amministrazione efficace e dalle prestazioni eccellenti è in grado di contrastare le decisioni degli amministratori con incarichi esecutivi”, si occupa, in primo luogo, della sua composizione, nell’ottica di garantirne una formazione diversificata, tramite un’equilibrata presenza di entrambi i generi nonché di soggetti portatori di una varietà di esperienze professionali, competenze e nazionalità.

Oltre a questo tema il Libro verde affronta anche le ulteriori questioni attinenti al funzionamento di tale organo, con particolare riguardo ai profili del tempo e dell’impegno che ciascun componente deve dedicare alla funzione, nonché alla responsabilità del *board* nella gestione dei rischi di impresa.

Relativamente al principio “*comply or explain*”, il documento di consultazione, pur ribadendone la centralità nell’ambito dell’intero quadro dell’Unione europea in materia di governo societario, ha inteso comunque richiamare alcune criticità emerse in uno studio europeo (effettuato su impulso della stessa Commissione europea e pubblicato nell’autunno del 2009) sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell’applicazione dei codici di governo societario negli Stati membri.

Come noto, il principio del “*comply or explain*” prevede che le società, quando decidono di discostarsi da una o più raccomandazioni previste nei codici di governo societario, siano tenute ad indicare le motivazioni poste alla base di tale decisione. Il citato studio, dal canto suo, ha rilevato significative carenze nell’attuazione di tale principio evidenziando come, “nella maggior parte dei casi, la qualità dell’informativa delle motivazioni fornite dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni del codice di governo societario, è insoddisfacente e che in molti Stati membri il monitoraggio sull’attuazione dei codici è insufficiente”.

Con particolare riferimento al tema degli azionisti, che in questa sede rileva, sembra interessante dare rilievo al ragionamento preliminare della Commissione europea. Osserva, in particolare, la stessa come il quadro in materia di governo societario si basi sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato; tuttavia, all'opposto, la realtà rivela che gli azionisti hanno perlopiù un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo ai profitti a breve termine<sup>206</sup>.

Alla luce delle considerazioni che precedono, la Commissione europea sottolinea, quindi, l'opportunità di riflettere diffusamente su come si possa incoraggiare un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi e a prestazioni a lungo termine della società in cui investono nonché ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario.

La Commissione, inoltre, pur riconoscendo che non tutti gli investitori siano interessanti a impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito e che, quindi, taluni di essi intendano scegliere un modello di investimento orientato al breve termine, senza alcun impegno attivo, ritiene importante affrontare anche il tema della relazione di agenzia tra gli *"asset owner"* e gli *"asset manager"* nell'attività di gestione dei portafogli.

L'approccio sul tema degli azionisti descritto è stato alla base del successivo "Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti impegnati e società

---

<sup>206</sup> Si veda in proposito, il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, disponibile sul sito *web* [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu), 3.

sostenibili”<sup>207</sup> pubblicato nel dicembre 2012, mediante il quale la Commissione europea ha presentato al Parlamento europeo e al Consiglio le future linee d’azione che avrebbe intrapreso nel corso del 2013 sia nel settore della *corporate governance* che del diritto societario.

In tale occasione e con esclusivo riguardo alle misure programmate in materia di governo societario, la Commissione europea individua come aree di intervento il rafforzamento della trasparenza e il coinvolgimento degli azionisti.

Per quanto riguarda questa seconda linea di intervento, la Commissione sottolinea come, da un lato, l’impegno efficace e sostenibile degli azionisti si ponga, unitamente ai controlli e agli equilibri tra i vari organi e le parti interessate, a fondamento del modello di governo societario delle società quotate e che, dall’altro, tale impegno possa non solo estrinsecarsi al momento dell’espressione del voto in assemblea ma anche tradursi in un utile e continuo dialogo con la società relativamente alla strategia, alla *performance*, al problema dei rischi aziendali e alla struttura del capitale.

Nell’ambito del Piano d’Azione si prevede che le preannunciate misure avrebbero trovato applicazione in relazione a tutte le società quotate europee e sarebbero state attuate attraverso interventi diversi, dall’*hard law* alla *soft*

---

<sup>207</sup> Con il “Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti impegnati e società sostenibili”, pubblicato in data 12 dicembre 2012, la Commissione europea ha tirato le fila del dibattito avviato nel 2003 con il “Piano d’Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario”, raccogliendo peraltro gli esiti delle ulteriori pubbliche consultazioni avviate rispettivamente nel giugno 2010, con la pubblicazione del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione; il 5 aprile 2011, con la pubblicazione del Libro verde sul quadro dell’Unione europea in materia di governo societario; nel febbraio 2012, con la pubblicazione della Consultazione sul futuro del diritto societario europeo.

*law*, ossia talvolta mediante interventi legislativi vincolanti e, talaltra, tramite mere raccomandazioni od orientamenti.

Come si avrà modo di segnalare *infra*, sembra interessante fin da subito evidenziare come alcune iniziative di *corporate governance* delineate nel Piano d’Azione, ed in particolare quelle oggetto della presente trattazione, stiano trovando attuazione tramite il ricorso a e l’utilizzo di fonti normative europee dotate di efficacia vincolante per gli Stati membri.

### **3. La proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti**

Come si avrà modo di illustrare approfonditamente nelle pagine che seguono, sembra essenziale evidenziare fin da subito che la procedura legislativa per l’approvazione della regolamentazione in materia di incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, come preannunciata nell’ambito dei precedenti documenti dell’Unione europea <sup>208</sup>, non risulta ancora conclusa e, pertanto, il presente lavoro di tesi analizza la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio “*as is*”, ossia nella bozza disponibile nel momento in cui si scrive<sup>209</sup>.

---

<sup>208</sup> Preannunciate nelle molteplici consultazioni avviate dalla Commissione europea a partire dal 2000. Si veda, al riguardo, l’analisi offerta nell’ambito dei parr. 2.1 e 2.2 che precedono.

<sup>209</sup> La bozza della proposta in parola è disponibile al seguente indirizzo *web* <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//IT>.

Alla trattazione analitica della disciplina sostanziale in questa sede rilevante in materia di incoraggiamento di un coinvolgimento maggiormente attivo degli investitori istituzionali, destinata a trovare attuazione mediante modifiche alla normativa europea vigente in materia di diritti degli azionisti delle società quotate <sup>210</sup>, sembra doveroso premettere talune notazioni con riferimento alle scelte di tecnica legislativa operate nonché all'ambito di applicazione della proposta di direttiva in commento<sup>211</sup>.

### **3.1. La base giuridica**

Nel contesto delle regole europee in materia di governo societario, generalmente caratterizzato dall'adozione di atti di *soft law* – che conferiscono una certa flessibilità, consentendo agli Stati membri e alle società di creare un quadro coerente con le relative culture, tradizioni ed esigenze -, appare significativa la determinazione di ricorrere a una fonte normativa dotata di efficacia vincolante al fine di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti delle società quotate e un coinvolgimento più attivo da parte degli investitori istituzionali, in questa sede rilevante.

La proposta di direttiva in commento, formulata dalla Commissione europea a seguito di ampie consultazioni sul tema, si propone, infatti, di contribuire,

---

<sup>210</sup> Il riferimento è alla *Shareholders' Rights Directive*, dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

<sup>211</sup> Tali questioni saranno analizzate nell'ambito dei successivi parr. 3.1 e 3.2.

nell'ambito delle misure per il funzionamento del mercato interno<sup>212</sup> a coordinare le garanzie ritenute necessarie con riguardo alla protezione degli interessi tanto dei soci che dei terzi portatori di interesse<sup>213</sup> al fine di garantire un'impostazione adeguata ed uniforme in tutti gli Stati membri dell'Unione europea<sup>214</sup>.

L'Unione europea interviene, quindi, in applicazione del principio di sussidiarietà<sup>215</sup>, al fine di conseguire risultati migliori della semplice azione a livello nazionale e, nel rispetto del principio di proporzionalità<sup>216</sup>, attraverso le misure ritenute necessarie e sufficienti al conseguimento dei relativi obiettivi politici.

---

<sup>212</sup> Ai sensi dell'art. 4, co. 2, lett. a) del TFUE, l'Unione europea ha competenza concorrente con quella degli Stati membri, *inter alia*, nel settore del "mercato interno". A tal fine, l'Unione europea adotta, ex art. 26 del TFUE, le misure destinate all'instaurazione o al funzionamento del mercato interno, ossia alla creazione di uno "spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati".

<sup>213</sup> Ai sensi dell'art. 50, co. 2, lett. g) del TFUE, il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione hanno competenza ad agire in materia di governo societario, nell'ottica della realizzazione della libertà di stabilimento di cui alla nota 212 che precede. Nella medesima prospettiva, il Parlamento europeo e il Consiglio adottano, ex art. 114 del TFUE, le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri aventi ad oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno. Si segnala, in proposito, che il riferimento alle disposizioni appena descritte, come base giuridica della proposta di direttiva in analisi, è operato dalla medesima Commissione nell'ambito del par. 3. della Relazione introduttiva alla "proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda talune elementi della relazione sul governo societario".

<sup>214</sup> Ai sensi dell'art. 5, co. 1, del Trattato sull'Unione europea (di seguito, "TUE"), l'esercizio delle competenze dell'Unione deve fondarsi sui principi di sussidiarietà e proporzionalità.

<sup>215</sup> Il principio di sussidiarietà è descritto ai sensi dell'art. 5, co. 3, del TUE.

<sup>216</sup> Il principio di proporzionalità è descritto ai sensi dell'art. 5, co. 4, del TUE.

La proposta di intervento in analisi trova la propria giustificazione nella considerazione del carattere prettamente europeo/internazionale che sta assumendo negli ultimi anni la composizione azionaria (nel cui novero rientra anche la categoria di investitori istituzionali) di un numero significativo di società quotate dell'Unione europea e del carattere transfrontaliero delle relative attività <sup>217</sup> nonché nell'esigenza di mitigare il problema di fondo del governo societario caratterizzato dall'asimmetria informativa.

Nella prospettiva delineata, azioni unilaterali a livello degli Stati membri genererebbero, con ogni probabilità, norme e relativa applicazione diverse da uno Stato membro all'altro, che potrebbero compromettere o ostacolare il funzionamento del mercato interno, laddove, al contrario, uno sviluppo mirato del quadro giuridico dell'Unione europea garantirebbe omogeneità di condizioni, nell'ambito del mercato interno<sup>218</sup>.

---

<sup>217</sup> Nell'ambito del par. I. della Relazione introduttiva alla "proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda talune elementi della relazione sul governo societario". si osserva come "il 44% delle azioni di società quotate dell'UE è detenuto da azionisti esteri, la maggior parte dei quali sono investitori istituzionali e gestori di attivi. [...] Inoltre, un numero significativo di società quotate svolge attività in vari Stati membri dell'UE".

<sup>218</sup> Per una disamina approfondita circa le argomentazioni offerte dalla Commissione ai fini di giustificare l'intervento a livello dell'Unione europea, alla luce del principio di sussidiarietà, si veda il par. 3. della Relazione introduttiva alla "proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda talune elementi della relazione sul governo societario". Le argomentazioni alla base della scelta di ricorrere alla direttiva in parola sono sinteticamente richiamate anche nell'ambito del considerando 23 della direttiva, nel testo attualmente disponibile a seguito degli emendamenti del Parlamento europeo alla bozza di proposta della Commissione.

Come previsto ai sensi dell'art. 50 del TFUE, il conseguimento di uno dei macro obiettivi dell'azione dell'Unione europea, la libertà di stabilimento – alla quale è riconducibile, nella particolare forma della protezione degli interessi dei soci e dei terzi, l'intervento in esame – è realizzato con deliberazione del Parlamento europeo e del Consiglio, previa consultazione del Comitato economico e sociale, mediante direttive <sup>219</sup>, secondo la procedura legislativa ordinaria<sup>220</sup>.

Alla luce delle osservazioni che precedono, è apparso alla Commissione che una modifica alla direttiva sui diritti degli azionisti vigente, la *Shareholders' Rights Directive*, costituisca lo “strumento giuridico più idoneo” al conseguimento degli obiettivi di intervento, in quanto fornisce il necessario

---

<sup>219</sup> Ai sensi dell'art. 288, commi 1 e 3, del TFUE la direttiva rappresenta uno degli atti giuridici con cui l'Unione europea esercita le proprie competenze. Le direttive vincolano gli Stati membri cui sono rivolte per quanto riguarda il risultato da raggiungere, imponendo pertanto un'obbligazione di risultato, senza incidere sulla competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi necessari per conseguirlo. Le direttive non hanno, dunque, portata generale ma si rivolgono agli Stati membri. Quando sono adottate con procedura legislativa ordinaria, come nel caso di specie, le direttive sono atti legislativi.

<sup>220</sup> La procedura legislativa ordinaria, che interessa molteplici settori dell'Unione europea, tra i quali quello della libertà di stabilimento in questa sede rilevante, è prevista ai sensi del combinato disposto degli artt. 289 e 294 del TFUE. Tale procedura prevede l'adozione congiunta di uno degli atti giuridici dell'Unione europea da parte del Parlamento europeo e del Consiglio, su proposta della Commissione, attraverso una serie di fasi successive. La peculiarità di tale procedura di adozione è ravvisabile nell'impulso proveniente dalla Commissione e dal ruolo del Parlamento che interviene attivamente nel processo legislativo dell'Unione, non limitandosi a fornire pareri, ma potendo modificare il testo sottoposto all'esame degli organi legislativi dalla Commissione. La procedura nella sua formulazione attuale è stata introdotta come regola con il Trattato di Lisbona e nella sostanza replica la previgente procedura di “codecisione”, prevista originariamente in via di eccezione. Anche la proposta di direttiva in parola, coerentemente con quanto previsto ai sensi dell'art. 50 del TFUE, è stata elaborata attraverso il ricorso alla “procedura legislativa ordinaria” dell'Unione europea.

livello di armonizzazione, pur lasciando agli Stati membri una certa flessibilità nel recepimento della medesima<sup>221</sup>.

Da questo ultimo punto di vista, è chiaramente ravvisabile l'intento dell'Unione europea di sistematizzare la materia dei diritti degli azionisti nelle società quotate e di realizzare, sulla scia della *Shareholders' Right Directive*, un quadro giuridico in materia di governo societario armonizzato e organico.

A fini di chiarezza espositiva, sembra opportuno dare rilievo allo stato di sviluppo dell'*iter* della procedura legislativa ordinaria adottato per l'approvazione della proposta di direttiva in parola, nel momento in cui si redige il presente lavoro di tesi.

Allo stato attuale, a seguito della bozza di proposta di direttiva elaborata per impulso della Commissione europea e pubblicata in data 9 aprile 2014, sulla quale si è espresso in maniera sostanzialmente favorevole il Comitato economico e sociale europeo, il Parlamento europeo ha approvato in data 8 luglio 2015 una serie di emendamenti al testo legislativo.

La trattazione che segue analizza, pertanto, la disciplina prevista ai sensi della bozza di proposta di direttiva, nel testo emendato dal Parlamento europeo in data 8 luglio 2015<sup>222</sup>.

---

<sup>221</sup> Si veda il par. 3. della Relazione introduttiva alla "proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda talune elementi della relazione sul governo societario".

<sup>222</sup> La bozza della proposta in parola è disponibile al seguente indirizzo *web* <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2015-0257+0+DOC+XML+V0//IT>. Di seguito il riferimento ad essa potrà essere fatto anche come alla "Proposta di Direttiva".

### **3.2. Ambito di applicazione soggettivo**

Quanto all'ambito di applicazione della Proposta di Direttiva in parola, in considerazione della scelta legislativa per cui si presenta come modifica alla *Shareholders' Right Directive*, esso coincide con l'ambito di applicazione di quest'ultima.

E' individuabile con gli azionisti aventi azioni con diritto di voto in assemblee di società che hanno sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro dell'Unione europea <sup>223</sup>. Gli Stati membri possono, tuttavia, escludere dall'ambito di applicazione della stessa gli OICR, armonizzati e non, e le società cooperative<sup>224</sup>.

Con riferimento al contesto italiano, il legislatore, attraverso il d. lgs. 27/2010 di recepimento della *Shareholders' Rights Directive*, ha, tra l'altro, individuato l'ambito di applicazione delle disposizioni nazionali di attuazione della disciplina comunitaria, da un lato, escludendo dallo stesso le società cooperative quotate, dall'altro, estendendo parte della disciplina agli emittenti azioni diffuse tra il pubblico e, ove ritenuto opportuno dalla Consob, agli emittenti altri strumenti finanziari, diversi dalle azioni, diffusi tra il pubblico (artt. 1, commi 1, 4 e 6, e 3, commi 4 e 11, del d. lgs. 27/2010).

---

<sup>223</sup> Art. 1, par. 1 della *Shareholders' Right Directive*.

<sup>224</sup> Art. 1, par. 3, della *Shareholders' Right Directive*.

#### 4. **Focus sulle disposizioni relative a investitori istituzionali e gestori di attivi: osservazioni preliminari**

Come anticipato nelle pagine che precedono, la Proposta di Direttiva ha ad oggetto l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine di investitori istituzionali e gestori di attivi<sup>225</sup>, in questa sede rilevante.

Innanzitutto si rende opportuno segnalare come, nell'ambito delle considerazioni preliminari, la Proposta di Direttiva ricostruisce i presupposti di fatto e le considerazioni di diritto alla base dell'adozione del testo normativo, che si pongono in una relazione di continuità con le osservazioni e le conclusioni elaborate nell'ambito dei precedenti lavori preparatori, Libri verde e Libro bianco, a loro volta risultanti nell'ambito delle consultazioni avviate negli anni precedenti<sup>226</sup>.

In particolare, in una posizione emblematica in apertura dei "considerando", si osserva che gli azionisti giocano un "ruolo importante" nella *corporate governance* delle società quotate e che un "impegno efficace e costante" da

---

<sup>225</sup> Già nell'ambito del Piano d'azione del 2012 sul diritto europeo delle società governo societario, la Commissione aveva annunciato una serie di iniziative in materia di governo societario, con la precipua finalità di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti ed aumentare la trasparenza tra società e investitori.

<sup>226</sup> Sembra interessante segnalare come, nella seduta del Parlamento europeo del 12 maggio 2015 per la discussione della bozza di Proposta di Direttiva, il relatore Sergio Cofferati, a nome della commissione giuridica, osserva come consideri la direttiva "un tassello di un mosaico più grande, quello che dovrebbe definire correttamente ed efficacemente il profilo della *governance* dell'impresa europea del futuro. L'intuizione sta addirittura nel Libro bianco di Jacques Delors del 1993: noi stiamo lavorando nella direzione che lui ci indicò. È un lavoro faticoso però assai positivo. Oggi ci occupiamo degli *shareholder*, poi dovremo passare agli *stakeholders* per conferire quella dimensione sociale all'impresa che l'allora Presidente prese a riferimento, anzi costruì con la sua proposta".

parte di questi ultimi costituisce un “elemento rilevante” nei relativi sistemi di governo societario<sup>227</sup>.

Nella prospettiva della *corporate governance*, vista come un modello “basato su un sistema di pesi e contrappesi tra diversi organi e diversi portatori di interesse”<sup>228</sup>, si auspica un maggiore coinvolgimento, innanzitutto, da parte degli azionisti, ed in particolare da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, ma anche di tutti gli *stakeholders*<sup>229</sup>, in particolare dipendenti, nell’ottica del perseguimento degli obiettivi di miglioramento dei risultati, finanziari e non finanziari, delle imprese nonché di sviluppo di un quadro europeo equilibrato sul governo societario<sup>230</sup>.

La crisi economica e finanziaria del 2008 ha messo in luce come l'attuale livello di controllo e l’impegno da parte degli azionisti, avuto particolare riguardo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, nell'ambito della *corporate governance* delle società partecipate, sia spesso “inadeguato” e rivolga “un'eccessiva attenzione ai risultati di breve periodo”, compromettendo il raggiungimento di livelli ottimali dei sistemi di *corporate governance* delle società quotate e delle relative *performance*<sup>231</sup>.

---

<sup>227</sup> Si vedano, in particolare, i considerando 2 e 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>228</sup> L'interpretazione della *corporate governance* nei termini descritti è offerta ai sensi del considerando 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>229</sup> Si tratta dei “portatori di interesse” che, ai sensi dell’art. 2, co. j-ter, della Proposta di Direttiva, sono definiti come “ogni individuo, gruppo, organizzazione o comunità locale influenzati dalle attività e dal rendimento di una società, o aventi comunque un interesse, nei medesimi”.

<sup>230</sup> Ai sensi dei considerando 2-bis e 9 della Proposta di Direttiva, il legislatore auspica un maggior coinvolgimento nella *corporate governance* da parte degli azionisti, “leve” nel miglioramento dei risultati delle società, e anche degli altri portatori di interesse, “dal momento che i diritti degli azionisti non sono l’unico fattore a lungo termine di cui si deve tenere conto nel governo societario”.

<sup>231</sup> Considerando 2 e 9 della Proposta di Direttiva.

Si noti come, nella prospettiva del legislatore europeo, l'attenzione si focalizzi sul ruolo svolto, nell'ambito del sistema di *corporate governance*, dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi e, in particolare, quelli tra essi che rivolgono le proprie strategie di investimento al lungo periodo<sup>232</sup>.

Appare evidente che il legislatore europeo abbia colto le istanze portate avanti dalla dottrina, come descritte nei capitoli che precedono, sulla creazione di incentivi per gli investitori istituzionali ad assumere un ruolo più attivo e più trasparente, nell'ambito del più ampio dibattito sulla predisposizione di adeguati ed efficienti sistemi di *corporate governance*: negli ultimi anni la quantità crescente di partecipazioni detenute da investitori istituzionali all'interno dell'UE ha, infatti, stimolato accese discussioni nel conteso degli Stati membri, in relazione al ruolo che gli investitori istituzionali dovrebbero ricoprire nella *corporate governance* delle società quotate.

A una simile conclusione giungeva peraltro anche il Report finale del 2002<sup>233</sup>, laddove evidenziava l'opportunità di raggiungere gli obiettivi di riforma passando per lo stimolo di una maggiore partecipazione e responsabilizzazione degli investitori istituzionali alla vita sociale.

E' significativo, altresì, rilevare come il legislatore, nel delineare l'indirizzo di politica legislativa dell'intervento, abbia optato per la promozione di un

---

<sup>232</sup> Ai sensi del considerando 9 della Proposta di Direttiva si osserva come "gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e, di conseguenza, possono svolgere un ruolo significativo nel governo societario di queste ultime ma anche, più in generale, per quanto riguarda la strategia e i risultati a lungo termine di tali società".

<sup>233</sup> In relazione al quale si rimanda alla trattazione svolta nel precedente par. 2.1.

maggior “*engagement*” da parte degli investitori istituzionali nel governo societario, che costituisce, come descritto, una *species* di attivismo<sup>234</sup>.

Da una interpretazione teleologica delle norme, è chiaro come il legislatore europeo intenda perseguire lo scopo del miglioramento dei sistemi di *corporate governance*, sotto il particolare aspetto dell’attivismo degli azionisti, proprio per il tramite dello strumento della trasparenza.

Come si avrà modo di approfondire nei paragrafi che seguono, la disciplina fa leva innanzitutto sull’aspetto della trasparenza informativa, da attuarsi mediante la *disclosure* di informazioni concernenti le strategie di investimento, la politica di impegno e la relativa attuazione. Si ritiene, infatti, che la pubblicazione di tali informazioni è in grado di sortire un effetto benefico per il sistema di *corporate governance* in quanto “influirebbe positivamente sulla consapevolezza di investitori, consentirebbe ai beneficiari finali di ottimizzare le decisioni di investimento, faciliterebbe il dialogo tra le società e i loro azionisti, potenzierebbe l’impegno degli azionisti e rafforzerebbe l’obbligo delle società di rendere conto ai portatori di interesse ed alla società civile”<sup>235</sup>.

La disciplina tanto della politica di voto che della strategia di investimento prevede, come norma di chiusura, la regola del “*comply or explain*”, ai sensi della quale i destinatari, qualora decidano di discostarsi dalle previsioni in materia, saranno tenuti a spiegare in modo chiaro e articolato il perché di questa scelta.

Sembra interessante, altresì, sottolineare come il legislatore europeo, nel selezionare gli interessi rilevanti nel contesto della Proposta di Direttiva in

---

<sup>234</sup> Si rimanda, al riguardo, alle osservazioni svolte nell’ambito del precedente par. 2, cap. II.

<sup>235</sup> Tale aspetto è messo in luce ai sensi del considerando 10 della Proposta di Direttiva.

parola, tiene in debita considerazione anche la posizione degli *stakeholders*, ponendo particolare attenzione al ruolo svolto dai lavoratori <sup>236</sup>: su impulso del parere del Comitato economico e sociale <sup>237</sup>, il coinvolgimento adeguato dei portatori di interesse è considerato come un “elemento di massima importanza nello sviluppo di un quadro europeo di governo societario” <sup>238</sup>.

#### **4.1. Politica di impegno**

La Proposta di Direttiva prevede espressamente che gli Stati membri assicurano che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppino e pubblichino annualmente e gratuitamente <sup>239</sup> la propria politica di impegno, ossia secondo la locuzione anglosassone la “*engagement policy*”.

La politica di impegno deve delineare in maniera dettagliata le modalità attraverso le quali investitori istituzionali e gestori di attivi esplicano,

---

<sup>236</sup> Si vedano, in proposito, G. D E FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in Riv. soc., 2015, pp. 1298 ss.; P. M ONTALENTI, *op. cit.* 2016, p. 4 laddove osserva come “l’attenzione dell’Unione europea agli interessi dei lavoratori riemerge dopo un periodo in cui era rimasto in secondo piano – prevalente essendo il tema della *corporate governance* rispetto ai tempi del dibattito sulla democrazia industriale”.

<sup>237</sup> Sembra interessante sottolineare, a questo proposito, come tutte le disposizioni che auspicano una maggiore attenzione agli interessi dei portatori di interesse sono state introdotte per effetto di un parere del Comitato Economico e Sociale sulla bozza di Proposta di Direttiva elaborata dalla Commissione. Anche gli emendamenti presentati dal Parlamento europeo nella seduta del 12 maggio 2015 sono ispirati alla protezione di “interessi altri nella prospettiva *long term*”; per un approfondimento, si rimanda a P. M ONTALENTI, *op. cit.* 2016, pp. 3 ss..

<sup>238</sup> Tale considerazione è rintracciabile ai sensi del considerando 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>239</sup> Si noti come il Parlamento europeo, nell’emendare la bozza di Proposta di Direttiva, ha tenuto a specificare che tali informazioni siano messe a disposizione “gratuitamente”.

nell'ambito della *corporate governance* delle società quotate in cui partecipano, lo "*shareholder engagement*", ossia l'"impegno degli azionisti", per tale intendendosi l'attività di monitoraggio della società su questioni "rilevanti" di governo societario, attraverso non solo l'esercizio dei diritti di voto e degli altri diritti associati alle azioni ma anche attraverso un dialogo costante con le società e i relativi portatori di interesse<sup>240</sup>.

In particolare, investitori istituzionali e gestori di attivi sono chiamati ad esplicitare le modalità con cui: integrano lo *shareholder engagement* nelle strategie di investimento; monitorano le società partecipate, in relazione ai risultati non finanziari e alla riduzione dei rischi sociali e ambientali; dialogano con le società partecipate e gli *stakeholders*; collaborano con gli altri azionisti; utilizzano i servizi forniti dai *proxy advisor*; esercitano i diritti di voto<sup>241</sup>.

Le disposizioni appena descritte incentivano, dunque, l'utilizzo di tutti gli strumenti a disposizione degli azionisti per partecipare più attivamente alla vita sociale, come in precedenza descritti<sup>242</sup>: dall'esercizio del diritto di voto, agli strumenti di controllo, a qualunque strumento di persuasione disponibile.

Quanto all'esercizio del diritto di voto, il legislatore prevede, in particolare, che, per ogni società di cui detengono azioni, gli investitori istituzionali e i

---

<sup>240</sup> Ai sensi dell'art. 2, lett. h), della Proposta di Direttiva, lo "*shareholder engagement*" ovvero l'impegno degli azionisti è definito come "il monitoraggio, da parte di un'azionista o di un gruppo di azionisti, delle società su questioni rilevanti tra cui strategia, risultati finanziari e non, rischio, struttura del capitale, risorse umane, impatto sociale e ambientale e governo societario, mediante un dialogo con le società e i rispettivi portatori di interesse su tali questioni e l'esercizio dei diritti di voto e di altri diritti associati alle azioni".

<sup>241</sup> Art. 3-*septies*, co. 1, della Proposta di Direttiva.

<sup>242</sup> Per un approfondimento sugli strumenti di attivismo si faccia riferimento al precedente cap. II, par. 2.

gestori di attivi rendono pubblico se e come voteranno e, laddove il voto sia espresso da parte di un gestore di attivi per conto di un investitore istituzionale, questi comunica dove sono pubblicate le medesime informazioni relative al voto.

Deve rilevarsi, in proposito, come il carattere vincolante della *disclosure* delle politiche di voto con riguardo a ciascuna società di cui si detengono le azioni è stato ritenuto eccessivamente gravoso da una parte della dottrina, la quale ha osservato, altresì, che sarebbe dovuta essere, al contrario, oggetto non tanto di una direttiva quanto di una raccomandazione<sup>243</sup>.

Al contempo, si osserva come non sono state previste ipotesi di deroga all'obbligo di *disclosure*, previa autorizzazione dell'autorità competente, per i casi di materie oggetto di trattative la cui comunicazione potrebbe arrecare gravi pregiudizi alla posizione all'investitore istituzionale, al gestore di attivi, alla società partecipata, come risulta invece previsto per la *disclosure* delle strategie di investimento<sup>244</sup>.

Quanto agli strumenti di persuasione, sembra evidente come il legislatore europeo stia orientando la propria azione, sia pure in termini di principio, verso l'introduzione di strumenti "appropriati e istituzionalizzati" volti a realizzare forme di confronto e dialogo "qualificato" tra gli azionisti qualificati e il *management* sulle strategie gestionali delle grandi imprese quotate<sup>245</sup>.

---

<sup>243</sup> Si faccia riferimento, in proposito, a P. B. ÖCKLI and others, *Shareholder Engagement and Identification*, febbraio 2015, disponibile al seguente indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2568741>, 3 ss..

<sup>244</sup> L'inserimento di tale previsione era stata peraltro suggerita dal Comitato Economico e Sociale.

<sup>245</sup> Così, P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, p. 4.

Si tratta, in realtà, di un indirizzo già sperimentato nell'ambito di talune esperienze concrete e attuato nel contesto americano in termini di *Shareholder-Director Exchange* e di istituzione di *Shareholder Relations Committees*<sup>246</sup>.

Una particolare attenzione è dedicata poi alla gestione dei conflitti di interesse, laddove si prevede che gli Stati membri assicurano che la politica di impegno appena descritta includa anche politiche per la gestione dei conflitti di interesse reali o potenziali, in relazione ai quali si fornisce un elenco esemplificativo, che comprende legami finanziari, societari, di cariche<sup>247</sup>.

Sembra che il legislatore abbia ben in mente i limiti e le criticità, in termini di conflitti di interesse, che si accompagnano all'azione degli investitori istituzionali, in ragione della natura e delle funzioni svolte, come messe in luce dalla dottrina in materia<sup>248</sup>.

---

<sup>246</sup> Si vedano, al riguardo, F. W. CABB, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Vanguard*, III, 2015; J. KIM, J. D. SCHLOETZER, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, ottobre 2015, disponibile al seguente indirizzo [www.conference-board.org/directornotes](http://www.conference-board.org/directornotes); P. M. ONTALENTI, *op. cit.* 2016, pp. 7 ss., laddove osserva che "il *Mandating board-shareholder engagement* è davvero, a mio parere, la prospettiva innovativa in materia di *corporate governance* verso la quale ci si deve orientare come la più attenta dottrina americana ha ancora recentemente sottolineato".

<sup>247</sup> Art. 3-septies, co. 2, della Proposta di Direttiva.

<sup>248</sup> Si faccia riferimento alle argomentazioni offerte nell'ambito del precedente par. 2.1, cap. II.

## 4.2. Strategia di investimento

Ai sensi dell'art. 3-*octies*, la Proposta di Direttiva prevede espressamente che gli Stati membri assicurano che gli investitori istituzionali comunichino al pubblico, gratuitamente e con cadenza annuale, in che modo la loro strategia di investimento azionaria risulta essere allineata al profilo e alla durata delle loro passività e contribuisca al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi.

In caso di ricorso a *asset manager*, ossia a gestori di attivi, tramite mandati discrezionali che prevedono la gestione degli attivi su base individuale o tramite un organismo di investimento collettivo, gli investitori istituzionali rendono pubblici annualmente i principali elementi del relativo accordo, ed in particolare: se il gestore degli attivi viene incentivato ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale, a prendere decisioni di investimento basate sui risultati della società a medio e lungo termine e a impegnarsi nella società; le modalità di valutazione dei risultati del gestore degli attivi, con particolare riguardo a quelli a lungo termine; la struttura del corrispettivo versato per i servizi di gestione degli attivi e l'obiettivo perseguito in termini di rotazione del portafoglio<sup>249</sup>.

La *ratio* di tale previsione è quella di far sì che la pubblicazione delle strategie di investimento contribuisca a un corretto allineamento degli interessi tra i clienti degli investitori istituzionali, i gestori degli attivi e le società partecipate, incentivando al contempo lo sviluppo di strategie di

---

<sup>249</sup> Ai sensi dell'art. 3-*octies*, co. 2, della Proposta di Direttiva sono analiticamente individuati gli elementi dell'accordo con gli *asset manager* che l'investitore istituzionale è tenuto a rendere noti.

investimento di lungo periodo e di rapporti più a lungo termine con le società partecipate<sup>250</sup>.

Specularmente, ai sensi dell'art. 3-*nonies* della Proposta di Direttiva si prevede che gli Stati membri assicurano che il gestore degli attivi comunichi come la sua strategia di investimento e la relativa attuazione sia conforme all'accordo stipulato con gli investitori istituzionali e in che modo la strategia e le decisioni di investimento contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali<sup>251</sup>.

Ai gestori di attivi è, altresì, richiesto di comunicare direttamente agli investitori istituzionali ulteriori informazioni, relativamente a composizione del portafoglio, costi di rotazione del portafoglio, conflitti di interesse emersi e relativa risoluzione.

Risulta evidente come il flusso di informazioni che si richiede di attivare risponde a una duplice esigenza: da un lato, far sì che il pubblico sia in grado di seguire in che modo i gestori danno seguito al mandato ricevuto da parte degli investitori istituzionali; dall'altro, far sì che l'investitore istituzionale abbia idonei strumenti informativi per monitorare al meglio il gestore degli attivi e per incentivare un corretto allineamento degli interessi e l'impegno degli azionisti.

---

<sup>250</sup> Si evince chiaramente ai sensi del considerando 12 della Proposta di Direttiva.

<sup>251</sup> Si rimanda all'art. 3-*nonies*, co. 2, per il dettaglio delle informazioni che i gestori di attivi sono tenuti a comunicare.

### 4.3. Trasparenza dei consulenti in materia di voto

L'ulteriore aspetto sul quale il legislatore interviene, al fine di migliorare l'informazione nella catena dell'investimento azionario<sup>252</sup>, concerne la disciplina della trasparenza dei *proxy advisor*, ossia dei consulenti in materia di voto, di cui investitori istituzionali e *asset manager* si avvalgono nell'elaborazione delle relative politiche di voto.

In particolare, ai sensi dell'art. 3-*decies* della Proposta di Direttiva, è previsto che gli Stati membri assicurano che i *proxy advisor* adottino ed attuino misure volte a garantire che le loro ricerche e le raccomandazioni di voto siano "accurate ed affidabili", basate su un'analisi approfondita di tutte le informazioni a loro disposizione e non influenzate da conflitti di interesse.

Nell'ottica di aumentare la trasparenza sopra descritta, è richiesto ai *proxy advisor* di pubblicare annualmente tutte le informazioni relative all'elaborazione delle loro ricerche e raccomandazioni di voto al fine di valutare che queste siano state effettuate con l'accuratezza e l'affidabilità richiesta.

Con riferimento a tale ultimo aspetto, il legislatore prevede che i consulenti in materia di voto individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti qualunque conflitto di interesse reale o potenziale o qualunque relazione commerciale che può influenzare l'elaborazione delle proprie ricerche o raccomandazioni di voto.

Nella medesima prospettiva di garantire la correttezza dei comportamenti, sembra assumere una valenza significativa, da un lato, la previsione per cui i

---

<sup>252</sup> Considerando 14 della Proposta di Direttiva.

*proxy advisor* sono chiamati a operare nell'interesse esclusivo dei propri clienti, tenuto conto della prassi diffusa tra i *proxy advisor* di lavorare per differenti azionisti nello stesso tempo; dall'altro, la previsione ai sensi della quale è richiesto ai consulenti di adottare un codice di condotta, anch'esso sottoposto alla regola del "*comply or explain*".

## IV. Prospettiva comparata: il Regno Unito

### 1. Attivismo degli investitori istituzionali nel Regno Unito

Secondo recenti studi empirici <sup>253</sup>, gli investitori istituzionali negli Stati Uniti d'America e nel Regno Unito detengono attualmente più del 70% dei titoli azionari in circolazione emessi dalle società ad azionariato diffuso delle rispettive nazioni.

L'aumento della concentrazione delle partecipazioni azionarie nelle mani degli investitori istituzionali è stato accompagnato da un acceso dibattito, nell'ambito della letteratura accademica anglosassone, concernente il ruolo che gli investitori istituzionali dovrebbero assumere nell'attività di *monitoring* delle società partecipate <sup>254</sup>, diminuendo il divario esistente tra gli azionisti e il *management* delle società e, al contempo, neutralizzando i ben noti problemi di agenzia.

---

<sup>253</sup> Si fa riferimento, in particolare, a M. T ONELLO, S. RABIMOV, *The Conference Board, The 2010 Institutional Investor Report: Trends In Asset Allocation And Portfolio Composition*, The Conference Board Research Report, No. R-1468-10-RR, 2010, 27, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1707512>, che mostra le statistiche relative alla partecipazione azionaria da parte degli investitori istituzionali; INVESTOR RESPONSIBILITY RESEARCH CTR. INST. & INSTITUTIONAL S'HOLDER SERVS., *Controlled Companies In The Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance And Risk Review* 9-10, 2012, disponibile sul seguente sito web <http://hirrcinstitute.org/pdffFINAL-ControlledCompany-ISS-Report.pdf> che mostra l'aumento e la frequenza delle società ad azionariato diffuse in the United States; S. CONG, *Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors*, Butterworths J. Int'l Banking & Fin. L. 406, 2010 riflette i dati relativamente al Regno Unito.

<sup>254</sup> K. SERGAKIS, *The UK Stewardship Code: Bridging the Gap Between Companies and Institutional Investors*, in 47 *Revue Juridique Themis*, 2013, discute del dibattito e delle controverse conclusioni.

Preliminarmente, si segnala che alcuni autori <sup>255</sup> osservano come certi gruppi di investitori possono colmare le carenze esistenti nella conduzione degli affari sociali e, altresì, apportare benefici al mercato finanziario nel suo complesso, dal momento che essi preferiscono operare investimenti di lungo periodo, rimanere fedeli alla società partecipata e approfondire un serio impegno nel coinvolgimento nella vita della società, anche al fine di migliorarne le strategie di *corporate governance*.

Con particolare riferimento alla “categoria” di azionisti rappresentata dagli investitori istituzionali, parte della dottrina<sup>256</sup> ritiene che un più attivo impegno da parte di questi ultimi nella partecipazione alla vita e alle decisioni sociali possa rappresentare una soluzione ottimale per tutti gli azionisti, in considerazione della dimensione e del grado di preparazione e professionalità che li caratterizza nonché della prossimità e della maggiore possibilità di confronto con le società nelle quali investono.

Dall’altro lato, altra parte della dottrina<sup>257</sup> ha espresso la propria preoccupazione in relazione alla circostanza per cui gli investitori

---

<sup>255</sup> S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*; R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale J. on Reg.*, 2001, 174.

<sup>256</sup> Si veda, in proposito, A. ADBURY, *op. cit.*, 1992, p. 50, il quale argomenta che gli investitori istituzionali sono capaci con maggiore facilità di interfacciarsi con il consiglio di amministrazione delle società nelle quali investono.

<sup>257</sup> J. C. C OFFEE, *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 1281 sostiene che il monitoraggio posto in essere dalle istituzioni finanziarie sarebbe finalizzato e limitato solo al miglioramento della posizione propria più che a quella degli azionisti; B. W. H EINEMAN, S. DAVIS, *Are Institutional Investors Part Of The Problem Or Part Of The Solution?: Key Descriptive And Prescriptive Questions About Shareholders' Role In U.S. Public Equity Markets*, 2011, disponibile al sito web <http://www.ced.org/pdf/Are-Institutional-Investors-Part-of-the-Problem-or-Part-of-the-Solution.pdf> mette in luce il disallineamento tra gli obiettivi degli investitori istituzionali e le azioni degli investitori istituzionali; D. W. ROBERTS, *Agreement In Principle: A Comprise For Activist Shareholders From The UK Stewardship Code*, in 48 *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2015, osserva che gli investitori istituzionali sono “razionalmente reticenti” nel senso che sono pronti a rispondere alle proposte di *governance* ma non a proporle, insomma non si fanno parte attiva nel promuovere interessi che non siano solo di risposta.

istituzionali possano invero essere inadatti ad assumere il predetto ruolo attivo nelle società partecipate, in considerazione del proprio modello di *business* prettamente orientato al breve termine, comunemente noto, nel linguaggio anglosassone, come “*short-term business model*”. E’ stato osservato, infatti, come gli investitori istituzionali possano essere potenzialmente dannosi per la stabilità delle società partecipate e dei mercati in generale, dal momento che essi agiscono avendo un *focus* eccessivo sui rendimenti a breve termine e sul raggiungimento di uno specifico insieme di obiettivi che potrebbe risultare non compatibile o contrastante con il reale andamento della società, le sue prospettive globali e i suoi obiettivi.

Infine, secondo un’ulteriore corrente dottrinale<sup>258</sup> il dibattito esistente dipende più in generale dalla concezione che ciascuno ha in merito al ruolo svolto dalle società emittenti all’interno della società complessivamente intesa. Se, infatti, si tende a pensare alla società come ad una entità “vivente”, parte della comunità sociale complessivamente intesa, dovrebbe conseguentemente ritenersi che la partecipazione attiva da parte degli investitori istituzionali sia essenziale al fine di proteggere gli interessi non solo della società partecipata ma anche della società complessivamente intesa<sup>259</sup>. Al contrario, se la società è concepita come un rapporto contrattuale istituito per lo sviluppo del *business* e la mera attuazione dell’oggetto sociale, può conseguentemente concludersi che non si renda necessaria la

---

<sup>258</sup> Da un lato, R. J. GILSON, J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.*, May 2013, pp. 865 ss. argomentano circa la riduzione dei costi; dall’altro lato, A. O. EMMERICH, T. N. M IRVIS, E. S. ROBINSON, W. SAVITT, *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2013, 136 argomentano sul mercato *fair / imparziale*.

<sup>259</sup> Si veda, in proposito, I. H-Y CHIU, *Institutional Shareholders as Stewards: Toward a New Conception of Corporate Governance*, 6 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2012, p. 388 sostiene che la gestione sociale serve a tutta la società non solo ai portatori di interessi, comunemente noti come “*stakeholders*”.

partecipazione attiva nel governo sociale da parte degli investitori istituzionali, in quanto un mercato efficiente si organizzerebbe autonomamente nel raggiungere il risultato ottimale<sup>260</sup>.

Non è mancato chi ha sostenuto <sup>261</sup> che, a prescindere dalla posizione assunta in relazione al ruolo svolto dagli investitori istituzionali e ai benefici o pregiudizi che questi possano generare nell'ambito delle società <sup>262</sup>, sarebbe utile e opportuno spostare il dibattito nell'elaborazione di un insieme di principi finalizzati a migliorare la gestione sociale, in termini di *stewardship*.

Si auspica, in proposito, che dall'interazione dei due poli di investitori, rispettivamente di lungo e breve termine, nonché attraverso un dialogo vitale e continuo con il *management* della società, possano adottarsi decisioni, sull'implementazione delle migliori pratiche di governo societario, che siano frutto di una percezione condivisa della futura strategia e dello sviluppo dell'impresa medesima.

In tale prospettiva, il *UK Stewardship Code*, di cui si è accennato nel precedente capitolo III, si propone di affrontare le criticità sopra descritte, attraverso la promozione di un impegno più attivo nella vita sociale da parte degli investitori istituzionali.

---

<sup>260</sup> R. J. GILSON, J. N. GORDON, *op. cit.*, p. 863 sostengono che gli azionisti attivi compiono la gestione sociale della società di cui detengono partecipazioni.

<sup>261</sup> K. SERGAKIS, *op. cit.*, pp. 119 ss..

<sup>262</sup> Se, cioè, gli investitori istituzionali sono "parte del problema" oppure "parte della soluzione". Si veda, in proposito, B. W. HEINEMAN, S. DAVIS, *op. cit.*.

## 2. Il codice di comportamento inglese: *UK Stewardship Code*

Il *UK Stewardship Code* è stato adottato recentemente dal *UK's Financial Reporting Council* (FRC) ma rappresenta il prodotto di decenni di stimoli e proposte e/o raccomandazioni di adozione.

Il *Code*, in particolare, è diventato una vera necessità dopo la “Walker Review”<sup>263</sup> del 2009, che ha ribadito l'importanza di aderire a un simile codice, basato a sua volta sul *Code of Responsibilities of Institutional Investors* elaborato dall'ISC<sup>264</sup>.

In conseguenza di tale *report*, il *Financial Reporting Council* ha lanciato, all'inizio del 2010, una proposta di consultazione, che successivamente ha dato origine al *UK Stewardship Code*.

Sembra opportuno rilevare, a questo proposito, che la necessità di intensificare il coinvolgimento negli affari sociali da parte degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali risulta essere un tema emerso non solo recentemente nel Regno Unito.

Già nel 1992, infatti, il “*Cadbury Report*” aveva evidenziato l'opportunità che fosse realizzata una più intensa cooperazione tra le società e gli azionisti di maggioranza<sup>265</sup>.

---

<sup>263</sup> Si veda, in proposito, D. W. ALKER, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations*, November 2009, disponibile al seguente sito web <http://www.hmtreasury.gov.uk/walkerjreviewinformation.htm>.

<sup>264</sup> *Institutional Shareholders Committee* ora rinominato *Institutional Investors Committee*, il cui sito web è disponibile al seguente indirizzo: <http://www.iicomm.org/>.

<sup>265</sup> Si veda, in proposito, A. CADBURY, *op. cit.*, 1992, pp. 49 ss.

Questo suggerimento, tra gli altri, è stato successivamente accolto dal "Hampel Report"<sup>266</sup> del 1998 che ha replicato e promosso l'iniziale raccomandazione, includendo uno specifico requisito per il dialogo tra le parti, ponendosi, inoltre, come guida per gli investitori istituzionali.

Negli anni successivi, sia il "Myners Report"<sup>267</sup> sia il "Higgs Report"<sup>268</sup> hanno raccomandato taluni requisiti aggiuntivi per gli investitori istituzionali.

Sembra interessante segnalare come parallelamente nel 2002, l'*Institutional Shareholder's Committee* ha pubblicato una guida in cui ha previsto che gli investitori istituzionali hanno il dovere di assumere un ruolo di monitoraggio *vis-à-vis* le società in cui investono, di stabilire un dialogo attivo con il loro *management* e di intervenire negli affari della società medesima. Allo stesso tempo, i medesimi devono fare *disclosure* degli effetti del proprio interessamento e *engagement* alla vita e alle decisioni sociali, informando conseguentemente i clienti per conto dei quali agiscono.

Ad ogni modo, la vivace ripresa del dibattito si registra in concomitanza con la crisi finanziaria globale che ha raggiunto il suo picco nel 2008.

Deve segnalarsi, in proposito, che gli investitori istituzionali sono stati considerati essere parte del problema, sin da quando, con i *report* via via succedutisi nel tempo, si era presunto che essi avrebbero monitorato più intensamente le società e avrebbero segnalato e sottoposto all'attenzione del *management* qualunque pratica e decisione ritenuta rischiosa, ciò che,

---

<sup>266</sup> HAMPSEL COMMITTEE, *Hampel Committee on Corporate Governance, Final Report*, 1998, disponibile al seguente indirizzo web <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampelindex.Htm>, pp. 19 ss..

<sup>267</sup> P. MYNERS, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 2001, reperibile presso il sito web <http://archive.treasury.gov.uk/pdf/2001/myners-report.pdf>.

<sup>268</sup> D. HIGGS, *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, January 2003, consultabile al seguente website <http://www.bis.gov.uk/files/file23012.pdf>, pp. 69.

peraltro, sembra in concreto non essersi realizzato nel corso del predetto periodo<sup>269</sup>.

Anche di recente, l'*House of Commons Treasury* ha rilevato che gli investitori istituzionali hanno mancato nell'adempiere alla propria funzione essenziale di esaminare minuziosamente e monitorare costantemente le decisioni del *management* concernenti o indirettamente collegate al settore bancario<sup>270</sup>.

Così, nel 2009, in pieno contesto di crisi finanziaria, dopo una serie di giudizi critici formulati con riferimento alla riluttanza degli investitori istituzionali<sup>271</sup>, è stato pubblicato l'*Institutional Shareholder's Committee Code*, successivamente utilizzato come base ideologica e principale risorsa di ispirazione per il *UK Stewardship Code*. Esso si basa sui principi di responsabilità per gli investitori istituzionali e i loro agenti, enunciati per la prima volta nel 2002 e successivamente modificati nel 2005 ad opera dello *Institutional Shareholder's Committee*.

La prima versione del *UK Stewardship Code* è entrata in vigore nel luglio 2010, rappresentando un iniziale tentativo di rendere l'esercizio delle responsabilità gestorie più trasparente e di incoraggiare in maniera più effettiva il coinvolgimento attivo da parte degli azionisti nella vita sociale<sup>272</sup>.

---

<sup>269</sup> N. BURNS, S. KEDIA, M. IPSON, *Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting*, in 16 *Journal of Corporate Finance*, 2010, pp. 443 ss..

<sup>270</sup> "Investors have failed in one of their core tasks, namely the effective scrutiny and monitoring the decisions of boards and executive management in the banking sector [...]". Si veda, in proposito, HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE, *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City*, 2008-2009, consultabile a <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/519/519.pdf>, p. 64.

<sup>271</sup> INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, 2009, consultabile all'indirizzo web <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCodel61109.pdf>.

<sup>272</sup> M. MCKERSIE, *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders with listed companies*, in 5 *Capital Markets Law Journal*, 2010, p. 439.

Dopo un periodo di consultazione <sup>273</sup>, il *UK Stewardship Code* è stato oggetto di revisione nel settembre 2012 ed è entrato successivamente in vigore il 1° ottobre 2012.

I contributi più preziosi alla revisione della versione del *Code* sono stati l'approfondimento e l'arricchimento delle linee guida e l'introduzione di una sezione finalizzata a chiarire la nozione di *stewardship* <sup>274</sup> e l'uso del principio "comply or explain" nel contesto preso in considerazione.

Il *UK Stewardship Code* è un codice di autodisciplina, contenente principi di *best practice*, e si rivolge tanto agli investitori istituzionali quanto ai soggetti che in concreto ne gestiscono le attività (gli *asset* o *money manager*) per accrescere la qualità dell'*engagement* tra investitori istituzionali e società partecipate, al fine di migliorare i rendimenti di lungo periodo per tutti gli azionisti e l'efficiente esercizio delle responsabilità di governo societario<sup>275</sup>.

In tale prospettiva, il *Code* attribuisce ai propri destinatari un ruolo di supervisione e di guida nei confronti degli amministratori delle società partecipate, con i quali puntare ad instaurare un dialogo serrato su temi

---

<sup>273</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Consultation Document: Revisions to the UK Stewardship Code*, 2012, reperibile al seguente sito web <http://www.frc.org.uk/getattachment/fa5e79c-22c6-4f8fb5b3-2ab55ec41113/Consultation-Document-Revisions-to-the-UK-Stewards.aspx>.

<sup>274</sup> Sembra che l'utilizzo della parola nella propria lingua originale renda in maniera più appropriata il significato che ad essa hanno voluto attribuire coloro che l'hanno utilizzata nell'ambito del contesto in esame. In proposito, si segnala, sin d'ora, che data la centralità che al termine è attribuito anche nell'ambito del *UK Stewardship Code* sarà dedicato ad essa il successivo par. 2.1.

<sup>275</sup> In tal senso, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012, disponibile al seguente indirizzo <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx> (di seguito, "*The UK Stewardship Code*"), p. 1 in cui si specifica che le disposizioni volte a favorire un più stretto legame fra *governance* e scelte di investimento attraverso il dialogo fra investitori istituzionali e società quotate si intendono integrare quelle contenute nel *UK Corporate Governance Code*, la cui pubblicazione e relativo aggiornamento è affidata al medesimo *Financial Reporting Council*.

legati alla strategia e ai risultati dell'attività di impresa, alla gestione dei suoi rischi nonché sugli argomenti oggetto di discussione in sede assembleare<sup>276</sup>.

Le previsioni del *Code* sono, dunque, finalizzate a individuare e mettere in luce la gran parte delle situazioni problematiche che coinvolgono l'ambiente dell'investimento nonché incentivare la gestione sociale dalla gran parte dei partecipanti al mercato coinvolti nel contesto dell'investimento medesimo<sup>277</sup>.

---

<sup>276</sup> Si veda, in particolare, *ivi*, p. 1, ai sensi del quale “*for investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*”.

<sup>277</sup> Al riguardo, *ibidem*, è previsto che “*in publicly listed companies responsibility for stewardship is shared. The primary responsibility rests with the board of the company, which oversees the actions of its management. Investors in the company also play an important role in holding the board to account for the fulfillment of its responsibilities*”.

## 2.1. La nozione di “stewardship”

Data la centralità che riveste dell’ambito del *UK Stewardship Code*, sembra opportuno dedicare qualche osservazione alla nozione di “stewardship”<sup>278</sup>.

Nella versione originale l’accezione di *stewardship* non risultava chiaramente delineata in modo da permettere di comprendere pienamente il fascio di

---

<sup>278</sup> È interessante segnalare che la dottrina ha individuato 4 differenti livelli di “engagement”, come osservati empiricamente nella realtà, ciascuno dei quali risulta essere una logica conseguenza della scelta degli investitori istituzionali, in quanto riflette il *business model* di questi ultimi. Si fa riferimento, in particolare, a S. C. ELIK, M. ISAKSSON, *Institutional investors and ownership engagement*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013, 2, p. 109 “(i) No engagement”: *This category comprises institutions that do not monitor individual investee companies actively, do not vote their shares and do not engage in any dialogue with the management of investee companies. Examples include those exchange-traded funds that do not charge any fees to their investors, but instead generate income from share lending. Another example would be institutional investors that are subject to engagement limitations or an outright prohibition to vote their shares, like Turkish mutual funds. (ii) Reactive engagement: Reactive engagement represents voting practices that are primarily based on a set of generic, pre-defined criteria that guide voting with respect to the different proposals put before the shareholders’ meeting. Reactive engagement often relies on buying advice and voting services from external providers such as proxy advisors. It may also consist of reactions to engagement by other shareholders. For example, when an otherwise passive shareholder supports initiatives by another institution such as an activist hedge fund who is attempting to influence the dividend policy in a specific company or to make changes to the board. It may also include reacting to public tender offers from a private equity firm. Reactive behaviour is represented by many US pension funds and mutual funds that – subject to legal requirements – vote their shares with the help of proxy advisors and also respond to shareholder campaigns led by hedge funds or private equity funds. (iii) Alpha engagement: This engagement level is associated with ownership engagement that seeks to support short or long-term returns above market benchmarks. Using quite different strategies, both activist hedge funds and private equity funds can be examples of alpha engagement. Hedge funds that practise alpha engagement usually influence companies through small holdings, sometimes complemented by derivatives, actively seeking the support of other investors to support their intentions. Private equity firms on the other hand acquire large or controlling shares of companies in order to be able to restructure the company, improve its performance and, within a predefined period, sell with a profit. (iv) Inside engagement: Inside engagement is an engagement level characterised by fundamental corporate analysis, direct voting of shares and often assuming board responsibilities. Owners at this engagement level typically hold controlling or large stakes in the company. A good example might include a closed-end investment company such as Berkshire Hathaway, Inc. This company is the largest shareholder in Coca Cola, Inc. and is represented on the board of Coca Cola, Inc. by one of its directors. Inside engagement may also be practiced by some sovereign wealth funds”.*

responsabilità gravanti in capo a ciascuno degli *stakeholder*, i portatori di interessi che gravitano nell'ambito della società presa in considerazione<sup>279</sup>.

L'attuale versione del *UK Stewardship Code*, invece, descrive la *stewardship* come finalizzata a promuovere il successo di lungo periodo della società al fine di permettere che tutti i portatori di capitale di rischio, anche i più piccoli, possano prosperare; una *stewardship* efficiente apporta, infatti, benefici alla società, agli investitori e all'economia nel complesso<sup>280</sup>.

Il *Code* aggiunge, altresì, che per gli investitori la *stewardship* è più che il semplice esercizio del diritto di voto. Le attività ricomprese nella nozione di *stewardship* possono, infatti, includere il monitoraggio nonché l'interessamento e il coinvolgimento attivo nella gestione e nella vita sociale (*engagement*<sup>281</sup>), in particolar modo con riferimento a materie come la strategia, la *performance*, la valutazione dei rischi, la struttura del capitale e finanziaria e la *corporate governance* della società. L'interessamento e il coinvolgimento attivo nella vita sociale permette di realizzare un dialogo

---

<sup>279</sup> In tal senso, K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 123.

<sup>280</sup> Sembra chiaro che il *Code* tende a ricomprendere molteplici categorie di partecipanti al mercato nella nozione di *steward* soggetti alle previsioni del *Code* e, pertanto, ad ampliare l'ambito di applicazione soggettiva del *Code* medesimo. Si faccia riferimento a I. H-Y Chiu, *op. cit.*, p. 388 secondo il quale "*stewardship serves all of society and not just stakeholder*"; K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 123 il quale evidenzia che "*stewards are not merely a company's investors*"; D. W. ROBERTS, *op. cit.*, p. 553. Per una trattazione più approfondita dell'ambito di applicazione soggettiva del *Code*, si rimanda altresì al successivo par. 2.2.

<sup>281</sup> Con il termine *engagement* si identifica il processo attraverso il quale l'investitore avvia un dialogo strutturato con il *management* dell'impresa partecipata, sulla base del monitoraggio continuo degli aspetti ambientali, sociali e di *governance* relativi all'attività aziendale. L'azionariato attivo è, dunque, una modalità di relazione tra l'investitore e il *management* all'interno del processo di *engagement*.

utile e costruttivo sulle tematiche appena descritte, oltre che su tutte le altre criticità che siano immediato oggetto di voto e riunione<sup>282</sup>.

A questo proposito, si segnala che, secondo quanto previsto ai sensi del *UK Stewardship Code*, gli investitori istituzionali sono chiamati a fornire informazioni concernenti il sistema di *stewardship* adottato, al fine di preservare e massimizzare il valore dell'investimento a beneficio degli investitori per i quali essi agiscono<sup>283</sup>.

È interessante evidenziare come il successo di lungo periodo delle società in cui si è investito assurge, pertanto, a obiettivo e, al contempo, a criterio discrezionale in aggiunta alla priorità di curare gli interessi degli investitori e dei loro *asset*, permettendo loro di prosperare nel medesimo contesto<sup>284</sup>.

La descrizione della *stewardship* così delineata sembra essere ispirata al *report* del giugno 2012 che enfatizza la cultura del lungo termine nell'ambito degli investimenti e la necessità di cambiare la concezione affinché siano elaborate e messe in pratica le strategie del *management* per tutti i partecipanti del

---

<sup>282</sup> “*Stewardship aims to promote the long-term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole. [...] For investors, stewardship is more than just voting. Activities may include monitoring and engaging with companies on matters such as strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration. Engagement is purposeful dialogue with companies on these matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*”. Si veda, in proposito, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, *op. cit.*, p. 4.

<sup>283</sup> Si veda, in proposito, *ivi*, p. 5.

<sup>284</sup> In tal senso K. S. ERGAKIS, *op. cit.*, p.124. In particolare, ritiene che, “*the overall attempt to describe stewardship in such a way may be preferable, since the definition provided encompasses different sorts of activities and ways of potential intervention instead of providing a more stringent and stagnant description*”.

mercato. La realizzazione del predetto *report*<sup>285</sup> veniva promossa dal professore John Kay che, in seguito a un invito a pronunciarsi sul tema “*A long term focus for corporate Britain*”, pubblicato nell’ottobre 2010, nel corso dell’anno successivo richiedeva al governo inglese di promuovere una *call for evidence* al termine della quale collazionare i contributi e realizzare un *final report* al fine di analizzare e mettere in luce come e in che misura i mercati azionari stanno raggiungendo i loro scopi principali.

## **2.2. Ambito di applicazione soggettivo: gli *stewards*, ovvero i promotori della *stewardship***

La versione originale del *UK Stewardship Code* del 2010 si rivolgeva in prima istanza agli *asset manager*, ossia alle imprese che gestiscono patrimoni per conto di investitori istituzionali, come fondi pensione, compagnie di assicurazione, *trust* di investimenti e altri veicoli collettivi di investimento<sup>286</sup>.

Pur chiarendo che il monitoraggio delle responsabilità sarebbe potuto essere ampliato a soggetti altri rispetto ai *manager* del relativo fondo, con l’obiettivo di influenzare e coinvolgere una varietà di attori del mercato all’efficace

---

<sup>285</sup> Dopo la rispettiva *call for evidence* e l’*Interim Report*, il *Final Report*: J. KAY, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, July 2012, disponibile presso il seguente indirizzo web <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-finalreport.pdf>.

<sup>286</sup> In particolare, l’ambito applicativo del *UK Stewardship Code* nella versione originale del 2010 era così individuato “*addressed in the first instance to firms who manage assets on behalf of institutional shareholders such as pension funds, insurance companies, investment trusts and other collective investment vehicles*”. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2010, reperibile al seguente indirizzo web <http://www.frc.org.uk/getattachment/3006d141-4704-4712-9f13-771cf93897b8/The-UKStewardship-Code.aspx>, p. 2.

esercizio ed attuazione della *stewardship*, la previsione relativa all'ambito di applicazione soggettivo del *UK Stewardship Code* non era dettagliata dal punto di vista degli altri partecipanti al mercato.

Nella versione vigente del *Code* la previsione è stata rivista e riformulata al fine di estendere l'ambito di applicazione soggettivo agli altri partecipanti al mercato potenzialmente coinvolti nelle procedure di investimento e, per questo, soggetti alle stesse responsabilità con riferimento alla *stewardship*.

Il primo pregio da riconoscere alla definizione adottata risiede proprio nell'ampliamento in via ufficiale dell'ambito applicativo soggettivo del *Code* medesimo, con la specificazione dei soggetti nei confronti dei quali trovano applicazione le raccomandazioni ivi contenute.

Si prevede, in particolare, che il *Code* si rivolga, in prima istanza, agli investitori istituzionali, intendendosi per tali gli *asset owner* e gli *asset manager*, aventi capitale di rischio investito in società quotate del Regno Unito.

Nel caso in cui i predetti investitori istituzionali affidino in *outsourcing* a *provider* esterni lo svolgimento delle attività collegate alla *stewardship*, il *Code* trova applicazione anche nei confronti di *service provider*, come *proxy advisor* e consulenti di investimento<sup>287</sup>.

L'affidamento in *outsourcing* porta con sé un parallelo ampliamento delle responsabilità per l'esercizio dello *stewardship*, in quanto tutti i soggetti

---

<sup>287</sup> Si veda, in proposito, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, op. cit., laddove ai sensi della sezione relativa all'*Application of the Code* è previsto che "*The Code is directed in the first instance to institutional investors, by which is meant asset owners and asset managers with equity holdings in UK listed companies. [...] Accordingly, the Code also applies, by extension, to service providers, such as proxy advisors and investment consultants*".

coinvolti sono solidalmente responsabili per il raggiungimento di un livello ottimale di *stewardship*<sup>288</sup>.

La *ratio* è facilmente rinvenibile nella considerazione per cui i benefici prodotti della *stewardship* non solo si esplicano nei confronti della società e degli investitori ma giovano anche al mercato nel suo complesso e all'economia in generale<sup>289</sup>.

Un ulteriore pregio è rintracciabile nella previsione, di cui si è già accennato, che riconosce in capo agli investitori istituzionali la facoltà di affidare in *outsourcing* a soggetti esterni talune delle attività associate allo *stewardship*, ferma restando la responsabilità solidale per la *stewardship*, che risulta indisponibile e, conseguentemente, non delegabile a soggetti terzi<sup>290</sup>: anche nel caso di *outsourcing*, gli investitori istituzionali rimangono, infatti, comunque responsabili al fine di assicurare e garantire che le medesime attività siano poste in essere coerentemente con il proprio approccio alla *stewardship* e nel rispetto degli *standard* di *stewardship* desiderati<sup>291</sup>.

---

<sup>288</sup> Si faccia riferimento a K. S. ERGAKIS, *op. cit.*, p. 125; D. W. R. OBERTS, *op. cit.*, p. 553, il quale ricomprende la responsabilità anche per l'*engagement*: “[...] the Code envisions an expansive array of market participants undertaking joint responsibility for stewardship and engagement”.

<sup>289</sup> Si veda, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, *op. cit.*, laddove, ai sensi dell'art. 1 della sez. relativa a *Stewardship and the Code*, è previsto che “effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole”. Si faccia riferimento, in proposito, a D. W. R. OBERTS, *op. cit.*, p. 553: “The theory is that the benefits of total market stewardship will devolve upon individual investors and the general public”.

<sup>290</sup> *Ivi*, ai sensi dell'art. 2 della sez. relativa all'*Application of the Code* è previsto, in proposito, che “[...] Institutional investors may choose to outsource to external service providers some of the activities associated with stewardship. However, they cannot delegate their responsibility for stewardship [...]”.

<sup>291</sup> *Ivi*, ai sensi dell'art. 2 della sez. relativa all'*Application of the Code* è previsto, in proposito, che “[...] They remain responsible for ensuring those activities are carried out in a manner consistent with their own approach to stewardship [...]”. In tal senso, K. S. ERGAKIS, *op. cit.*, p. 125 osserva che “the main priority for every participant in this «circle» is to honour the role that is associated with its presence in the market. Even though substitution of some of the duties involved may be possible, investors need to ensure themselves that other interconnected service providers keep stewardship standards intact”.

### 3. I Principle di cui al UK Stewardship Code

Rivolgendo in via preliminare un'analisi alla tecnica di ingegneria legislativa adottata, si segnala che il UK Stewardship Code vigente <sup>292</sup> si compone di 5 sezioni<sup>293</sup> e di 7 Principle.

Ciascun Principle, che costituisce una concisa enunciazione di principio formata da un periodo di poche parole chiave, è seguito da una Guidance che in maniera esplicita descrive in concreto le modalità di applicazione del relativo Principle<sup>294</sup>.

Data la rilevanza che riveste con riferimento all'oggetto del presente lavoro di tesi, Sembra interessante, a questo punto, esaminare analiticamente il Principle 6, in materia di adozione e disclosure di una chiara politica di voto e di modalità trasparenti di esercizio del relativo diritto di voto.

---

<sup>292</sup> Si tratta, come detto, della versione revisionata nel settembre 2012, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, op. cit..

<sup>293</sup> Ivi, le sezioni del UK Stewardship Code sono articolate come segue: dedicate rispettivamente a: (i) *Stewardship and the Code*; (ii) *Application of the Code*; (iii) *Comply or Explain*; (iv) *The Principles of the Code*; (v) *The UK Stewardship Code Principles 1-7*.

<sup>294</sup> Ivi, ai sensi del par. 2 della sez. "Comply or Explain" del UK Stewardship Code è previsto che "the Code is not a rigid set of rules. It consists of principles and guidance. The principles are the core of the Code and the way in which they are applied should be the central question for the institutional investor as it determines how to operate according to the Code. The guidance recommends how the principle might be applied".

### 3.1. *Principle 6: “a clear policy on voting and disclosure of voting activity”*

Data la rilevanza che assume nell’ambito dell’attivismo degli azionisti e, più in particolare, di quella categoria di essi rappresentata dagli investitori istituzionali, il *UK Stewardship Code* dedica un principio al diritto di voto e alle modalità di esercizio dello stesso.

In particolare, il *Principle* <sup>285</sup> raccomanda agli investitori istituzionali di adottare chiare politiche di voto e di *disclosure*, i.e. divulgazione delle attività di voto poste in essere per l’esercizio del voto medesimo.

La *Guidance* di cui al *Principle 6* <sup>296</sup> fornisce poi le linee guida che delineano in dettaglio le raccomandazioni in concreto e talune modalità di applicazioni dello stesso *Principle*.

*In primis*, si raccomanda <sup>297</sup> agli investitori istituzionali di fare tutto quanto nelle loro possibilità al fine di esercitare il diritto di voto per tutte le azioni detenute, senza però conferire automaticamente supporto al *board*.

---

<sup>295</sup> Ivi, il *Principle 6* prevede che “*Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity*”.

<sup>296</sup> Ivi, ai sensi della *Guidance* di cui al *Principle 6* è previsto che: “*Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board. If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why. Institutional investors should disclose publicly voting records. Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock*”.

<sup>297</sup> Ivi, ai sensi del co. 1 della *Guidance* di cui al *Principle 6* è previsto che “*institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board*”.

È interessante notare come tale raccomandazione trovi origine a partire dall'osservazione degli eventi registrati nel passato, quando l'atteggiamento degli investitori si traduceva in semplice accondiscendenza e approvazione delle strategie individuate dalle società e dal *management* e si era conseguentemente trasformato in "*shareholder apathy*"<sup>298</sup>.

Da questo punto di vista, la maggior parte dei gruppi di investitori possono essere considerati come corresponsabili di dimensioni e rilevanza della crisi finanziaria, che ha colpito globalmente l'economia e la finanza negli ultimi anni, soprattutto in ragione della circostanza per cui essi non si sono opposti alla gestione e talvolta hanno acconsentito a strategie notevolmente rischiose, in quanto attirati dai potenziali profitti che sarebbero potuti generarsi<sup>299</sup>.

Pertanto, essendo stati gli investitori istituzionali ritenuti parte del problema<sup>300</sup>, la *Guidance*<sup>301</sup> richiede a questi ultimi di essere più presenti nella vita sociale, anche nel caso in cui non ritengano di approvare le strategie adottate in seno alla società, e di impegnarsi a un più attivo coinvolgimento e dialogo con la società e con il *management*, invece di rifiutare l'esercizio dei propri diritti.

---

<sup>298</sup> L'espressione può essere tradotta, letteralmente, come "apatia degli azionisti". Si segnala, in proposito, che tale espressione è stata elaborata da parte della dottrina in contrapposizione allo "*shareholder activism*", ossia "attivismo degli azionisti", talvolta anche in senso disdegnoso nei confronti dell'atteggiamento posto in essere dagli investitori istituzionali. Si faccia riferimento, altresì, alle osservazioni di cui al precedente par. 2, cap II.

<sup>299</sup> Si veda, in proposito, K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 130.

<sup>300</sup> *Ibidem*, laddove osserva: "*having been considered, fortunately or unfortunately, as part of the problem [...]*".

<sup>301</sup> Il riferimento è al co. 2 della *Guidance* di cui al *Principle 6*, ai sensi del quale è previsto che: "*if they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why*".

In particolare, nel caso in cui il dialogo instaurato con il *management* non abbia prodotto un risultato convincente, gli investitori istituzionali sono chiamati a scegliere, alternativamente, di astenersi o di esercitare il voto contrario alla risoluzione sottoposta alla loro attenzione.

In entrambi i casi sopra descritti, i medesimi sono richiesti di rendere edotta la società delle loro intenzioni in anticipo e, comunque, al più presto possibile e di spiegare analiticamente la propria posizione e fornire le relative ragioni giustificatrici.

Ai sensi del terzo comma della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code*<sup>302</sup>, in un contesto più generale, gli investitori istituzionali sono chiamati a divulgare pubblicamente i risultati della votazione che potrebbero essere interessanti e utili per i loro clienti.

Due ulteriori raccomandazioni di cui al quarto e quinto comma della *Guidance* al *Principle 6* del *UK Stewardship Code*<sup>303</sup>, introdotte nella nuova versione del *Code* nel 2012, riguardano il ricorso ai servizi di “*voting services*” e “*stock lending*”.

In proposito, si noti come tali due istanze sono state al centro del dibattito relativo all’intermediazione degli altri partecipanti del mercato e ai

---

<sup>302</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, *op. cit.*: il co. 3 della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code* prevede che “*institutional investors should disclose publicly voting records*”.

<sup>303</sup> *Ivi*, ai sensi dei co. 4 e 5 della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code* è previsto che “*institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock*”.

conseguenti effetti nell'esercizio dei diritti di voto, i quali potrebbero impedire l'efficiente esercizio della *stewardship*<sup>304</sup>.

Con le predette raccomandazioni, il *Code* mira a estrarre informazioni dagli investitori istituzionali, con particolare riferimento al potenziale utilizzo di *proxy voting* o altri servizi affini, *i voting-related services*, al fine di aumentare la trasparenza del circolo di connessione con i fornitori di tali servizi.

In particolare, si raccomanda agli investitori istituzionali di descrivere gli scopi di tali servizi e gli estremi identificativi dei fornitori dei servizi e di divulgare le informazioni concernenti il grado di utilizzo delle raccomandazioni correlate a tali servizi.

Infine, agli investitori istituzionali è richiesto di essere trasparenti con riguardo alla propria posizione in materia di concessione in prestito di azioni<sup>305</sup> e, in particolare, nel caso in cui essi si determinino ad esercitare la *call* sulle azioni prestate e riaverne la disponibilità, al fine di rendere edotti gli investitori sulle strategie adottate in tale ambito.

Sembra opportuno evidenziare che parte della dottrina<sup>306</sup> ritiene che la concessione in prestito delle azioni possa essere considerata, in larga parte, un impedimento all'esercizio di un effettivo attivismo degli azionisti, dato che blocca il potenziale esercizio vigoroso dei diritti di voto ricollegati alle predette azioni.

---

<sup>304</sup> Si veda, in proposito, K. S. ERGAKIS, *op. cit.*, p. 131. Ritiene, infatti, che “*as is well known, these two issues were at the centre of the debate regarding the intermediation of other market participants and its effects on the exercise of voting rights which may impede the efficient exercise of stewardship*”.

<sup>305</sup> Letteralmente si fa riferimento a “*stock lending*”.

<sup>306</sup> Il riferimento è, in particolare, a KERSAKIS, *op. cit.*, p. 131 “*stock lending is widely considered to be an impediment to the exercise of effective shareholder activism since it blocks a potentially powerful exercise of voting rights*”.

#### 4. Talune notazioni sulle imperfezioni del *UK Stewardship Code*

Come anticipato nel paragrafo che precede, il *UK Stewardship Code* ha subito una serie di miglioramenti con la revisione del 2012, che permettono un certo ottimismo quanto alla sua applicazione e influenza futura nei confronti dei partecipanti del mercato.

Ciononostante, sembra opportuno mettere in luce talune criticità che meritano di essere considerate al fine di evitare che il *Code* sia percepito come “un documento che sembra riflettere i compromessi come i più bassi comuni denominatori”<sup>307</sup>.

A questo proposito, si rileva come le tre aree critiche sulle quali sarebbe opportuno un ripensamento e una revisione del *Code* sono individuabili in (i) efficacia territoriale; (ii) “softness”; e (iii) esclusione degli *shareholder* dal dialogo con lo “spectrum”.

Ai fini del presente lavoro di tesi, anche tenuto conto dell’adozione in Italia di un simile Codice di Autodisciplina<sup>308</sup>, sembra opportuno focalizzare l’attenzione sulla problematica della “softness” del *Code*.

---

<sup>307</sup> Si faccia riferimento, in proposito, a S. C. Y. WONG, *The UK Stewardship Code: A Missed Opportunity for Higher Standards*, in *Responsible Investor*, 13 July 2010, disponibile al seguente indirizzo web <http://ssrn.com/abstract=1640897>; K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 132.

<sup>308</sup> Si veda, al riguardo, il precedente par. 4, cap. II.

#### 4.1. La “softness” del Code

Il UK *Stewardship Code* è un codice di *best practice*, composto da disposizioni di “soft law”<sup>309</sup>, la cui efficacia deriva dalle relative previsioni di “comply or explain”<sup>310</sup>.

È, pertanto, ravvisabile una criticità nella portata, in termini di efficacia, che complessivamente può avere il Code medesimo, in ragione della propria natura.

In quanto regolazione di *soft law* che incoraggia e raccomanda ma non impone di conformarsi al set di *Principle* e la cui osservanza dipende dall’approccio “comply or explain”, può risultare altamente improbabile che

---

<sup>309</sup> L’espressione *soft law* nasce al principio degli anni ’70 nell’ambito della dottrina internazionalistica, di matrice anglosassone, per indicare un fenomeno di regolazione connotato dalla produzione di atti, lato sensu normativi, accomunati – in negativo – dalla mancanza di efficacia direttamente vincolante, efficacia che generalmente accompagna la generalità delle norme giuridiche. La progressiva utilizzazione, anche in ambiti diversi da quello internazionalistico (in particolare, diritto dell’Unione europea o singoli diritti nazionali), ha portato a identificare il *soft law*, in contrapposizione agli atti di *hard law*, come una categoria residuale. In proposito, giova segnalare che, relativamente alla mancanza del carattere autoritativo degli strumenti di *soft law*, sono ravvisabili due linee di pensiero: taluni autori interpretano tale caratteristica con riferimento agli effetti, non immediatamente vincolanti; tal altri interpretano la carenza in parola con riferimento al loro iter di adozione, caratterizzato dall’intervento degli stessi soggetti regolati, come “protagonisti del processo di normazione”. In ogni caso, entrambe le teorie mettono in luce la natura consensuale del fenomeno. Negli ultimi anni, tale espressione è utilizzata per riferirsi ai codici di autoregolamentazione: in mancanza di una efficacia vincolante diretta, la garanzia dell’osservanza delle norme di *soft law*, che producono efficacia solo *inter partes*, si basa di norma sulla autorevolezza del soggetto che le ha emanate e, quindi, sulla loro forza persuasiva. Tali norme non danno luogo a situazioni giuridiche soggettive direttamente tutelabili in sede giurisdizionale, fermo restando che comunque il giudice possa tenerne conto. Per un approfondimento sul dibattito *soft law versus hard law*, si segnalano, in proposito, P. C. OSTANZO, *Hard law e soft law: il senso di una distrazione*, in P. C. OSTANZO, L. MEZZETTI, A. R. UGGIERI, *Lineamenti di diritto costituzionale dell’Unione europea*, Torino, 2006, 262; E. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, 2008, London, p. 3 ss.; R. V. A. GUILERA, M. G. OYER, L. R. K. ABBACH-CASTRO, *Regulation and Comparative Corporate Governance*, in M. W. RIGHT, D. S. S. IEGEL, K. K. EASEY, I. F. ILATOTCHEV, *Handbook of Corporate Governance*, Oxford, p. 22-28.

<sup>310</sup> I. H-Y CHIU, *op. cit.*, p. 392.

gli investitori istituzionali mostrino immediatamente risultati in termini di *compliance* e cambiamenti visibili nelle proprie pratiche correnti.

Ciò deriva parzialmente dalla circostanza per cui la “*softness*” della normazione presenta in sé stessa una serie di carenze e vizi.

L’approccio “*comply or explain*” è stato per primo adottato nel 1992 dal *Cadbury Report*.

Con una tradizione di circa 20 anni nel panorama societario del Regno Unito, esso ha certamente raggiunto apprezzabili risultati in relazione alla *compliance* a set di principi *standard*, mantenendo la giusta flessibilità in un contesto caratterizzato da una grande diversificazione del panorama societario<sup>311</sup>; ciononostante, ha posto una serie di problematiche con riferimento alla sua efficacia e utilità.

L’esperienza che deriva dal *Corporate Governance Code* e dal relativo approccio “*comply or explain*” ha, infatti, già mostrato una criticità duplice: da una parte, sebbene le società in alcune regioni con grande impegno tendono a

---

<sup>311</sup> Si faccia riferimento, in proposito, a O. HART, *Corporate Governance: Some Theory And Implications*, 1995, in *The Economic Journal* 678; RAKKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. B. HANSMANN, G. HERTIG, K. J. HOPR, H. KANDA, E. B. ROCK, *The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*, 2004, Oxford.

conformarvi<sup>312</sup>, anche nel caso in cui esse dichiarino di conformarsi, il livello reale di *compliance* è discutibile in quanto la mera dichiarazione non sempre corrisponde alla realtà dei fatti<sup>313</sup>.

Dall'altro lato, quando le società utilizzano la parte esplicativa del principio al fine di spiegare le ragioni della non-*compliance*, esse tendono a dare una motivazione superficiale e frettolosa che prova l'inutilità per gli investitori, dal momento che essi hanno mancato di raggiungere il necessario grado di trasparenza e informativa<sup>314</sup>.

Al fine di enfatizzare l'importanza dell'approccio "*comply or explain*" per il successo del *UK Stewardship Code*, il *Financial Reporting Council* ha dedicato una sezione separata a tale tema, nella versione rivista del 2012.

---

<sup>312</sup> Ai sensi della *UK annual review*, il 50% delle società dichiara la piena compliance con il *UK Corporate Governance Code* e il restante 50% che ha dichiarato la non-*compliance* ha difficoltà nel conformarsi con una o due raccomandazioni del *Code*. Nel complesso, pertanto, il livello di *compliance* con le raccomandazioni del *Code* raggiunge il 96% che è obiettivamente una percentuale soddisfacente. Al riguardo, G. T. HORNTON, *Corporate Governance Review 2011, A changing climate: Fresh challenges ahead*, 2011, reperibile al seguente indirizzo <http://www.grant-thornton.co.uk/pdf/corporate-governance.pdf>. In ogni caso, si segnala che, soprattutto nelle regioni in cui il livello di *compliance* è particolarmente basso, si registrano segnali di miglioramento; per una *overview*, si faccia riferimento a RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009, al seguente indirizzo web [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf); S. ARCOT, V. G. BRUNO, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, January 2007.

<sup>313</sup> D. F. LARCKER, B. TAYAN, *Seven Myths of Corporate Governance*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance CGRP-16, 2011.

<sup>314</sup> J. A. MCCAHERY, E. M. VERMEULEN, *The Role of Corporate Governance Reform and Enforcement in the Netherlands*, in M. TISON, H. DE WULF, C. VAN DER ELST, R. STEENNOT, *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge, 2009, Cambridge University Press, p. 322.

A partire da un richiamo alla funzione basilare di tale approccio, come era nella prima versione, la nuova versione del *Code*<sup>315</sup> precisa, altresì, che coloro che sottoscrivono il *Code* sono chiamati, alternativamente, a rispettare i *Principles* del *UK Stewardship Code* o divulgare il non rispetto.

Nel soprarichiamato ultimo caso in cui essi decidano di non conformarsi a uno dei principi ovvero di non aderire all'approccio adottato dalle *guideline* in ciascuno dei principi, è richiesto che essi forniscano contestualmente una "esaustiva spiegazione" delle ragioni giustificatrici sottostanti alla propria *non-compliance*.

Il concetto di "esaustiva spiegazione" è stato introdotto nell'approccio "*comply or explain*" in tempi abbastanza recenti per fornire allo stesso un più chiaro fondamento logico<sup>316</sup>.

In casi di non conformità è, infatti, essenziale fornire non una mera spiegazione ma una significativa spiegazione, in modo che i lettori possano valutare la dichiarazione e comprendere l'approccio adottato con riferimento al concetto di *stewardship*.

Per quanto riguarda il concetto di "spiegazione significativa" in quanto tale, il documento di consultazione del *Financial Reporting Council* ha individuato tre criteri: in primo luogo, la spiegazione dovrebbe fornire il contesto e il

---

<sup>315</sup> Si veda FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, *op. cit.*, par. 3 della sez. "*Comply or Explain*".

<sup>316</sup> Sembra interessante segnalare, in proposito, che il *Financial Reporting Council* ha lanciato nel febbraio 2012 una consultazione aperta in merito alla nozione di "esaustiva spiegazione". Si vedano, in proposito, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Revisions to the UK Corporate Governance Code and Guidance on Audit Committees – Consultation document*, 2012, reperibile all'indirizzo <https://www.frc.org.uk/getattachment/4794e206-50a7-45d1-815c-7393046fef33/Consultation-Document-revisions-to-the-UK-Corporat.aspx>; FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *What Constitutes an Explanation under "Comply or Explain?" Report of discussions between companies and investors*, 2012, disponibile su <http://www.frc.org.uk/getattachment/590dd61a-d3b1-4a2e-a214-90f17453fa24/Whatconstitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.aspx>.

*background* storico; in secondo luogo, dovrebbe fornire un argomento convincente per la soluzione adottata dalla società e, inoltre, analizzare eventuali azioni di mitigazione che sono state poste in essere al fine di risolvere eventuali rischi aggiuntivi e di garantire un certo livello di *compliance* alle disposizioni del *Code*; in terzo luogo, la società dovrebbe spiegare se ciascuna deviazione dai principi è stata limitata nel tempo e, in caso positivo, quando intende iniziare nuovamente a rispettare le disposizioni del *Code*.

Sembra ragionevole ritenere che i descritti tre criteri possano essere facilmente ed efficacemente adottati al fine di assicurare che le società si impegnino a spiegare analiticamente le motivazioni della non-*compliance*, in modo che i lettori delle relative dichiarazioni siano in grado di comprendere le ragioni della scelta di non conformità.

## V. Prospettiva comparata: gli Stati Uniti d'America

### 1. *U.S. Background: mercato, public company e investitori istituzionali*

Per decenni il diritto societario americano è stato plasmato e si è fondato sulla visione delle *public corporation* offerta da Berle e Means nel 1932 nell'ambito del saggio "*The Modern Corporation and Private Property*"<sup>317</sup>, che sembra ancora oggi fornire interessanti spunti e contributi di riflessione pur nel mutato contesto finanziario attuale<sup>318</sup>.

Il giurista e l'economista<sup>319</sup>, a partire dell'osservazione empirica degli assetti proprietari delle società americane<sup>320</sup>, caratterizzate dalla dispersione della proprietà del capitale tra un numero notevole di piccoli azionisti, le

---

<sup>317</sup> Il riferimento è a A. B ERLE, G. C. M EANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, 1932.

<sup>318</sup> Si veda, in particolare, W. W. B RATTON, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 *J. Corp. L.*, 2001, pp. 739 ss., laddove argomenta sulla longevità del saggio "*The Modern Corporation and Private Property*" di Berle e Means, osservando come "*The Modern Corporation and Private Property's endurance is a singular event in the last century of academic corporate law. This Essay seeks to explain this longevity*".

<sup>319</sup> *Ivi* 751 ss. che ricostruisce la nascita della collaborazione tra il giurista Berle e l'economista Means e la inquadra come una fattispecie precursore della corrente "*law and economics*".

<sup>320</sup> In particolare, in apertura del terzo libro, Means offre una panoramica statistica su un campione formato dalle duecento più grandi società, la maggior parte delle quali con un patrimonio lordo ben oltre un centinaio di milioni di dollari. Queste duecento società detengono circa il 45-53% della ricchezza societaria *non-banking* della nazione. Essi controllano il 35-45% della ricchezza delle attività *non-banking* e il 15-25% della ricchezza nazionale nel suo complesso. Inoltre, esse sono in crescita sia in attività che in reddito lordo ad un tasso tra due e tre volte più veloce di altre società non finanziarie. Si veda, in particolare, A. BERLE, G. C. MEANS, *op. cit.* 1932.

cosiddette *widely held corporation*, propongono un modello analitico della moderna società per azioni quotata, caratterizzato dalla separazione tra “ownership and control”<sup>321</sup>.

Nel contesto delle *big corporation* ad azionariato diffuso e in ragione di tale struttura societaria, gli *shareholder* finiscono per perdere un elemento antico quanto essenziale della loro proprietà, il controllo <sup>322</sup>, la cui arma più potente è rappresentata dall’esercizio del diritto di voto<sup>323</sup>.

Nella una condizione di “apatia razionale” in cui si trovano, in linea generale, gli azionisti in quanto non interessati, per mancanza di incentivi razionali e data la dispersione del capitale, ad assumere un ruolo attivo nella vita e nel governo della società, le decisioni sociali sono assunte in modo indipendente dalla proprietà <sup>324</sup>. In particolare, si assiste a un processo di trasferimento di potere da azionisti a *CEO/management*, i quali, in mancanza di un effettivo scrutinio sul relativo operato da parte dei primi, ha la

---

<sup>321</sup> *Ivi*.

<sup>322</sup> *Ivi*. Sembra interessante segnalare, altresì, la suggestiva descrizione dell’azionista nella visione di Berle e Means offerta da D. J. AMES, *The Modern Corporation and Private Property*, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means, 8 *Indiana Law Journal*, 1933, p. 515: “The shareholder somewhere in the evolution of the corporate system has lost an ancient incident of his property. He has lost «control». His property has become «passive»; that is, he holds merely a piece of paper representing an equity on which he hopes to get a return. In a word his Ptolemaic corporate universe has become Copernican. He is no longer the gravitational center. «Control» is”.

<sup>323</sup> Al riguardo, D. J. AMES, *op. cit.*, pp. 515 ss. osserva come, nell’ambito dell’analisi empirica sul campione di 200 società effettuata da Means e sviluppata nei suoi aspetti legali da Berle, “The holder of shares in one of the Two Hundred, if his shares carry a voting power, if a particular question is one on which he is authorized to exercise that power, if he is intelligent enough to make a decision on that question and if he is interested enough to attend the meeting, may vote as it is theoretically contemplated that he should. The “control” will remain unruffled”.

<sup>324</sup> A. BERLE, G. C. MEANS, *op. cit.* 1932 “the normal apathy of the small stockholder is such that he will either fail to return his proxy vote, or will sign on the dotted line, returning his proxy to the management of the corporation”.

possibilità di gestire le risorse della società anche a proprio esclusivo vantaggio: il controllo risulta, così, concentrato nelle mani dei *manager*<sup>325</sup>.

Tra gli interessi degli azionisti e quelli del *management*, che gestisce la società nell'interesse dei primi secondo una tipica relazione di *agency*, sussiste tuttavia generalmente un disallinamento, che dà luogo ai cosiddetti *agency problem*<sup>326</sup> accanto all'interesse degli *shareholder*, potrebbe sussistere un

---

<sup>325</sup> Ivi, xix, laddove osservano che il voto degli azionisti “*is of diminishing importance as the number of shareholders in each corporation increases – diminishing in fact to negligible importance as the corporations become giants. As the number of stockholders increases, the capacity of each to express opinions is extremely limited*”. Si faccia riferimento, al riguardo, anche a M. J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, p. 12, laddove osserva come “*The problem is not solely the separation of shareholders from managers or, as Berle and Means put it, the «massive dissociation of wealth from active management* ». *The problem is atomization. Most public companies are held by thousands of shareholders, each with only a small stake*”.

<sup>326</sup> In particolare, U. RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 *Minn. L. Rev.*, 2010-2011, pp. 1827 ss., segnala come la principale preoccupazione della teoria di Berle e Means è rappresentata dai costi di agenzia verticali: “*In the Berle-Means world, vertical agency costs are the chief corporate concern. Managers can rent-seek unfettered by any meaningful shareholder control. Corporate reforms such as proxy access and say-on-pay attempt to mitigate these vertical agency costs by providing shareholders a voice to check management’s excesses. Disclosure rules seek to reinforce the power of shareholders, on the theory that some subset of motivated owners, proto-owners, or short-sellers will vigilantly monitor all available information about the corporation and buy or sell accordingly. The corporate governance provisions of the bailout legislation, then, faithfully follows the Berle– Means shareholder-versus-manager script, according to the common presupposition that «if management [i]s the problem, shareholders must be the solution»*”.

interesse personale del *management*, differente e talvolta contrastante <sup>327</sup>. Basti pensare che il principale interesse dei *manager* è tipicamente di breve periodo, ad essere remunerati per il proprio operato, e potrebbe non essere compatibile con quello della società e degli *shareholder* di gestire la società nella prospettiva di lungo termine.

Nella visione di Berle e Means, il meccanismo di gestione e governo sociale centralizzata di fatto nelle mani del *management* finisce per minare la concezione degli interessi degli azionisti in termini di diritti di proprietà: l'azionista conserva l'interesse economico ma non i diritti di controllo associati alla propria partecipazione. In tale prospettiva, gli Autori intravedono una evoluzione del ruolo dell'azionista da quello di un "traditional owner" a quello di "supplier of capital, a risk-taker pure and simple" <sup>328</sup>.

E' interessante segnalare, al riguardo, come più di recente l'innovazione finanziaria sembra aver accelerato il processo evolutivo già messo in luce

---

<sup>327</sup> In particolare, la questione centrale con riguardo alla divergenza degli interessi è descritta in A. BERLE, G. C. MEANS, *op. cit.* 1932, pp. 113 ss., come segue: "have we any justification for assumption that those in control of a modern corporation will also choose to operate it in the interests of the owners? The answer to this question will depend on the degree to which the self-interest of those in control may run parallel to the interests of ownership and, insofar as they differ, on the checks on the use of power which may be established by political, economic, or social conditions... If we are to assume that the desire for personal profit is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership; that the owners most emphatically will not be served by a profit-seeking controlling group". Sembra interessante segnalare, in proposito, anche la descrizione della teoria di Berle e Means offerta in U. RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 1826 ss., laddove l'Autore osserva che "In The Modern Corporation and Private Property, Adolf Berle and Gardiner Means pit the interests of the dispersed shareholder-owners of a public corporation against interests of the managers of the corporations they own. The tale is one of disenfranchisement and loss of control: because of their dispersal, shareholders are powerless to discipline management".

<sup>328</sup> A. BERLE, G. C. MEANS, *op. cit.* 1932, p. 297, laddove si domandano "must we not, therefore, recognize that we are not longer dealing with property in the old sense?". Si sottolinea, al riguardo, come un modello alternativo alla teoria di Berle e Means è stato elaborato in F. F. AMA, M. C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J.L. & Econ.*, 1983, 301 ss., i quali interpretano le società come un contratto più che come proprietà.

nella teoria di Berle e Means: i nuovi strumenti finanziari “confezionati” dalla recente ingegneria finanziaria consentono, infatti, di scindere il “pacchetto di diritti” – storicamente rappresentato da un’attività finanziaria, come, ad esempio, una quota di azioni – in più componenti in cui rischio, interesse economico e diritto di controllo non devono essere necessariamente proporzionali<sup>329</sup>.

Nel contesto della recente crisi finanziaria ed economica globale, è stato peraltro messo in luce <sup>330</sup> come i derivati e i moderni prodotti finanziari che permettono la predetta scissione abbiano contribuito ad aumentare i conflitti di interesse tra *shareholder* di classi diverse, creando altresì incentivi economici che potrebbero favorire comportamenti opportunistici dei relativi titolari, potenzialmente in contrasto con gli interessi sociali.

Sembra evidente che la gestione della società “a beneficio dei suoi proprietari, gli azionisti” di cui alla concezione di Berle e Means <sup>331</sup> diventa, quindi, ancora più complessa se anche i medesimi proprietari hanno interessi diversi tra loro.

---

<sup>329</sup> Si pensi, in particolare, ai derivati e agli strumenti finanziari in relazione ai quali si registra tale scissione, di recente entrati a far parte del panorama mobiliare. Si veda, in particolare, T. FRANKEL, *The New Financial Assets: Separating Ownership from Control*, 33 *Seattle L. Rev.*, 2010, laddove l’Autore esprime anche un duplice ordine di perplessità con riguardo alle conseguenze di scindere gli interessi collegati alla proprietà. Si preoccupa, in primo luogo, per la complessità degli strumenti finanziari e il modo in cui le caratteristiche e i relativi rischi sono portati a conoscenza degli investitori; in secondo luogo, per la mancanza di trasparenza associata all’ingegneria finanziaria. In particolare, teme che il “disaccoppiamento” possa creare incentivi per alcuni partecipanti al mercato di esercitare i diritti di controllo in modo che possa risultare in contrasto con gli interessi degli altri azionisti e della società, anche tenuto conto della circostanza per cui tali azioni possono essere poste in essere in segreto.

<sup>330</sup> *Ex multis*, si vedano, H.T.C. H U, B. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, pp. 811 ss.; T. F RANKEL, *op. cit.*; J. E. F ISCH, *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, pp. 877 ss..

<sup>331</sup> A. BERLE, G. C. MEANS, *op. cit.* 1932, p. 293.

Rispetto al modello ipotizzato da Berle e Means, merita, altresì, di essere evidenziata un'ulteriore significativa "variante", rilevata nella realtà societaria delle ultime decadi e concernente le caratteristiche qualitative degli azionisti.

A partire dagli anni '90 del secolo scorso, numerosi studi empirici ed indagini evidenziano un cambiamento nella compagine delle società per azioni quotate in mercati regolamentati negli Stati Uniti, registrando un aumento notevole<sup>332</sup> rispetto agli anni precedenti della percentuale di partecipazioni detenute da investitori istituzionali.

Dal 1920 al 1950, gli investitori istituzionali detenevano meno del 10% del capitale delle società degli Stati Uniti <sup>333</sup>; nel 1980, il livello sale al 33% e nel 1988 raggiunge il 45%<sup>334</sup>.

---

<sup>332</sup> In particolare, nel 1991 J. C. OFFEE, *op. cit.*, pp. 1291 ss., citando gli studi empirici condotti da Brancato, per i quali si veda la successiva nota 334 che segue, osserva come la percentuale di partecipazioni nelle società quotate americane detenute dagli investitori istituzionali sia salita alle stelle, "skyrocketed, particularly during the last decade".

<sup>333</sup> I dati empirici sulle partecipazioni sociali detenute dagli investitori istituzionali relativi a questi anni sono limitati, tuttavia forniscono alcune indicazioni: A. HAWLEY, A. WILLIAMS, *The rise of fiduciary capitalism*, Univ. Penn. Press, 2000; I. A. NABTAWI, L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 *Stan. L. Rev.*, 2008, 1275 segnala che nel 1950 gli investitori istituzionali detengono l'8% del capitale sociale.

<sup>334</sup> Si veda la raccolta e le analisi di dati realizzati per il "Columbia University's Institutional Investor Project" in C. K. BRANCATO, P. A. GAUGHAN, *The Growth of Institutional Investors in U.S. Capital Markets*, 1988, parzialmente aggiornato nel 1990 tramite C. K. BRANCATO, *The Pivotal Role of Institutional Investors in Capital Markets*, in *Institutional Investing: The Challenges and Responsibilities of the 21st Century* 3, pp. 17-19, 1991 (di seguito, "The Pivotal Role of Institutional Investors"). Come rilevato da Black in B. S. BACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Mich. L. Rev.*, 1990 (di seguito, "Shareholder Passivity Reexamined"), p. 567, la definizione di investitori istituzionali usata nell'ambito degli studi di Brancato è incompleta in quanto esclude le banche di investimento, i gruppi bancari e alcuni *trustees*. Pertanto, la proprietà istituzionale è probabilmente leggermente superiore rispetto a quanto questi dati rivelano.

All'inizio degli anni '90, tra le prime cento società americane in termini di valore di mercato, il livello di proprietà istituzionale è al 53% ; tra<sup>335</sup> alcune delle più grandi e più note società, la percentuale di possesso istituzionale "quasi inghiotte" <sup>336</sup> il mercato, ad esempio: General Motors Corp. (82%), Mobil Corp. (74% o), Citicorp (70%), Amoco ( 86%), e Eli Lilly & Co. (71%)<sup>337</sup>.

Tra il 1987 e il 2009, la percentuale di partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali nelle prime 1000 società statunitensi cresce dal 46,6% al 73% . <sup>338</sup>

Nel 2009, le 25 più grandi società, in termini di valore di mercato, registrano una partecipazione media da parte di investitori istituzionali di oltre il 60%<sup>339</sup>.

I dati appena forniti mostrano chiaramente come negli ultimi 75 anni gli assetti proprietari delle società americane hanno subito un significativo spostamento degli equilibri a favore di una sempre maggiore presenza di

---

<sup>335</sup> C. K. BRANCATO, *The Momentum of the Big Investor, Directors & Boards*, 1990, 38 (di seguito, "The momentum"); C. K. B RANCATO, *The Pivotal Role of Institutional Investors*, op. cit. p. 21. Sembra interessante segnalare peraltro che il 29,6% delle società ricomprese nella "Top 100" ha livelli di proprietà istituzionali superiore al 60%.

<sup>336</sup> A tal proposito, J. C OFFEE, op. cit., p. 1291, osserva come "the percentage of institutional ownership nearly swallows".

<sup>337</sup> Al riguardo, C. K. B RANCATO, *The Momentum*, op. cit., p. 39 laddove è fornita una tavola delle percentuali delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali nelle prime 50 società americane.

<sup>338</sup> M. TONELLO, S. R. RABIMOV, op. cit., 27, Table 13, Chart 14.

<sup>339</sup> *Ivi*, 29, Table 16.

investitori istituzionali, nelle cui mani risulta concentrata soprattutto negli ultimi 20 anni la proprietà delle società ad azionariato diffuso<sup>340</sup>.

Sembra interessante segnalare, in proposito, come negli anni '80, Clark, nel delineare l'evoluzione storica dell'impresa capitalistica negli U.S.A. degli ultimi 200 anni, individuava negli investitori istituzionali l'elemento caratterizzante di una delle "four stage"<sup>341</sup> delineate.

In particolare, la terza fase<sup>342</sup>, distintiva della fine del XX secolo, è stata descritta come "l'età del gestore di portafoglio", la cui entità caratteristica è l'investitore istituzionale<sup>343</sup>.

Nell'epoca della finanza intermediata, si assiste ad un fenomeno di separazione della proprietà in decisione di investimento, in termini di

---

<sup>340</sup> Si veda, *ex multis*, E. B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, forthcoming e in U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 14-37, July 21, 2015, disponibile al seguente indirizzo [web http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2512303](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512303) (di seguito, "*Institutional investors in corporate governance*"), pp. 5 ss.. L'Autore osserva come "*Two factors seem to have driven the trends over time: regulation; and market forces*", per la cui trattazione approfondita si rimanda al contributo medesimo.

<sup>341</sup> Si veda, in proposito, R. CLARK, *Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Treatises*, 94 *Harv. L. Rev.*, 1980-1981, pp. 562 ss. L'Autore osserva come "*The history of capitalist enterprise in the United States over the last two hundred years can be meaningfully organized into four distinct stages. [...] The four stages are like generations. They overlap with one another – indeed, none are dead, and all may continue indefinitely – but each in turn has had its own time of rapid growth*".

<sup>342</sup> Per una descrizione sintetica delle prime due fasi nella ricostruzione di Robert Clark, si faccia riferimento a E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, pp. 3 ss., laddove osserva come "*the first stage, characteristic of the nineteenth century, was the age of the promoter-investor-manager, exemplified by Rockefeller or Carnegie. The second stage, characteristic of the first part of the twentieth century, was the age of the professional business manager who took on the management of the corporation, while leaving the financial claims to the owners of shares. This stage was exemplified by managerial giants such as Alfred Sloan who led the way in creating the modern, publicly held business corporation*".

Le caratteristiche proprie delle "four stages" sono descritte analiticamente nell'ambito di R. CLARK, *op. cit.*, pp. 562 ss..

<sup>343</sup> R. CLARK, *op. cit.*, p. 564.

conferimento di capitale, e gestione dell'investimento (dove e come investire), laddove risulta "professionalizzata" quest'ultima funzione <sup>344</sup>: la separazione della decisione relativamente a come investire, affidata ai "money manager", dalla decisione di fornire il capitale per l'investimento è stata descritta come "uno dei più sorprendenti sviluppi del nostro secolo" <sup>345</sup>.

Più di recente, è stato rilevato come l'investitore istituzionale moderno funziona esso stesso come la società del mondo Berle e Means, riproducendo la separazione "ownership and control" nel rapporto interno tra i beneficiari che hanno apportato capitale di investimento e gli agenti che controllano le decisioni di investimento e di voto per conto dei primi: analogamente a quanto accade internamente alla società, coloro che esercitano il controllo hanno interessi e incentivi diversi da coloro che rappresentano <sup>346</sup>.

In questa prospettiva, la partecipazione nella società tramite investitori istituzionali finisce addirittura per esacerbare la tradizionale separazione "ownership and control", aggiungendo un secondo livello di costi di agenzia nel processo decisionale della società in cui partecipano: quando gli investitori istituzionali agiscono come azionisti si presenta la possibilità che essi trascurino gli incentivi degli *shareholder* tradizionali e razionali e agiscano in modi che sono in contrasto con la massimizzazione del valore per gli azionisti <sup>347</sup>.

---

<sup>344</sup> Laddove la seconda fase, relativa alle prime decadi del 1900, risulta caratterizzata dalla separazione della società in "ownership and control", come annunciato nel citato saggio del 1932 di Berle e Means, con una professionalizzazione del controllo, centralizzato nelle mani dei *manager*. Si faccia riferimento, in proposito, *ivi*, pp. 563 ss..

<sup>345</sup> Così, *ivi*, p. 564, "The increasing separation of the decision about how to invest from the decision to supply capital for investment is one of the most striking institutional developments in our century".

<sup>346</sup> Si veda, al riguardo, J. E. FISCH, *op. cit.*, pp. 878 ss..

<sup>347</sup> *Ibidem*.

Da altra parte, è stato osservato come la partecipazione tramite investitori istituzionali determina, accanto alla tradizionale separazione “*ownership and control*”, anche una separazione “*ownership from ownership*”<sup>348</sup>: i titolari di capitali a lungo termine non detengono più le azioni delle società direttamente ma tramite gli investitori istituzionali<sup>349</sup>.

In questo senso, la partecipazione tramite investitori istituzionali, pur nella diversità di forme e dimensioni, si atteggia come una “proprietà mediata”: il titolare del voto non è il proprietario della società ma un intermediario che consente all'investitore di possedere un interesse in un portafoglio di strumenti finanziari<sup>350</sup>.

La predetta proprietà mediata dà luogo a conflitti di interesse orizzontali tra azionisti, soprattutto con riferimento all'orizzonte temporale e alle politiche di investimento<sup>351</sup>, che si differenziano e in alcuni casi si sostituiscono ai conflitti di interesse verticali tra azionisti e *manager* del mondo Berle e Means, descritti in precedenza.

Come sarà approfondito nell'ambito dei paragrafi che seguono, la significativa presenza di investitori istituzionali ha stimolato negli ultimi

---

<sup>348</sup> Questa espressione deriva dal *Vice Chancellor of the Delaware Court of Chancery*, Leo Strine, laddove in L. E. STRINE JR., *Why Excessive Risk-Taking Is Not Unexpected*, N.Y. Times Dealbook osserva come “*there is now a separation of “ownership from ownership” that creates conflicts of its own that are analogous to those of the paradigmatic, but increasingly outdated, Berle-Means model for separation of ownership from control. No longer do we have merely a separation of ownership and control; we now also have a separation of ownership from ownership*”.

<sup>349</sup> Si veda, in proposito, U. RODRIGUES, *op. cit.*, p. 1828, laddove afferma che “*no longer do we have merely a separation of ownership and control; we now also have a separation of ownership from ownership. Individual long-term capital holders no longer hold shares of corporations directly; the direct holders of shares predominantly are institutional investors*”.

<sup>350</sup> Si faccia riferimento a L. E. STRINE JR., *op. cit.* e U. RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 1828 ss..

<sup>351</sup> Si veda, al riguardo, U. RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 1829 ss., laddove esamina in che modo si atteggia la separazione “*ownership and ownership*” con riferimento alle diverse tipologie di investitori istituzionali.

decenni una serie di riflessioni, nei dibattiti dottrinali e nel contesto delle politiche regolamentari statunitensi, sul ruolo che questi potrebbero ricoprire nell'ambito della *corporate governance* delle società partecipate, laddove assumano un ruolo maggiormente attivo.

## **2. *Institutional investor activism***

Negli Stati Uniti, l'attivismo degli investitori istituzionali non è un fenomeno nuovo: fin dagli inizi del 1900 le *financial institution* americane, *i.e.* le compagnie di assicurazione, i fondi comuni e le banche, sono state azionisti attivi nella *corporate governance* delle società partecipate e spesso i relativi rappresentanti, come nel caso di J.P. Morgan, hanno giocato un ruolo importante nella direzione strategica della società<sup>352</sup>.

Nei successivi tre o quattro decenni, i provvedimenti legislativi adottati con l'obiettivo di limitare il potere degli intermediari finanziari e le riforme normative che hanno seguito il crollo della Borsa nel 1929 hanno, di fatto, posto ostacoli o creato disincentivi, in primo luogo in termini di convenienza economica, alla partecipazione attiva da parte degli investitori istituzionali nella *corporate governance*, generando così un progressivo allargamento del divario tra proprietà e controllo nelle grandi società degli Stati Uniti<sup>353</sup>.

---

<sup>352</sup> Si veda, in proposito, S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*, p. 3.

<sup>353</sup> *Ibidem*, citando M. J. CŒ, *op. cit.*. Gli Autori osservano, altresì, che tale processo di separazione "*ownership and control*" "*continued until the emergence of corporate raiders and LBOs in the 1980s*".

A questi interventi se ne sono accompagnati altri volti a incentivare, invece, lo *shareholder activism* in genere, generando nella prassi molteplici proposte da parte di azionisti singoli, dapprima, e gruppi di azionisti, successivamente, finalizzate ad aumentare la *performance* e il valore delle azioni, oltre a sensibilizzare su temi di responsabilità sociale<sup>354</sup>.

Nel corso degli anni '80 del secolo scorso, accanto alla nascita di *raider* che, avvalendosi del mercato per il controllo, cercano di influenzare la gestione sociale, si assiste ad un notevole aumento della partecipazione dei fondi pensione pubblici attraverso la presentazione di proposte, la realizzazione di pressioni sul *management* per riforme sociali "*behind-the-scenes*", ossia attraverso strumenti e sedi diversi da quelli "ufficiali", nonché attraverso l'uso della stampa contro amministratori e consiglio di amministrazione di società mal governate o mal performanti<sup>355</sup>.

A partire dalla fine degli anni '80, con il declino del mercato delle acquisizioni<sup>356</sup> e in coincidenza con l'aumentare della presenza degli investitori istituzionali nel capitale sociale delle società per azioni quotate negli U.S.A., l'attivismo da parte di questi ultimi ha assunto una rilevanza sempre crescente nell'ambito dei dibattiti dottrinali e negli obiettivi di politica regolamentare.

---

<sup>354</sup> S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*, pp. 6 ss.. Gli Autori osservano che "*until the mid-1980s, the major proponents of shareholder proposals were individuals that came to be called "gadfly" investors. For example, in 1982, almost 30% of the 972 resolutions submitted to 358 companies came from three individuals: Lewis and John Gilbert, and Evelyn Davis*".

<sup>355</sup> *Ivi*, pp. 3 ss..

<sup>356</sup> Negli anni '80 si osserva come le offerte pubbliche di acquisto ostili potessero costituire una leva di gestione responsabile, supplendo alla situazione di passivismo degli azionisti. Si veda, al riguardo, E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance, op. cit.*, p. 12.

In dottrina, si è cominciato a caldeggiare, infatti, una partecipazione sempre più attiva da parte degli investitori istituzionali nella *corporate governance* delle società quotate, al fine di risolvere i problemi legati alla separazione “*ownership and control*”, primi tra tutti i costi legati agli *agency problem*, e di migliorare il processo decisionale societario: si è ritenuto, infatti, che l’attivismo degli investitori istituzionali sarebbe stato in grado di contrastare i problemi legati alla dispersione degli azionisti e di fornire una concentrazione di potere di governo concorrente con il potere di gestione di fatto nelle mani del *management*, avendo questi ultimi interessi talvolta anche divergenti<sup>357</sup>.

Nella prospettiva delineata, gli investitori istituzionali sono individuati, in maniera ottimistica, come il potenziale “*responsible owner*” che il diritto societario sembra assumere alla base delle teorie di *corporate governance*, ossia l’azionista che, in virtù della propria partecipazione azionaria, ha le competenze e gli incentivi per monitorare i *manager* e controllare eventuali deviazioni nella gestione dalla massimizzazione del valore dell’impresa e degli azionisti, per evitare lo “*short-termism*” e per porre in essere qualsiasi altra attività richiesta a un proprietario responsabile<sup>358</sup>.

---

<sup>357</sup> B. S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA L. Rev.*, 1991-1992 (di seguito, “*Agents Watching Agents*”), pp. 830 ss.; R. J. ILSON, R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 *Stan. L. Rev.*, 1991, 863; L. J. JOHNSON, D. M. MILLON, *Corporate Takeovers and Corporate Law: Who’s in Control?*, 61 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1993, 1177; S. HANNES, *Corporate Stagnation: Discussion and Reform Proposal*, 30 *Iowa J. Corp. L.* 51, 74 n.103, 2004.  
Più di recente, S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*, pp. 11 ss.; E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, p. 12.

<sup>358</sup> Si veda, *ex multis*, il recente contributo di E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, pp. 2 ss.. L’Autore osserva come “*some have viewed institutional investors as having the potential to act as the responsible owners that corporate law seems to presume [...]. As with other utopian dreams, reality has proved to be less exciting and less transformative*”.

Non sono mancati, peraltro, coloro che, al contrario, nel criticare le tesi che intravedono nell'attivismo un promettente strumento di riduzione dei costi di agenzia, hanno sostenuto che la cautela degli investitori istituzionali nell'assumere un ruolo più attivo nella vita sociale sia un comportamento razionale dal punto di vista dell'analisi economia del diritto<sup>359</sup>. Di fronte a un persistente passivismo osservato nella realtà della *corporate governance*, laddove gli investitori istituzionali sembrano continuare a prediligere la strada della "Wall Street rule" all'attivismo, a lungo la dottrina ha riflettuto al fine di ricostruirne le ragioni e, a tal proposito, sono stati individuati due ordini di spiegazioni: eccesso di regolamentazione, da un lato, e mancanza di incentivi adeguati, dall'altro<sup>360</sup>.

Quanto al primo aspetto, alla fine degli anni '80, Mark Roe<sup>361</sup> e Bernard Black<sup>362</sup> separatamente ravvisano una vertiginosa serie di ostacoli normativi all'attivismo con riferimento a diversi livelli e ambiti regolamentari: *state*

---

<sup>359</sup> F. H. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 104 ss.

<sup>360</sup> E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, pp. 12 ss..

<sup>361</sup> M. J. ROE, *op. cit.*. Sembra interessante sottolineare come l'Autore osservi preliminarmente che "In the classic story, the large public firm survived because it best balanced the problems of managerial control, risk sharing, and capital needs. In a Darwinian evolution, the large public firm mitigated the managerial agency problems with a board of directors of outsiders, with a managerial headquarters of strategic planners overseeing the operating divisions, and with managerial incentive compensation. [...] In the conventional story, the large public firm evolved as the efficient response to the economics of organization. I argue here that the public corporation is as much a political adaptation as an economic or technological necessity. The size and technology story fails to completely explain the corporate patterns we observe". Con particolare riferimento agli investitori istituzionali, argomenta poi come il sistema legale abbia limitato il controllo da parte di questi ultimi prevedendo 3 tipi di limitazioni, sulla base di un disegno politico: (i) proibizione, per le banche; (ii) frammentazione delle istituzioni finanziarie, che possono essere parte di un gruppo ma non possono esercitare congiuntamente il controllo; (iii) frammentazione dei portafogli degli investitori istituzionali.

<sup>362</sup> B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, *op. cit.*, pp. 520 ss.; I D, *Agents Watching Agents*, *op. cit.*, pp. 811 ss..

*corporate law, federal securities law, federal regulation of investment companies (mutual funds), state insurance company regulation, e pension regulation.*

Queste analisi implicitamente individuano nell'eccesso di regolamentazione la spiegazione del motivo per cui gli investitori istituzionali, nonostante le loro dimensioni e competenze, non sono attivi nella *corporate governance*, suggerendo l'eliminazione o lo snellimento di detti ostacoli con l'obiettivo di incentivare un ruolo preminente da parte degli investitori istituzionali.

Con riferimento al secondo aspetto, nel medesimo periodo, altri studiosi <sup>363</sup> individuano la fonte di passività dell'investitore istituzionale nella mancanza o nel disallineamento degli incentivi: la peculiare struttura del settore e il relativo funzionamento sembra inibire i medesimi investitori istituzionali a approfondire un significativo impegno nella *corporate governance* delle società partecipate<sup>364</sup>.

In primo luogo, il mercato dei gestori di fondi è altamente competitivo e premia, in termini di scelte di investimento da parte dei clienti, coloro che offrono rendimenti più elevati: rendimenti più elevati possono prodursi principalmente con la riduzione dei costi, nell'ambito dei quali sono riconducibili anche i costi per l'attivismo.

In secondo luogo, i costi di attivismo sono a carico dell'attivista mentre i benefici sono goduti da tutti gli azionisti: ciò potrebbe comportare il verificarsi della situazione di "apatia razionale", in cui i costi privati sono superiori ai benefici privati, e del problema del "free rider", laddove gli

---

<sup>363</sup> E. B. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Investor Activism*, 79 *Geo. L. J.*, 1991, pp. 445 ss.; J. C. OFFEE, *op. cit.*; J. F. ISCH, *Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?*, 55 *Ohio St. L. J.*, 1994, pp. 1009 ss..

<sup>364</sup> La ricostruzione dei limiti all'*engagement* degli investitori istituzionali, descritti nel prosieguo della trattazione, è offerta in E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, pp. 13 ss..

azionisti si rifiutano di sostenere costi, sperando di beneficiare dell'attivismo di altri.

Possono sussistere, peraltro, incentivi "perversi" nei confronti dell'attivismo, con riguardo, *inter alia*, alla *performance* relativa di un fondo rispetto ai propri *competitor*, laddove questa migliora quando le società che hanno un peso minore nel proprio portafoglio rendono male: a titolo esemplificativo, si pensi alla circostanza per cui il Fondo A detiene il 4% della Società X e il 2% della Società Y ed è in concorrenza con il Fondo B, con il 4% della Società X e il 4% della Società Y; più la Società Y registra rendimenti negativi, più il Fondo A avrà una *performance* relativa migliore *vis-à-vis* il Fondo B. In effetti, nella misura in cui la *performance* relativa è determinante, il Fondo A avrebbe un incentivo finanziario ad assumere comportamenti opportunistici, come votare contro una fusione che potrebbe beneficiare la Società Y o eleggere amministratori incompetenti.

Così, in linea con la tradizionale "Wall Street *rule*", richiamata in precedenza, i gestori di portafoglio, laddove ritengano che il coinvolgimento quotidiano nella *corporate governance* richieda un impiego eccessivo di risorse ed energie, prediligono rivolgere i propri sforzi alla selezione di investimenti migliori, al fine di accrescere rendimenti e *performance*, nella sopra richiamata ottica di competitività sul mercato.

Da ultimo, gli *asset manager* si trovano spesso di fronte a una serie di conflitti di interesse, soprattutto allorquando siano parte di un gruppo più grande comprendente, ad esempio, una banca, commerciale o d'investimento, che ha generalmente interesse a non opporsi alla gestione e alle scelte operate dal *management*, rappresentando la società partecipata un cliente attuale o potenziale.

Anche il legislatore americano ha posto particolare attenzione al fenomeno e, infatti, fin dagli anni '90, molte disposizioni sono state rettificate o innovate nella prospettiva di incoraggiare l'attivismo degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali, in linea con i suggerimenti offerti da Black e Roe.

Basti pensare alla riforma delle *proxy rules* del 1992 che permette agli investitori istituzionali di confrontarsi con altre istituzioni circa le *performance* della gestione senza timore di incorrere in responsabilità per sollecitazione impropria di *proxies*<sup>365</sup>; ancora, alla regolamentazione *Fair Disclosure*, in vigore a decorrere dal 2000, che inibisce i *manager* aziendali dal "punire" gli investitori attivi, operando una divulgazione selettiva di importanti informazioni solo per i gestori amichevoli di portafogli<sup>366</sup>.

Parimenti, la scelta legislativa di garantire che il consiglio di amministrazione sia costituito anche da amministratori indipendenti può essere interpretata come una soluzione alla mancanza di impegno degli azionisti: poiché questi non si rendono parte attiva nel monitorare i *manager*, emerge la necessità di individuare un nuovo *player* nell'ambito del *board* che giochi quel ruolo a beneficio degli azionisti passivi<sup>367</sup>.

In tale contesto, anche la *Securities and Exchange Commission*, nel corso degli ultimi decenni a decorrere dalla fine degli anni '80<sup>368</sup>, ha mostrato sensibilità

---

<sup>365</sup> *United States, Securities and Exchange Commission, Regulation of Communication among Shareholders*, 1992, *Securities Exchange Act of 1934 Release No. 31,326*, 57 Fed. Reg. 48,276, Oct. 16.

<sup>366</sup> *Securities and Exchange Commission, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, 17 CFR Parts 240, 243, and 249, *Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC- 24599*, File No. S7-31-99, RIN 3235-AH82, disponibile su <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

<sup>367</sup> Così, E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, pp. 11 ss..

<sup>368</sup> Per una ricostruzione dettagliata degli interventi regolamentari che si sono succeduti a decorrere dal 1988 in materia di fondi comuni, si faccia riferimento *ivi*, 17 ss..

al tema, introducendo una serie di obblighi via via più incisivi in capo ai fondi comuni, con particolare riferimento all'esercizio del diritto di voto tramite delega: da ultimo, nel 2003, ha richiesto ai gestori di fondi comuni di investimento e ai relativi consulenti di investimento, laddove abbiano il potere di votare per conto dei propri clienti, di divulgare le politiche di voto per delega e le procedure poste in essere per determinarsi in merito all'esercizio del diritto di voto, relativamente alle azioni in portafoglio di cui sono titolari<sup>369</sup>.

La SEC ha, in particolare, giustificato l'opportunità di sollecitare nuovi obblighi in materia di fondi comuni di investimento per due motivi: in considerazione, da un lato, del riconoscimento del "diritto fondamentale" degli investitori ad essere informati sui meccanismi di votazione dei fondi comuni e, dall'altro, del riconoscimento del ruolo fondamentale della trasparenza nel consentire agli investitori di controllare i conflitti di interesse e stimolare una più responsabile gestione incoraggiando, altresì, una maggiore partecipazione nell'ambito della *corporate governance* delle società partecipate e scoraggiando l'esercizio del diritto di voto che non sia rivolto alla realizzazione del migliore interesse per gli azionisti.

E' stato rilevato, al riguardo, come tendenzialmente le linee guida assumono posizioni su questioni generali di *governance* con riferimento, ad esempio, a

---

<sup>369</sup> *Proxy Voting by Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. IA— 2106, 68 FR 6585 (February 7, 2003)*, disponibile al seguente indirizzo <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>; *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922, 2003 SEC Lexis 3143 (2003)*, disponibile al seguente indirizzo [web https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm](https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm). In particolare, si veda E. B. R. OCK, *Institutional investors in corporate governance*, op. cit., pp. 18 ss., il quale osserva come “*in promulgating these new rules, the SEC focused on (1) mutual funds' large holdings; (2) advisors' and investment management companies' fiduciary obligations to their investors to vote proxies responsibly and in the interests of the investors; (3) mutual funds' historic passivity; and (4) the potential for conflicts of interest between mutual funds duties to their investors and their commercial interests*”.

amministratori indipendenti, norme anti-*takeover*, retribuzioni, mentre con il provvedimento in parola la SEC incide sulla sostanza dell'*engagement* dei fondi comuni di investimento: viene confutata, così, la visione per cui la *corporate governance* è una materia che si sviluppa in maniera endogena, nell'ambito delle società<sup>370</sup>.

La SEC, nell'enfatizzare i doveri fiduciari dei gestori di fondi e la misura in cui i conflitti di interesse possono ostacolare l'adempimento di tali doveri, ha creato una "sfida di conformità", raggiungendo il suo obiettivo immediato di divulgazione costante delle politiche di voto per delega da parte dei gestori dei fondi: attualmente i fondi comuni adottano, infatti, linee guida sull'esercizio del voto tramite delega e divulgano le relative politiche, conformandosi a quanto espresso dalle previsioni della SEC<sup>371</sup>.

E', altresì, ravvisabile, nella realtà dei grandi complessi di fondi comuni, l'esistenza di "*proxy voting groups*", che sembrano costituire un chiaro indice, oltre che del rispetto dei principi SEC, anche della trasformazione del voto per delega in una funzione di *compliance*; l'esistenza di tali gruppi rivela un cospicuo interesse per le questioni non ordinarie, in particolare operazioni

---

<sup>370</sup> In proposito, si faccia riferimento a E. B. CORK, *Institutional investors in corporate governance*, op. cit., pp. 22 ss.. In particolare, sembra interessante segnalare come l'Autore abbia ipotizzato il caso in cui un fondo comune di investimento annunci un'approccio dal seguente tenore: "*We believe that there are no general principles or best practices in corporate governance. Rather, we believe that optimal governance depends on firm specific factors and that market pressures, even in the absence of regulation, drive most firms to adopt optimal governance arrangements. In addition, we believe that most shareholder voting is irrelevant to firm value, a distraction to corporate management, and does not contribute (and can interfere with) maximizing the financial performance of your fund. Therefore, we will routinely vote with management unless we become aware of a specific problem at a particular company. In those cases, we will decide how to vote on a case by case basis, taking into account all factors and discussing issues with management and other shareholders*". Osserva, in proposito come "*I am not aware of any funds that have announced this approach, even though such an approach, many believe, would be optimal for investors in widely diversified funds*".

<sup>371</sup> Ivi, 23 ss..

straordinarie, in quanto generalmente dotate di maggior vigore nel sortire un effetto misurabile sulle *performance* del fondo, in base al quale gli investitori scelgono e giudicano<sup>372</sup>.

Si rende, tuttavia, opportuno indagare se, al di là della *compliance* con quanto previsto dagli interventi della SEC, tale *disclosure* abbia, nella realtà, prodotto gli effetti attesi, ossia se abbia contribuito nell'incentivare gli investitori a scegliere i fondi sulla base delle politiche di voto – attivando l'auspicato meccanismo selettivo, in base al quale gli investitori prediligono i fondi impegnati in maniera attiva nella *corporate governance* – e a migliorare il valore dell'impresa.

E' stato osservato, al riguardo, che non sembra rintracciabile alcuna prova che gli investitori, i quali cercano di massimizzare i propri rendimenti, prestino attenzione alle politiche di voto o ai voti espressi e selezionino conseguentemente i fondi in base alle informazioni divulgate – vi è, tuttavia, la prova che i gruppi interessati alle tematiche lavoristiche o ambientali si avvalgono dei *report* di voto per determinare se i fondi comuni sono *compliant* alle linee guida e per criticare quelli che non lo sono<sup>373</sup>.

Deve rilevarsi, infatti, come, nonostante la crescita della concentrazione degli assetti proprietari societari nelle mani degli investitori istituzionali e i numerosi interventi a favore di un maggiore attivismo degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali, l'aspettativa che questi ultimi assumano un ruolo più attivo nell'ambito delle società in cui partecipano e, quand'anche ciò accada, l'aspettativa che l'attivismo produca valore per

---

<sup>372</sup> *Ibidem.*

<sup>373</sup> *Ibidem.*

l'impresa sono rimaste deluse dalle evidenze empiriche <sup>374</sup>: la realtà sembra, pertanto, suggerire che l'ostacolo principale all'attivismo degli investitori istituzionali sia costituito non tanto da limiti legali e regolamentari quanto, piuttosto, dall'insussistenza di incentivi adeguati<sup>375</sup> a superarli, avuto particolare riguardo alla struttura dispersa delle società, che rende l'attivismo particolarmente costoso, e ai conflitti di interesse che derivano da relazioni di varia natura con il *management*<sup>376</sup>.

Così, fatto salvo il peculiare caso che vede protagonisti gli *hedge fund*, con riferimento ai quali si rimanda alla trattazione di cui al paragrafo che segue, l'idea di fondare il quadro di *corporate governance* sull'assunto per cui gli azionisti dovrebbero essere attivamente coinvolti nella vita sociale e nel

---

<sup>374</sup> *Ex multis*, di recente si è espresso in questa prospettiva ancora *ivi*, 11 ss.. È interessante, in proposito, rilevare come l'Autore, riferendosi anche al disegno alla base del *Green Paper* dell'Unione europea del 2011 per cui "*the corporate governance framework is built on the assumption that shareholders engage with companies and hold the management to account for its performance*", abbia osservato che "*the frustration, going back at least as far as Berle and Means (1932), is that shareholders in public corporations with dispersed ownership do not perform that function*".

<sup>375</sup> *Ivi*, 15, laddove osserva come "*yet institutional investors have not emerged as shareholders' champion. While not conclusive, the evidence strongly suggests that the primary explanation for institutional investor passivity is inadequate incentives, rather than excessive regulation*". Con specifico riferimento ai fondi comuni, ai quali la SEC ha dedicato particolare attenzione negli ultimi anni, l'Autore, alle pagg. 25 ss., osserva come "*while regulation clearly changes behavior —it led mutual funds to adopt proxy voting guidelines, to disclose their proxy voting, and to subscribe to proxy advisory services—it failed to achieve its core goal, namely, transforming mutual funds into shareholders' champions that assume a role in corporate governance commensurate with their shareholdings. Indeed, in an example of the law of unintended consequences, the effects of the effort may well be negative on the core measure of firm value. Not surprisingly, the fundamental incentive structure outlined above—in which institutional investors, as intermediaries, have minimal incentives to become active in corporate governance—seems to undermine even the best-intended regulatory intervention. It is very difficult to force anyone to be free*".

<sup>376</sup> J. C. C OFFEE JR., D. P ALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 *J. Corp. L.*, 2015-2016, p. 553.

monitoraggio sull'operato del *management* sembra ad oggi destinata a restare un "sogno"<sup>377</sup>.

E' interessante segnalare, altresì, come negli ultimi anni le tematiche relative all'attivismo degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali, si intrecciano con la posizione di quanti sollecitano un maggiore "*shareholder empowerment*" nell'ambito degli equilibri societari interni, suggerendo una evoluzione del diritto societario da *board-oriented*, come si è osservato essere il sistema del Delaware<sup>378</sup>, a *shareholder-oriented*.

In particolare, nel 2005 Bebchuk, a partire dalle osservazioni proposte da Berle e Means sul progressivo indebolimento dei diritti di proprietà e del controllo in capo agli azionisti e nell'ottica di riconsiderare la distribuzione di potere tra *board* e *shareholder* nelle società quotate ad azionariato diffuso, propone l'adozione di un "regime alternativo" in cui gli azionisti assumano

---

<sup>377</sup> E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, op. cit., pp. 2 ss.. L'Autore, in apertura del proprio contributo osserva, in maniera incisiva, come "*like poets and revolutionaries, corporate law scholars and policy makers dream*".

<sup>378</sup> In proposito, si faccia riferimento a L. A. BEBCHUK, *The Myth of Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev.*, 2007, p. 675, laddove l'Autore, in apertura del suo saggio sull'inefficacia del diritto di voto nei confronti del *board*, osserva come "*a well-known, often-quoted Delaware opinion states that «[t]he shareholder franchise is the ideological underpinning upon which the legitimacy of directorial power rests* ». Similarly viewing the shareholder franchise as a key mechanism for making boards accountable, another landmark Delaware opinion states: *«If the stockholders are displeased with the action of their elected representatives, the powers of corporate democracy are at their disposal to turn the board out»*. I shall argue in this paper, however, that shareholders do not in fact have at their disposal those *«powers of corporate democracy»*. As a result, the shareholder franchise does not provide the solid foundation for the legitimacy of directorial power that it is supposed to supply. I shall also offer proposals for reforming corporate elections and thereby making directors truly accountable to shareholders".

un ruolo attivo nello stimolare e adottare le “*rules-of-the-game decisions*”, ossia le regole di base nonché le decisioni strategiche della società<sup>379</sup>.

Nel regime proposto dall’Autore, l’aumento del potere conferito agli azionisti in termini di *shareholder empowerment* sarebbe in grado, nel corso del tempo, di migliorare l’organizzazione e gli assetti di base della *corporate governance* e aumentare il valore per gli azionisti nonché affrontare i numerosi problemi che hanno a lungo turbato giuristi ed economisti finanziari, primi tra tutti i problemi di agenzia<sup>380</sup>.

La speranza di ridurre i costi di agenzia e migliorare la *corporate governance* ha portato le stesse società a modifiche organizzative e regolamentari per aumentare il potere degli azionisti<sup>381</sup>: a titolo esemplificativo, si pensi che, negli ultimi anni, molte grandi società statunitensi hanno sostituito il *plurality voting* con il *majority voting*. A differenza del *plurality voting*, il *majority voting* consente agli azionisti di sconfiggere un candidato amministratore designato dal *management*, anche senza la nomina di un candidato in competizione, aumentando così il significato del voto degli azionisti nelle elezioni<sup>382</sup>.

Si è osservato, in proposito, come il successo dello *shareholder empowerment* nel migliorare la *governance* e la *performance* della società dipenda in maniera

---

<sup>379</sup> Il riferimento è a L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.*, 2005, p. 836. L’Autore osserva, in particolare, come “*this paper questions the basic allocation of power between boards and shareholders under U.S. corporate law. I present the case for allowing shareholders to initiate and vote to adopt changes in the company’s basic corporate governance arrangements. Shareholder power to adopt governance arrangements should include the power to adopt provisions that would allow shareholders, down the road, to initiate and vote on proposals regarding specific corporate decisions*”.

<sup>380</sup> *Ibidem*, laddove l’Autore osserva: “*Increasing shareholder power to intervene, I argue, would improve corporate governance and enhance shareholder value by addressing important agency problems that have long afflicted publicly traded companies*”.

<sup>381</sup> J. E. FISCH, *op. cit.*, pp. 884 ss..

<sup>382</sup> *Ibidem*.

determinante dall'esistenza di un "*hypothetical shareholder*", ossia un azionista che esercita scientemente il potere di governo, possedendo altresì la necessaria *expertise*, e che orienta tale potere allo scopo di massimizzare il valore della società<sup>383</sup>.

In tale prospettiva, similmente a quanto è accaduto nell'ambito delle riflessioni in materia di attivismo, la dottrina si è chiesta se gli investitori istituzionali, considerabili come gli "*empowered shareholder*" di oggi, posseggano i necessari incentivi per assumere tale ruolo<sup>384</sup>.

Al riguardo, si è osservato, in primo luogo, che, laddove gli investitori istituzionali semplicemente non siano in grado di esercitare con efficacia il maggiore potere di governo, si presenta il rischio al che lo "*shareholder empowerment*" finisca per aumentare la potenza dei *proxy advisor* che, in qualità di soggetti terzi, non hanno interessi economici nel portafoglio, in quanto, affidando a questi ultimi il servizio di elaborazione di raccomandazioni sulle materie oggetto di voto, è naturalmente rimesso ad essi anche il potere di determinarsi sulle scelte sociali<sup>385</sup>.

In secondo luogo, anche nel caso in cui gli investitori istituzionali esercitino in modo efficace il potere di governo, i loro fini potrebbero non essere

---

<sup>383</sup> *Ivi*, pp. 886 ss., si esprime in tal senso, richiamandosi alla pensiero espresso da Bebchuk.

<sup>384</sup> *Ivi*, 879 ss., laddove osserva come "*the feasibility of improving corporate decision-making through shareholder empowerment depends critically on the actions and incentives of those empowered shareholders*", *the institutional investors*. Si faccia riferimento, altresì, a U. RODRIGUES, *op. cit.*, pp. 1828 ss., laddove, concentrando la propria attenzione al tema dello *short-terminism*, sottolinea come "*we thus must consider whether the incentives created for institutional investors – the «empowered shareholders» of today – tilt toward the short term or may be otherwise biased*".

<sup>385</sup> J. E. FISCH, *op. cit.*, p. 886.

coerenti con il delineato “*hypothetical shareholder*” o con l'interesse della società che cercano di controllare<sup>386</sup>.

E' stato, altresì, messo in luce come l'idea di attribuire maggiore potere agli azionisti e di creare un sistema “*shareholder-centered*” si basa sull'assunto, teoricamente corretto, per cui gli azionisti abbiano il comune interesse alla massimizzazione del valore della società e delle azioni, ma non tiene in debito conto l'eventuale discrasia di incentivi e interessi, soprattutto in termini di orizzonti temporali di investimento, oltre alle diverse possibilità di accesso alle informazioni degli azionisti: può individuarsi, infatti, un ventaglio di interessi che può comprendere, alle estremità, speculazioni di breve termine e investimenti di lungo periodo, ai quali corrispondono naturalmente anche posizioni strategiche divergenti, il cui esempio più intuitivo può essere individuato nelle decisioni in materia di distribuzione di dividendi<sup>387</sup>.

Nella medesima prospettiva, è stato osservato che se il potenziamento dei diritti è prodotto a beneficio unicamente degli investitori istituzionali, che potrebbero avere interessi esclusivamente di breve periodo, e non, invece, a beneficio dei relativi partecipanti ai fondi, laddove siano interessati a investimenti di lungo periodo, lo *shareholder empowerment* non solo non risolve il problema della “miopia manageriale”, ma finisce per sostituire il tradizione conflitto di interessi tra *shareholder* e *manager* con un conflitto di interesse orizzontale tra azionisti, con il conseguente rischio di avvantaggiare

---

<sup>386</sup> *Ibidem*.

<sup>387</sup> Si veda, in proposito, S. M. B. AINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, Law & Economics Research Paper Series, Research paper n. 05-25, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=808584>, pp. 22 ss., laddove sottolinea che “*shareholder investment time horizons are likely to vary from short-term speculation to long-term buy-and-hold strategies, which in turn is likely to result in disagreements about corporate strategy*”.

un gruppo di azionisti piuttosto che un altro<sup>388</sup> si esprime così in tutta chiarezza uno degli effetti derivanti dalla “moderna” separazione tra “*ownership and control*” – avuto riguardo alla relazione esistente tra investitori istituzionali e relativi clienti – e sulle conseguenti problematiche riconducibili alla proprietà mediata.

Alla luce delle considerazioni che precedono, emerge chiaramente come nella “categoria” degli investitori istituzionali rientrano soggetti aventi forme giuridiche, dimensioni e interessi differenti, rispetto ai quali possono rintracciarsi diversi livelli di incentivi alla partecipazione attiva nella vita sociale della società partecipata. A questo proposito, sembra interessante rivolgere l’attenzione, nell’ambito del paragrafo che segue, agli *hedge fund* in ragione dell’attuale sempre crescente ruolo attivo nella *corporate governance*, osservato nella prassi.

### **3. Focus sull’attivismo degli *hedge fund***

Preliminarmente, è interessante segnalare come non sia rintracciabile una definizione legale o universalmente accettata di “*hedge fund*” che, dunque,

---

<sup>388</sup> Si veda, al riguardo, U. R. ODRIGUES, *op. cit.*, pp. 1828 ss. L’Autrice mostra, in particolare, una notevole sensibilità per il tema della “miopia manageriale” e prova a fornire delle soluzioni per contrastarla. Dopo una analitica rassegna degli investitori istituzionali, finisce per escludere che un ruolo in tal senso possa essere svolto da questi ultimi, osservando come pure essi siano nella prassi generalmente orientati a strategie di short-terminism. L’Autrice, dopo aver sottolineato che i recenti interventi del Congresso hanno utilizzato i rimedi dei precedenti 20 anni e non si siano focalizzati sulle problematiche dello *short-terminism*, esprime l’auspicio che i prossimi obiettivi di riforma per il riconoscimento dell’*empowerment shareholder* tengano in debita considerazione anche la necessità di allineare gli interessi di lungo termine degli azionisti con quelli dei fondi in cui investono.

finiscono per essere classificati come tali in base alle loro caratteristiche <sup>389</sup>: la maggior parte degli studiosi sembra credere che essi “*know one when they see one*”<sup>390</sup>.

In particolare, gli *hedge fund* sono tipicamente identificati sulla base delle seguenti quattro caratteristiche chiave: (i) sono veicoli di investimento organizzati secondo strutture privatistiche; (ii) sono amministrati da *investment manager* professionali, che tipicamente detengono significativi investimenti nel fondo e la cui remunerazione è *performance-based*; (iii) si rivolgono a un numero limitato di investitori “sofisticati” e non sono in genere prontamente disponibili per il mercato dell’investimento *retail*; (iv) la maggior parte di essi opera al di fuori dei requisiti di regolamentazione, in quanto il fondo non è registrato come una società di investimento ai sensi

---

<sup>389</sup> Si veda al riguardo, L. CHATMAN THOMSEN, D. M. HAWKE, P. E. CALANDE, *Hedge funds: an enforcement perspective*, 39 *Rutgers Law Journal*, 2008, pp. 543 ss., laddove osserva come “*open any law review article, government report, court opinion or other thoughtful commentary on hedge funds and you will most likely see that they begin with the observation that hedge funds defy a universally accepted definition. According to the 2003 SEC Staff Report on the Implications of the Growth of Hedge Funds, «the term has no precise legal or universally accepted definition»*”; W. W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 *The Georgetown Law Journal*, 2007, p. 1382 laddove afferma che “*Regulatory classification, however, does not tell us what hedge funds do. Private equity funds occupy the same unregulated space and appeal to the same class of investors, and, like hedge funds, lever their portfolios. Until recently, we could distinguish hedge funds from private equity by the characteristics of their investments. Private equity, the successor to the leveraged buyout funds of the 1980s, takes companies private, investing long-term in their equity from a control position. Hedge funds, in contrast, play securities markets worldwide. Private equity firms possess expertise in company analysis. Hedge funds, in contrast, employ “numbers guys” expert in complex market arbitrage. Different hedge funds concentrate on different market plays. Some specialize in securities of distressed firms, while others make directional bets on the movement of currency exchange or interest rates. Still others pursue convertible arbitrage, going long in a convertible bond and shorting the underlying common stock. Many follow market momentum, moving in groups in and out of asset classes worldwide. Recently, some have taken up risky lending, funding leveraged buyouts and firms in bankruptcy reorganization, and trading in junk bonds and credit derivatives. The tie that binds the hedge funds together, despite the variety of investment styles, is their promise to deliver above-market returns, a task that becomes harder and harder as more funds pursue the same strategies*”.

<sup>390</sup> Così J. C. COFFEE JR., D. PALIA, *op. cit.*, p. 548.

dell'*Investment Company Act* e non registra le proprie offerte di titoli ai sensi del *Securities Act*<sup>391</sup>.

Nel corso degli ultimi anni, gli *hedge fund* hanno assunto un rilievo sempre maggiore, in termini di partecipazioni detenute e di attivismo nella *corporate governance*<sup>392</sup>. In particolare, numerosi studi empirici hanno mostrato come di recente la frequenza delle campagne attiviste sia sensibilmente aumentata.

Una recente indagine ha individuato 1115 campagne attiviste tra il 2010 e l'inizio del 2014, anno nel quale si è registrato un *record* di 347 campagne attiviste<sup>393</sup>.

Questo tasso crescente di intervento si pone in netto contrasto con i periodi precedenti, laddove, ad esempio, sono identificate solo 52 campagne su un periodo di 20 mesi consecutivi nel 2005-2006 si registra, pertanto, un aumento di oltre il 1000% tra quest'ultimo periodo e oggi.

Storicamente, l'attivismo degli *hedge fund* si è focalizzato su società "*smaller cap*", ossia a bassa capitalizzazione, essendo troppo costoso acquisire una partecipazione consistente in una società "*larger cap*", ossia a più grande capitalizzazione. Negli ultimi anni, tuttavia, è stato osservato come il *trend* sia cambiato: nel triennio 2011-2013, le campagne attiviste realizzate

---

<sup>391</sup> Tale descrizione è fornita *ivi*, 548. Si veda, altresì, L. C HATMAN THOMSEN, D. M. HAWKE, P. E. CALANDE, *op. cit.*, 2008, pp. 543 ss..

<sup>392</sup> S.L. GILLAN, L.T. S TARKS, *op. cit.*, pp. 11 ss.. Gli Autori osservano come "*during the past decade or so, hedge funds have not only entered the shareholder activism arena, but have become a dominant force*".

<sup>393</sup> L. HOFFMAN, D. BENOIT, *Activist Funds Dust Off Greenmail Playbook*, *Wall Street J. Eur.*, 2014, p. 22.

<sup>394</sup> T. W. BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, 32 *J. Coro. L.*, 2007, pp 695 ss.

nell'ambito di società *large cap*, con una capitalizzazione superiore a 10 miliardi di dollari, sono più che raddoppiate rispetto al 2010<sup>395</sup>.

Emerge, dunque, chiaramente che l'attivismo degli *hedge fund*, oltre ad essere aumentato in termini di frequenza delle campagne, si indirizza oggi a qualunque tipo di società, prescindendo da dimensioni e redditività.

A questo proposito, sembra interessante richiamare due casi particolarmente significativi di attivismo degli *hedge fund* realizzati di recente: nel 2014, l'*hedge fund* Pershing Square Capital Management LP si è unito con l'offerente strategico Valeant Pharmaceuticals International al fine di realizzare un'offerta congiunta di oltre 60 miliardi di dollari per acquisire Allergan Inc., una grande industria farmaceutica<sup>396</sup>; nel 2015, l'*hedge fund* Trian Fund Management ha condotto la sua campagna attivista per poco fallita nei confronti di DuPont, una delle più antiche, più grandi, e più iconiche società statunitensi, e, cosa più importante, una società altamente redditizia che aveva costantemente superato tutti i *benchmark* rilevanti per la *performance* aziendale<sup>397</sup>.

---

<sup>395</sup> Si faccia riferimento a R. LEE, J. D. SCHLOETZER, *The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman* 2, Geo. McDonough Sch. Bus. Research Paper No. 2442317, May 2014, 3, laddove si osserva che le campagne attiviste nel 2010 sono 17 e nel periodo 2011-2013 salgono rispettivamente a 21, 23 e 42.

<sup>396</sup> Per una trattazione approfondita v. J. C. COFFEE JR., D. PALIA, *op. cit.*, pp. 577 ss. Gli Autori osservano come “*Other hedge funds had likely also joined the Pershing Square/Valeant team, giving the bidders a likely prospective victory in any proxy contest. Ultimately, a higher bidder prevailed, outbidding Valeant. But this only increased the profit to Pershing Square and suggests that this tactic of a joint bid may be used again*”.

<sup>397</sup> Cfr., ancora, *ivi*, pp. 579 ss. Gli Autori osservano come “*Even if not targeted, other firms in the same industry will understandably fear becoming the subject of a similar activist intervention and become more likely to take preemptive steps to cut research expenditures*”.

Al fine di spiegare l'aumento della frequenza e il successo dell'attivismo degli *hedge fund* sono stati individuati in dottrina numerosi fattori aventi natura e fonte non esclusivamente legale.

In primo luogo, i costi di attivismo sembrano essere diminuiti, in parte grazie ai cambiamenti nelle regole SEC, in parte grazie ai cambiamenti nelle norme di *corporate governance* (per esempio, il forte calo degli *straggled board* <sup>398</sup>) ed in parte grazie al nuovo potere dei *proxy advisor* (che è, a sua volta, un prodotto sia di norme giuridiche sia di circostanze fattuali per cui alcuni investitori istituzionali hanno effettivamente esternalizzato le proprie decisioni di voto)<sup>399</sup>.

Ancora, la recente tattica "*wolf pack*" sviluppata dagli *hedge fund*, in base alla quale si realizza di fatto una rete di investitori attivisti che agiscono in parallelo ma evitando volutamente la formazione di un "gruppo" ai sensi della sez. 13 (d), (3) del *Securities Exchange Act* del 1934, permette efficacemente loro di fuggire vecchie difese aziendali e di trarre profitti elevati ad apparentemente basso rischio<sup>400</sup>.

E' stato osservato, altresì, che uno dei motivi per cui molti *hedge fund* si dedicano a una strategia proattiva è ravvisabile nello stesso modello di *business*: investendo in società potenzialmente redditizie ma con crescita lenta

---

<sup>398</sup> Con tale tipologia di clausola si prevede che il numero totale degli amministratori sia diviso in due o tre gruppi con scadenze diverse (per esempio, il primo gruppo scade alla prima assemblea annuale dopo l'elezione, il secondo alla seconda, ed il terzo eventualmente alla terza). La *ratio* formale di queste clausole è assicurare la continuità di gestione; di fatto, tuttavia, rappresenta uno dei più efficaci strumenti per evitare il ricambio dei membri del consiglio di amministrazione o della sua maggioranza da parte dei soci in quanto questi dovrebbero aspettare la cessazione di tutti i membri del consiglio di amministrazione e raccogliere ogni anno voti a favore di propri candidati, in alternativa a quelli proposti dal consiglio in carica, sobbarcandosi conseguentemente costi molto alti.

<sup>399</sup> Si faccia riferimento, *ex multis*, a J. C. COFFEE JR., D. PALIA, *op. cit.*, pp. 556 ss..

<sup>400</sup> *Ivi*, 562 ss.

rispetto al settore di riferimento, con il precipuo obiettivo di migliorare la società e, dunque, le prestazioni, devono poter intervenire in maniera attiva nella vita e nel governo sociale per il raggiungimento dei predetti fini di miglioramento<sup>401</sup>.

L'attivismo può essere interpretato, dunque, come uno strumento *ex ante* e strategico, laddove gli *hedge fund* se ne avvalgano per identificare le società in cui investire e valutare le relative prospettive di miglioramento: l'attivismo diventa così connaturato alla partecipazione detenuta, in quanto i gestori di *hedge fund* dapprima valutano se la società possa beneficiare dell'attivismo, poi acquistano la partecipazione e successivamente diventano attivi<sup>402</sup>.

Di recente, a partire da una analisi accurata delle varie categorie di *hedge fund* attivisti nella "second wave" di attivismo che li vede coinvolti, è stato messo in luce peraltro come i *top hedge fund activist* non si distinguano esclusivamente per una spiccata perizia e capacità di selezionare le società *target* in cui investire quanto, piuttosto, grazie al possesso di una solida reputazione in termini di "influenza ed esperienza", per l'abilità di sollecitare il *management* in modo credibile ed, altresì, in ragione della dimostrata capacità di avere successo negli interventi più difficili di acquisizione di grandi imprese, avvio di azioni legali, pressione del *board* delle società *target* utilizzando i *media*,

---

<sup>401</sup> *Ivi*, 556 ss.

<sup>402</sup> Si vedano, in proposito, M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance e Corporate Control*, *op. cit.*, pp. 179 ss. i quali, nell'ottica di operare una distinzione tra i tradizionali investitori istituzionali, fondi comuni e fondi pensione pubblici, osservano come "*hedge funds in this regard differ markedly from mutual funds and public pension funds. Mutual fund and public pension fund activism, if it occurs, tends to be intermittent and ex post: when fund management notes that portfolio companies are underperforming, or that their governance regime is deficient, they will sometimes become active. In contrast, hedge fund activism is strategic and ex ante: hedge fund managers first determine whether a company would benefit from activism, then take a position, and then become active*"; E. B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance* p. 28 ss..

vittoria su forti difese *anti-takeover*, sostituzione di membri del consiglio di amministrazione<sup>403</sup>.

Nell'ottica di delineare una efficace distinzione tra l'attivismo posto in essere dai tradizionali investitori istituzionali, come fondi comuni e fondi pensione pubblici, e quello posto in essere dagli *hedge fund*, è stata proposta l'utilizzazione della locuzione attivismo, rispettivamente, "difensivo" e "offensivo"<sup>404</sup>.

L'attivismo "difensivo", tipico degli investitori istituzionali tradizionali (*i.e.* fondi pensione e fondi comuni di investimento), è posto in essere laddove un investitore già detentore di una partecipazione societaria, insoddisfatto della *performance* o della *corporate governance*, reagisce tramite pressioni "dietro le quinte" o tramite ufficiali richieste al *management* per ottenere modifiche: quando i fondi pensione e i fondi comuni si impegnano in maniera attiva, reagiscono *ex post*, lavorando in maniera "difensiva" per proteggere il valore degli investimenti esistenti<sup>405</sup>.

All'opposto, l'attivismo "offensivo", tipico degli *hedge fund*, si realizza quando un investitore privo di una partecipazione significativa in una società costruisce una "offensiva" laddove ritenga che la società stessa non

---

<sup>403</sup> Si faccia riferimento alla recente analisi condotta in C.N.V. K RISHNAN, F. P. ARTOY, R. S. THOMAS, *The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise*, disponibile al seguente indirizzo [http://www.activistinsight.com/research/Top%20Hedge%20Funds%20The%20Importance%20of%20Reputation%20in%20Shareholder%20Activism\\_150915094301.pdf](http://www.activistinsight.com/research/Top%20Hedge%20Funds%20The%20Importance%20of%20Reputation%20in%20Shareholder%20Activism_150915094301.pdf).

<sup>404</sup> Tali locuzioni sono proposte da B. R. C. HEFFINS, J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 *J. Corp. L.*, 2011-2012 (di seguito, "*The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*"), p. 56, richiamandosi alla posizione espressa da M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance e Corporate Control*, *op. cit.*, pp. 134 ss..

<sup>405</sup> Cfr., ancora, B. R. CHEFFINS, J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *op. cit.*, pp. 56 ss.

sia in grado allo stato di massimizzare i rendimenti degli azionisti, necessitando talvolta di cambiamenti: l'investitore pianificherà, dunque, *ex ante* le azioni attiviste necessarie per stimolare un nuovo approccio, nel caso in cui il *management* non prenda l'iniziativa<sup>406</sup>.

In proposito, è stato evidenziato come l'attivismo "offensivo" degli *hedge fund*, pur potendo connotare potenzialmente un atteggiamento aggressivo nei confronti della gestione attuale ! e nella pratica in effetti il termine è utilizzato per indicare un approccio conflittuale -, non implica necessariamente una posizione antagonista nei confronti del *management*, potendo riferirsi a un approccio sì attivo ma in armonia con il *management* in carica<sup>407</sup>.

Taluni *hedge fund* che si impegnano in maniera attiva, in genere, al momento dell'individuazione delle società *target*, seguono un approccio basato sul valore, cercando le società che, attraverso l'analisi accurata dei valori finanziari e industriali, sembrano essere sottovalutate, al fine di acquistare le relative azioni a un prezzo più basso del valore stimato – il proverbiale dollaro per 50 cents.<sup>408</sup>: si tratta di un "sottoinsieme" di *hedge fund* che investe

---

<sup>406</sup> *Ibidem*. Altresì, nel richiamarsi alla distinzione proposta da Cheffins e Armour, J. C. COFFEE JR., D. PALIA, *op. cit.*, p. 556, osservano come "even if there is a broader shareholder desire for engagement with management, hedge fund activism is qualitatively different".

<sup>407</sup> B. R. C HEFFINS, J. A RMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *op. cit.*, pp. 57 ss..

<sup>408</sup> *Ibidem*, laddove gli Autori, in maniera paradigmatica, si richiamano a quanto affermato nel 2004 da Warren Lichtenstein, fondatore di Steel Partners II, un noto *hedge fund* attivista: "the best situation is where we find a cheap stock with great management and a great business, and we can sit back and make money". In proposito, osservano che "Lichtenstein's reference to the desirable properties of a «cheap stock» reveals an overlap in investment philosophies between activist hedge funds and the prototypical «value investor» who seeks through diligent analysis of corporate fundamentals to purchase shares trading at a bargain price, the proverbial dollar for 50 cents.".

secondo modalità proprie del classico investitore orientato alla massimizzazione del valore<sup>409</sup>.

Laddove il prezzo delle azioni aumenta grazie alle forze di mercato ovvero per il tramite di modifiche operate autonomamente dal *management*, gli *hedge fund* godono dei rendimenti derivanti dalla partecipazione alla società sottovalutata, in attesa di rivendere la partecipazione nel momento più propizio: ciò sarà “*easy money*” per i fondi medesimi<sup>410</sup>.

Allorquando, invece, ciò non accada, gli *hedge fund* si attivano per richiedere cambiamenti al fine di aumentare il rendimento per gli azionisti: ecco la dimensione aggiuntiva dell’attivismo degli *hedge fund* che assume caratteristiche più “ostili” al *management* laddove esso non sia in grado di migliorare la *performance* della società<sup>411</sup>.

Si è osservato, altresì, che, diversamente da quanto descritto nell’ambito del paragrafo che precede in relazione alla presenza di disincentivi alla partecipazione attiva da parte degli investitori istituzionali, l’attivismo degli *hedge fund* potrebbe costituire un comportamento razionale dal punto di vista del rapporto costi-benefici: le caratteristiche stesse delle strategie di investimento degli *hedge fund*, i quali detengono partecipazioni tipicamente concentrate in un numero limitato di società invece che un portafoglio

---

<sup>409</sup> Così W. W. B RATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, op. cit. p. 1383 laddove osserva che “*one subset of hedge funds invests in domestic equities in the classic, value investor mode. The activist funds tend to come from this value-directed group. They maintain concentrated portfolios and often avoid the hedged or multi-strategy approaches followed by other funds, with their managers tending to be former investment bankers or research analysts rather than quantitative experts. They do the research and know their targets well, much like the private equity firms. Some of their managers even profess to be followers of Graham and Dodd, the mid-twentieth century financial writers whose work remains a fundamental text of value investment*”.

<sup>410</sup> B. R. C HEFFINS, J. A RMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, op. cit., pp. 57 ss..

<sup>411</sup> *Ibidem*.

ampiamente diversificato (come, ad esempio, nel caso dei fondi comuni, che hanno obblighi regolamentari di diversificazione), rendono economicamente conveniente partecipare attivamente alla *corporate governance* e giustificano i relativi costi di attivismo, posto che a una maggiore partecipazione corrispondono anche maggiori ricavi<sup>412</sup>.

Gli *hedge fund* si impegnano nella *corporate governance* attraverso iniziative molteplici e variegate, che comprendono anche le tradizionali forme di attivismo poste in essere dagli investitori istituzionali: dalla realizzazione di modesti interventi nel governo societario – come, ad esempio, le proposte per separare le posizioni di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione – a interventi più invasivi, stimolando operazioni di acquisizione o vendita della società, licenziamento dell'amministratore delegato o *spin off* di divisioni aziendali<sup>413</sup>.

Generalmente gli *hedge fund* attivisti, quando scelgono di essere proattivi, iniziano a sollecitare il *management* con forme più *soft* e informali, come una telefonata, una lettera o *e-mail*, stimolando il consiglio di amministrazione in carica ad apportare cambiamenti volti ad aumentare il valore per gli azionisti, ad esempio in materia di finanza straordinaria ovvero attraverso proposte di tipo operativo-strategico (a tale ultimo aspetto è stata mostrata particolare attenzione soprattutto negli anni della crisi finanziaria del 2008, laddove è risultata più difficile la realizzazione di operazioni di ingegneria finanziaria)<sup>414</sup>.

---

<sup>412</sup> J. C. COFFEE JR., D. PALIA, *op. cit.*, p. 553.

<sup>413</sup> Si vedano, in proposito, *ivi*, p. 553 ss., nonché S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. cit.*, pp. 30 ss..

<sup>414</sup> B. R. C HEFFINS, J. A RMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *op. cit.*, p. 60.

Nel caso in cui un simile approccio non riesca a produrre i risultati desiderati, un *hedge fund* attivista può inasprire la propria azione, criticando la gestione in pubblico o minacciando una querela nei confronti degli amministratori della società<sup>415</sup>.

Una strategia particolarmente forte è rappresentata dalla minaccia del “*transfer by vote*”, in quanto costituisce uno strumento di controllo manageriale effettuato per il tramite della vittoria di un *proxy contest* destinato a determinare chi fa parte del consiglio di amministrazione<sup>416</sup>.

Gli *hedge fund*, a differenza degli investitori istituzionali tradizionali, si impegnano tipicamente su questioni specifiche. Il loro attivismo può essere distinto come segue: attivismo in materia di *corporate governance*, esercitato, per esempio, facendo pressione sulla gestione relativamente a questioni di *business*, come chiedere al *management* di cedere un ramo d’azienda, ovvero sollecitare cambiamenti nel finanziamento delle imprese, come il riacquisto di azioni o il pagamento di dividendi; dall’altro lato, l’attivismo per il controllo societario, posto in essere, ad esempio, attraverso la realizzazione di manovre volte a bloccare un tentativo di acquisizione o una proposta di fusione ovvero attraverso pressioni esercitate in vario modo sul *board* per valutare la vendita della società<sup>417</sup>.

Giova segnalare, altresì, come sia stato messo in luce che l’attivismo degli *hedge fund* ha funzionato negli ultimi anni da “catalizzatore” dell’attivismo da parte dei tradizionali investitori istituzionali che, congiuntamente con o sulla scia dei primi, si sono interessati maggiormente alle questioni che

---

<sup>415</sup> *Ivi*, pp. 60 ss..

<sup>416</sup> Così, R. J. GILSON, A. S. CHWARTZ, *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 *Theoretical Inquiries in L.*, 2001, pp. 790 ss..

<sup>417</sup> Si veda, in proposito, E. B. ROCK, *Institutional investors in corporate governance*, *op. cit.*, p. 27.

coinvolgono il controllo societario e, talvolta, hanno fornito sostegno alle politiche attiviste degli *hedge fund*.

Così, nella prassi si registrano numerosi casi in cui i fondi comuni di investimento hanno sostenuto gli sforzi degli *hedge fund* per bloccare acquisizioni: si richiamano, a titolo esemplificativo, l'acquisizione del London Stock Exchange da parte di Deutsche Bank; di Chirone da Novartis; di MONY da AXA; di IMS Health da VNU<sup>418</sup>

---

<sup>418</sup> M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance e Corporate Control*, op. cit., pp. 155 ss; ID., *Institutional investors in corporate governance*, op. cit., pp. 26, laddove cita le parole di Gregory Tassin, presidente dell'*hedge fund* Clinton Group e co-founder di Glass Lewis & Company, un *leading proxy advisor* "the brute force of ownership is not required anymore because the big institutional players listen to both sides and are willing to back the activist fund if they believe in them... You can win with persuasion and ideas".

## Osservazioni conclusive

Alla luce delle osservazioni che precedono, sembra indubbio che negli ultimi decenni, grazie alle numerose iniziative di autoregolamentazione nonché agli interventi dei legislatori, tanto nazionale quanto europeo, stimolati su impulso dei numerosi dibattiti dottrinali, sia in atto un processo di modernizzazione del diritto societario, avuto particolare riguardo al contesto delle società aventi azioni ammesse alle negoziazioni su mercati regolamentati.

Negli ultimi tempi, anche a seguito dell'ultima crisi finanziaria ed economica globale iniziata nel 2007, è stata dedicata una notevole attenzione alla predisposizione di adeguati ed efficaci istituti e strumenti volti a stimolare una maggiore partecipazione alla vita e alle decisioni sociali da parte delle minoranze azionarie e, in particolare, da quelle tra esse aventi caratteristiche "qualificate", essenzialmente rappresentate dagli investitori istituzionali, facendo leva soprattutto sulla peculiare istanza della trasparenza informativa.

Ciò nell'ottica di tutela delle minoranze azionarie e di realizzazione del migliore sistema di *corporate governance* – la cui relazione sta assumendo dimensioni e declinazioni innovative rispetto al passato – nonché, in via mediata, a beneficio dell'efficienza e del buon funzionamento dei mercati finanziari e del sistema finanziario complessivamente inteso.

Da ultimo, uno stimolo significativo è giunto dalla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, volta ad incoraggiare, *inter alia*, un maggiore impegno alla vita e al governo sociale da parte degli investitori

istituzionali, anche attraverso una serie di obblighi di *disclosure*, e destinata, a sua volta, a modificare la *Shareholders' Rights Directive* del 2007.

Pur in mancanza della versione definitiva della direttiva – che, al momento in cui si scrive, non risulta ancora approvata – e tenuto conto della circostanza per cui, anche a seguito della conclusione dell'*iter* legislativo in seno agli organi europei, seguirà la fase di implementazione negli ordinamenti nazionali, sembra comunque interessante indagare fin d'ora se e in che misura possa prevedersi una effettività in concreto della disciplina delineata rispetto agli obiettivi individuati, anche tenuto conto del significativo impegno richiesto agli investitori istituzionali in ragione del frequente elevato numero di partecipazioni detenute in differenti società.

La disciplina si concentra, in particolare, sulla sollecitazione dell'attivismo degli investitori istituzionali senza tuttavia porre a loro carico alcun obbligo di voto o di partecipazione attiva alla vita e alle decisioni sociali: si richiede, infatti, esclusivamente lo sviluppo e la divulgazione al pubblico delle *policy* di impegno e di voto nei confronti delle società partecipate nonché della coerenza di queste con le proprie strategie di investimento, ponendo peraltro un particolare accento alla sussistenza di conflitti di interesse e alla trasparenza di eventuali *proxy advisor* di cui i primi dovessero avvalersi.

Coerentemente alla disciplina in materia di esercizio dei diritti inerenti alla partecipazione sociale, sussistono, dunque, sullo sfondo i tradizionali "doveri fiduciari" dei soci nei confronti della società e degli altri azionisti che, interpretato in chiave contrattualistica, evoca i principi di buona fede, correttezza e lealtà nell'esecuzione del contratto di impresa.

Deve, altresì, rilevarsi come l'intervento agisce solo sugli anelli intermedi della catena dell'investimento, ponendo obblighi a carico degli investitori

istituzionali nei termini descritti, senza però impegnare le società partecipate ad allargare gli spazi della democrazia azionaria o, più in generale, predisporre le migliori condizioni per favorire l'impegno attivo che è richiesto agli investitori istituzionali.

La regola del "*comply or explain*", posta come norma di chiusura delle previsioni in materia tanto di politica di voto che di strategia di investimento, introduce, peraltro, un ulteriore elemento di criticità nella portata, in termini di efficacia ed uniformità applicativa, che complessivamente può avere la disciplina, la quale assume di per sé rilevanza non cogente, in quanto gli investitori istituzionali possono decidere di non conformarsi, illustrando il perché della scelta.

La tecnica del "*comply or explain*" rischia di minare il principio di uguaglianza e parità di trattamento: da una parte, anche nel caso in cui gli investitori istituzionali dichiarino di conformarsi, il livello reale di *compliance* potrebbe essere discutibile, in quanto la mera dichiarazione non sempre corrisponde alla realtà dei fatti; dall'altra, coloro che utilizzano la parte esplicativa del principio al fine di spiegare le ragioni della non-*compliance*, potrebbero – come nella prassi spesso è stato osservato – fornire una motivazione superficiale e frettolosa con conseguente pregiudizio per il raggiungimento del necessario grado di trasparenza e informativa previsto dal legislatore.

Alla luce delle considerazioni che precedono e anche tenuto conto dell'esperienza oltreoceano, sembra potersi ragionevolmente sostenere che l'aspettativa e l'auspicio che gli investitori istituzionali diventino "campioni di attivismo" potrebbe risultare delusa dalla realtà delle società, in considerazione peraltro della circostanza per cui gli investitori istituzionali che nella prassi si sono mostrati più inclini all'attivismo – gli *hedge fund* – sono stati esclusi dall'ambito di applicazione soggettivo della disciplina

europea, in ragione della asserita propensione al breve termine dei loro investimenti.

Tralasciando gli aspetti problematici eventualmente connessi al grado di armonizzazione che si realizzerà con l'implementazione negli ordinamenti nazionali e pur in presenza delle criticità rilevate, sembra potersi comunque riconoscere alla disciplina una valenza sistematica e assiologica rilevante, in quanto segnale di un rinnovato approccio al diritto societario e impulso alla predisposizione di strumenti innovativi, in luogo di quelli tradizionali, per il miglioramento del sistema di *corporate governance* dell'impresa societaria quotata, anche tenuto conto del mutato contesto economico e finanziario globale.

## Bibliografia

AA. VV., *The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*, 2004, Oxford;

AA. VV., *A comparative analysis of the legal obstacles to institutional investors activism in the EU and in the US*, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1137491](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1137491);

AA. VV., *Shareholder Engagement and Identification*, febbraio 2015, disponibile su <http://ssrn.com/ab-stract=2568741>;

ABBADESSA P., MRONE A., *L'assemblea. Le competenze*, in CAGNASSO O., PANZANI L. (opera diretta da), *Le nuove S.p.A.*, Torino, 2010;

ARIANI N., AMBROSINI S., CAGNASSO O., MONTALENTI P., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, 1, Padova, 2010;

ABRIANI N., SANTOSUOSSO D. U., *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *RDS*, 2007, 140;

AGUILERA R. V., GOYER M., KABBACH-CASTRO L. R., *Regulation and Comparative Corporate Governance*, in WRIGHT M., SIEGEL D. S., KEASEY K., FILATOTCHEV I., *Handbook of Corporate Governance*, Oxford;

ALVARO S., LUPINI B., *Le linee d'azione della Commissione Europea, in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, quaderno giuridico 3/2013, disponibile su [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi\\_analisi/quaderni\\_giuridici/qg3.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html);

- ANABTAWI I., S TOUT L., *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 Stan. L. Rev., 2008, 1255;
- ANGELICI C., *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa*, 2014, 255;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012;
- ARCOT S., B RUNO V. G., *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, disponibile su [http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/lunchtime/757\\_S\\_Arcot.pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/seminars/lunchtime/757_S_Arcot.pdf);
- ARMOUR J., C HEFFINS B., *The rise and fall (?) of shareholder activism by hedge funds*, ECGI – working paper, n. 136/2009, disponibile su <http://www.ecgi.org/tcgd/2011/documents/Armour%20%26%20Cheffins%20Rise%20%26%20Fall%20Shareholder%20Activism%20Hedge%20Funds.2009.pdf>;
- ASSOGESTIONI, *Principi di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, disponibile su <http://www.assogestioni.it/ass/library/32/principiitastewardship16.pdf>;
- ASSONIME (a cura di), *Commissione Europea: pubblicato l'Action Plan in materia di diritto societario e corporate governance*, 12 dicembre 2012; disponibile su [www.assonime.it](http://www.assonime.it);
- BAINBRIDGE S. M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, Law & Economics Research Paper Series, Research paper n. 05-25, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=808584>;
- BARROCCI E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia*, Roma, 2006;
- BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, Torino, 1993;
- BELLAVITE PELLEGRINI C., *Corporate governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401;

- BEBCHUK L. A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.*, 2005, 833;
- BEBCHUK L. A., *The Myth of Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev.*, 2007, 675;
- BERGER D., MURRAY K., *As the Market Turns: Corporate Governance Litigation in an age of Stockholder Activism*, 2009, disponibile su [www.heinonline.org](http://www.heinonline.org);
- BERLE A., MEANS G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, 1932;
- BERLE A., MEANS G. C., *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966;
- BIANCHI M., BIANCO M., GIACOMELLI S., PACCES A., TRENTO S., *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005;
- BIANCHI M., CORRADI M.C., ENRIQUES L., *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 397;
- BLACK B., *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 *Mich. L. Rev.*, 1990, 520;
- BLACK B., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA L. Rev.*, 1991-1992, 811;
- BLACK B., *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, New York, 1998;
- BORDIGA F., *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, I, 202;
- BORSANO P., *I diritti di informazione (pre) assembleare dei soci nelle S.p.A. quotate, alla luce delle recenti evoluzioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2014, 52;

- BRANCATO C. K., G AUGHAN P. A., *The Growth of Institutional Investors in U.S. Capital Markets*, 1988;
- BRANCATO C. K., *The Momentum of the Big Investor, Directors & Boards*, 1990;
- BRANCATO C. K., *The Pivotal Role of Institutional Investors in Capital Markets*, in *Institutional Investing: The Challenges and Responsibilities of the 21st Century*, 1991;
- BRATTON W. W., *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 *J. Corp. L.*, 2001, 737;
- BRATTON W. W., *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 *The Georgetown Law Journal*, 2007, 1375;
- BRICKLEY J. A., LEASE R., SMITH C., *Ownership structure and voting on antitakeover amendments*, in *Journal of financial economics*, 20, 1988, 267;
- BRIGGS T. W., *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, 32 *J. Corp. L.*, 2007, 681;
- BRUNO S., *Exit/voice ed efficienza: ma cosa vuol dire "efficienza"?*, intervento al convegno orizzonti del diritto Commerciale del 2012, disponibile su [http://rivistaodc.eu/media/12496/bruno\\_sabrina.pdf](http://rivistaodc.eu/media/12496/bruno_sabrina.pdf);
- BUONAURA V. C., *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 867;
- BURNS N., KEDIA S., LIPSON M., *Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting*, in 16 *Journal of Corporate Finance*, 2010, 443;
- BUSANI A., *Più partecipazione all'assemblea delle società*, in *Le Società*, 2010, 401;

CADBURY A., *Report Of The Committee On The Financial Aspects Of Corporate Governance*, 1992, disponibile su <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>;

CADBURY A., *Global Corporate Governance Forum*, World Bank, 2000;

CAMMARAMO G., *L'attivismo degli investitori istituzionali*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 439;

CAMPOBASSO G.F. (a cura di), *Armonie e disarmonie nel diritto europeo delle società di capitali*, Milano, 2003

CAMPOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2015;

CELIK S., ĖAKSSON M., *Institutional investors and ownership engagement*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013, 2;

CHATMAN THOMSEN L., HAWKE D. M., CALANDE P. E, *Hedge funds: an enforcement perspective*, 39 *Rutgers Law Journal*, 2008, 541;

K.L. CHEE, *A road map for corporate governance in East Asia*, in *New Journal of International Business Law*, 165, 2004, 185;

CHEFFINS B. R., ARMOUR J., *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 *J. Corp. L.*, 2011-2012, 51;

A. C HILOIRO, *L'informazione societaria e la varietà di tipologie di azionisti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 181;

CHIONNA V. V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa*, 2011, I, 1;

CHIU I. H-Y, *Institutional Shareholders as Stewards: Toward a New Conception of Corporate Governance*, 6 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2012, 387;

CIAN M., *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca borsa*, 2014, I, 420;

CIAN M., *Diritti degli azionisti ed efficacia organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, 782;

CLARK R., *Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Treatises*, 94 *Harv. L. Rev.*, 1980-1981, 561;

COFFEE J. C., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, 1277;

COFFEE J. C. J R., D. P ALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 41 *J. Corp. L.*, 2015-2016, 545;

CONSOB, *Relazione per l'anno 2015*, disponibile su <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rel2015.pdf/43ade8dd-edf1-443a-8ed8-fd7f72275584>;

CONSOB (a cura di), *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, dicembre 2012, disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it);

COSTANZO P., *Hard law e soft law: il senso di una distrazione*, in P. C OSTANZO, L. MEZZETTI, A. R UGGIERI, *Lineamenti di diritto costituzionale dell'Unione europea*, Torino, 2006, 262;

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010;

CROCI E., *Shareholder activism: azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011;

DI NELLA V. L. (a cura di), *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Napoli, 2007;

DE FERRA G., *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in Riv. soc., 2015;

DONATIVI V., *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in Banca borsa, 2008, 205;

EASTERBROOK F. H., F ISHEL D. R., *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996;

ECB, *The evolving framework for corporate governance*, monthly bulletin, may 2005;

ECB, *Assessing the performance of financial systems*, Monthly Bulletin, October 2005;

EMMERICH A. O., M IRVIS T. N., R OBINSON E. S., S AVITT W., *Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power*, 3 Harv. Bus. L. Rev., 2013, 136;

EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto di assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in Banca borsa, I, 2012, 59;

EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in Riv. soc., 2013, 931;

ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in Giur. comm., 2012, I, 493;

FAMA F., J ENSEN M. C., *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & Econ., 1983;

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2010, disponibile su <http://www.frc.org.uk/getattachment/3006d141-4704-4712-9f13-771cf93897b8/The-UKStewardship-Code.aspx>;

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Consultation Document: Revisions to the UK Stewardship Code*, 2012, disponibile su <http://www.frc.org.uk/getattachment/fa5e79c-22c6-4f8fb5b3-2ab55ec41113/Consultation-Documents-Revisions-to-the-UK-Stewards.aspx>;

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012, disponibile su <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>;

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Revisions to the UK Corporate Governance Code and Guidance on Audit Committees – Consultation document*, 2012, disponibile su <https://www.frc.org.uk/getattachment/4794e206-50a7-45d1-815c-7393046fef33/Consultation-Documents-revisions-to-the-UK-Corporat.aspx>;

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *What Constitutes an Explanation under "Comply or Explain?" Report of discussions between companies and investors*, 2012, disponibile su <http://www.frc.org.uk/getattachment/590dd61a-d3b1-4a2e-a214-90f17453fa24/Whatconstitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.aspx>;

FISCH J., *Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?*, 55 *Ohio St. L. J.*, 1994, 1009;

FISCH J., *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, 877;

FORESTIERI G., *Corporate & investment banking*, Milano, 2011;

FRANKEL T., *The New Financial Assets: Separating Ownership from Control*, 33 *Seattle L. Rev.*, 2010, 931;

GABRIELLI E., LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2011, in P. RESCIGNO, E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato dei contratti*, 27;

GEORGESON, FOND. VISENTINI, LUISS CERADI, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2013, disponibile su [http://www.georgeson.it/operazioni\\_pdf/Seminario-20130723/FTSE%20MIB%202013%20-%20Evoluzione%20degli%20assetti%20proprietari%20ed%20attivismo%20delle%20minoranze.pdf](http://www.georgeson.it/operazioni_pdf/Seminario-20130723/FTSE%20MIB%202013%20-%20Evoluzione%20degli%20assetti%20proprietari%20ed%20attivismo%20delle%20minoranze.pdf);

GHETTI R., *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 754;

GILLAN S. L., S TARKS L. T., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2007, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=959670](http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=959670);

GILOTTA S., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012;

GILOTTA S., *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 255;

GILSON R. J., G ORDON J. N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.*, May 2013, 863;

GILSON R. J., K RAAKMAN R., *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, 43 *Stan. L. Rev.*, 1991, 863;

GILSON R. J., SHWARTZ A., *Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control*, 2 *Theoretical Inquiries in L.*, 2001, 790;

GRIPPO G., *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, XVI, 2;

HAMPEL COMMITTEE, *Hampel Committee on Corporate Governance, Final Report*, 1998, disponibile su <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampelindex.Htm>;

HANNES S., *Corporate Stagnation: Discussion and Reform Proposal*, 30 *Iowa J. Corp. L.* 51, 74 n.103, 2004;

HAWLEY A., WILLIAMS A., *The rise of fiduciary capitalism*, Univ. Penn. Press, 2000;

HEINEMAN B. W., DAVIS S., *Are Institutional Investors Part Of The Problem Or Part Of The Solution?: Key Descriptive And Prescriptive Questions About Shareholders' Role In U.S. Public Equity Markets*, 2011, disponibile su <http://www.ced.org/pdf/Are-Institutional-Investors-Part-of-the-Problem-or-Part-of-the-Solution.pdf>;

HIGGS D., *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, January 2003, disponibile su <http://www.bis.gov.uk/files/file23012.pdf>;

HIGHT LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 novembre 2002, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm);

HOFFMAN L., BENOIT D., *Activist Funds Dust Off Greenmail Playbook*, *Wall Street J. Eur.*, 2014;

HOLMSTROM B., TIROLE J., *Market Liquidity and Performance Monitoring*, *Journal of Political Economy* 101, 4, 1993, 678;

HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE, *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City*, 2008-2009, disponibile su <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/519/519.pdf>;

HU H.T.C., BLACK B., *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *S. Cal. L. Rev.*, 2006, 811;

INNOCENTI F., *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 349;

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE, *The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles*, 2009, disponibile su <http://institutionalshareholderscommittee.org.uk/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/ISCCodel61109.pdf>;

INVESTOR RESPONSIBILITY RESEARCH CTR. INST. & INSTITUTIONAL SHOLDER SERVS., *Controlled Companies In The Standard & Poor's 1500: A Ten Year Performance And Risk Review 9-10*, 2012, disponibile su <http://hirrcinstitute.org/pdf/FINAL-ControlledCompany-ISS-Report.pdf>;

IRACE A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001;

JAMES D., *The Modern Corporation and Private Property*, by Adolf A. Berle Jr. and Gardiner C. Means, 8 *Indiana Law Journal*, 1933, 514;

JELSEN M. C., MCKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, 3, *J. Fin Ec*, 1976;

JOHNSON L., MILLON D., *Corporate Takeovers and Corporate Law: Who's in Control?*, 61 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1993, 1177;

JORDAN C., *Twenty Years On*, 58, *Vill. L. Rev.*, 1, 2013, disponibile su <http://digitalcommons.law.villanova.edu/vlr/vol58/iss1/2>;

KAHAN M., ROCK E.B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 3, *Corp. Governance L. Rev.*, 2007, 134;

KALYEBARA B., ISLAM S. M. N., *Corporate governance, capital markets and capital budgeting: an integrated approach*, Heidelberg, 2014;

KAY J., *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, July 2012, disponibile su <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-finalreport.pdf>;

KIM J., SCHLOETZER J. D., *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, ottobre 2015, disponibile su [www.conference-board.org/directornotes](http://www.conference-board.org/directornotes);

KLEIN A., ZUR E., *Entrepreneurial shareholder activism: found activism on the target firm's existing bondholders*, working paper, 2009;

KRAAKMAN R., *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford, 2009;

KRISHNAN C.N.V., PARTOY F., THOMAS R. S., *The Second Wave of Hedge Fund Activism: The Importance of Reputation, Clout, and Expertise*, disponibile su [http://www.activistinsight.com/research/Top%20Hedge%20Funds%20The%20Importance%20of%20Reputation%20in%20Shareholder%20Activism\\_150915094301.pdf](http://www.activistinsight.com/research/Top%20Hedge%20Funds%20The%20Importance%20of%20Reputation%20in%20Shareholder%20Activism_150915094301.pdf);

LARCKER D. F., TAYAN B., *Seven Myths of Corporate Governance*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance CGRP-16, 2011, disponibile su <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-closer-look-51-seven-myths-board-directors.pdf>;

LEE R., SCHLOETZER J. D., *The Activism of Carl Icahn and Bill Ackman 2*, Geo. McDonough Sch. Bus. Research Paper No. 2442317, May 2014, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/05/29/the-activism-of-carl-icahn-and-bill-ackman/>;

LENER R., *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010;

MACRÌ E., *Informazione privilegiata e disclosure*, Torino, 2010;

MAHONEY P. G., *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995;

MARCHETTI P., *Il nuovo Action Plan in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 225;

MARCHETTI P., REDE M., SANDRELLI G., *The European Commission's Green Paper on Corporate Governance: A response by CREDI-Bocconi University*, in *Riv. soc.*, 2011, 1242;

MAZZONI A., CERRAI A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993;

MCCAHERY J. A., VERMEULEN E. M., *The Role of Corporate Governance Reform and Enforcement in the Netherlands*, in TISON M., DE WULF H., VAN DER ELST C., STEENNOT R., *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Cambridge, 2009, Cambridge University Press;

MCKERSIE M., *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders with listed companies*, in 5 *Capital Markets Law Journal*, 2010;

MCNABB F. W., *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Vanguard*, III, 2015;

MONKS R. A. G., MINOW N., *Corporate governance*, Chichester, 2008;

MONTALENTI P., S. B. ALZOLA, *La società per azioni quotata*, in C. AGNASSO O., PANZANI L. (opera diretta da), *Le nuove S.p.A.*, Torino, 2010;

MONTALENTI P., *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, III, 1998, 329;

MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, 2, Padova, 2004;

MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011;

MONTALENTI P., *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685;

MONTALENTI P., *"Disclosure" e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 245;

MONTALENTI P., *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957;

MONTALENTI P., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, 120;

MONTALENTI P., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, 2015, 507;

- MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista ODC*, 2016, 1;
- MOSCA C., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118;
- MOSTACCI E., *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, 2008, London;
- MYNERS P., *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 2001, disponibile su <http://archive.treasury.gov.uk/pdf/2001/myners-report.pdf>;
- OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, disponibile su <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/2615021e.pdf?expires=1472117440&id=id&accname=guest&checksum=C86448B2E94C89A76CF3724385DEBBEE>;
- ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008;
- OPROMOLLA G., *Corporate governance: voce agli azionisti di “minoranza” e attivismo degli azionisti*, in *Le Società*, 2007, 925;
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, Milano, 2003;
- PORTALE G. B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazioni*, in AA. VV. *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, II, Torino, 2006;
- POUND J., *Raiders, Targets, and Politics: the history and future of american corporate control*, in *Journal of applied corporate finance*, 5, 1992, 6;
- RODRIGUES U., *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 *Minn. L. Rev.*, 2010-2011, 1822;

ROE M. J., *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, 10;

ROSSI G., *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, II, 905;

SERRA A., *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle S.p.a.*, diretto da COLOMBO, PORTALE, 3, Torino, 1994;

SFAMENI P., GIANNELLI A., *Appunti di diritto degli intermediari finanziari*, Milano, 2011;

SJOSTROM E., *Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know?*, in *Suitable Development*, 3, 2008, 141;

SMITH A., *La ricchezza delle nazioni*, Torino, 2006;

STELLA RICHTER M. JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 197;

RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009, disponibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf);

ROBERTS D. W., *Agreement In Principle: A Comprise For Activist Shareholders From The UK Stewardship Code*, in 48 *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2015;

ROCK E. B., *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Investor Activism*, 79 *Geo. L. J.*, 1991, 445;

ROCK E. B., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, forthcoming e in U of Penn, Inst for Law &

Econ Research Paper No. 14-37, July 21, 2015, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2512303](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512303);

ROMANO R., *Less is More: Making Institutional Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale J. on Reg.*, 2001, 174;

SACCHI R., *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, 101;

SERGAKIS K., *The UK Stewardship Code: Bridging the Gap Between Companies and Institutional Investors*, in 47 *Revue Juridique Themis*, 2013;

STRINE L. E. JR., *Why Excessive Risk-Taking Is Not Unexpected*, N.Y. Times Dealbook;

TEDESCHI C. (a cura di), *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Milano, 2013;

THORNTON G., *Corporate Governance Review 2011, A changing climate: Fresh challenges ahead*, 2011, disponibile su <http://www.grant-thornton.co.uk/pdf/corporate-governance.pdf>;

TONELLO M., RABIMOV S., *The Conference Board, The 2010 Institutional Investor Report: Trends In Asset Allocation And Portfolio Composition*, The Conference Board Research Report, No. R-1468-10-RR, 2010, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1707512>;

VENTORUZZO M., *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007;

WALKER D., *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations*, November 2009, disponibile su <http://www.hmtreasury.gov.uk/walkerjreviewinformation.htm>;

WONG S. C.Y., *Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors*,  
Butterworths J. Int'l Banking & Fin. L. 406, 2010;

WONG S. C.Y., *The UK Stewardship Code: A Missed Opportunity for Higher Standards*, in *Responsible Investor*, 13 July 2010, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=1640897>.

## Appendice: Campione di indagine

Tabella 4. – Elenco delle società del campione di indagine, codice ISIN, valore delle azioni in circolazione e percentuale della presenza di investitori istituzionali rispetto al totale degli azionisti aventi partecipazioni rilevanti nel capitale sociale della società considerata

SOCIETA'	ISIN	SHARES IN ISSUE	% INVESTITORI ISTITUZION ALI
A2A	IT0001233417	3.132.905.277	0,00%
ACEA	IT0001207098	212.964.900	25,00%
ACOTEL GROUP	IT0001469953	4.170.000	60,00%
ACQUE POTABILI	IT0004269327	36.002.945	0,00%
ACSM-AGAM	IT0001382024	76.619.105	0,00%
AEDES	IT0005065849	10.934.596	57,14%
AEFFE	IT0001384590	107.362.504	60,00%
AEROPORTO DI FIRENZE	IT0000346798	9.034.753	0,00%
AION RENEWABLES	IT0003926661	56.563.631	0,00%
ALBA PRIVATE EQUITY	IT0005025496	10.125.000	25,00%
ALERION CLEANPOWER	IT0004720733	43.579.004	27,27%
AMBIENTHESIS	IT0001042297	92.700.000	0,00%
AMPLIFON	IT0004056880	224.598.012	66,67%
ANIMA HOLDING	IT0004998065	299.804.076	100,00%
ANSALDO STS	IT0003977540	200.000.000	66,67%
ARENA	IT0001347175	1.765.129.221	50,00%
ASCOPIAVE	IT0004093263	234.411.575	33,33%
ASTALDI	IT0003261069	98.424.900	75,00%

<b>ASTM</b>	IT0000084027	88.000.000	60,00%
<b>ATLANTIA</b>	IT0003506190	825.783.990	66,67%
<b>AUTOGRILL</b>	IT0001137345	254.400.000	33,33%
<b>AUTOSTRADE MERIDIONALI</b>	IT0000084043	4.375.000	25,00%
<b>AZIMUT HOLDING</b>	IT0003261697	143.254.497	60,00%
<b>B&amp;C SPEAKERS</b>	IT0001268561	11.000.000	0,00%
<b>BANCA CARIGE</b>	IT0003211601	10.167.553.157	0,00%
<b>BANCA FINNAT</b>	IT0000088853	362.880.000	14,29%
<b>BANCA GENERALI</b>	IT0001031084	115.676.469	100,00%
<b>BANCA IFIS</b>	IT0003188064	53.811.095	20,00%
<b>BANCA INTERMOBILIARE</b>	IT0000074077	156.209.463	66,67%
<b>BANCA MONTE PASCHI SIENA</b>	IT0004984842	5.116.513.875	100,00%
<b>BANCA POP EMILIA ROMAGNA</b>	IT0000066123	481.308.435	100,00%
<b>BANCA POPOLARE ETRURIA E LAZIO</b>	IT0004919327	217.190.817	100,00%
<b>BANCA POPOLARE MILANO</b>	IT0000064482	4.391.784.467	100,00%
<b>BANCA POPOLARE SONDRIO</b>	IT0000784196	453.385.777	100,00%
<b>BANCA POPOLARE SPOLETO</b>	IT0001007209	106.928.485	66,67%
<b>BANCA PROFILO</b>	IT0001073045	677.351.620	100,00%
<b>BANCO DI DESIO E BRIANZA</b>	IT0001041000	117.000.000	25,00%
<b>BANCO DI SARDEGNA RSP</b>	IT0001005070	6.600.000	0,00%
<b>BANCO POPOLARE</b>	IT0005002883	362.179.606	100,00%
<b>BANCO SANTANDER</b>	ES0113900J37	12.584.414.659	0,00%
<b>BASICNET</b>	IT0001033700	60.993.602	60,00%
<b>BASTOGI</b>	IT0004412497	17.787.594	0,00%
<b>BB BIOTECH</b>	CH0038389992	11.850.000	0,00%
<b>BE</b>	IT0001479523	134.897.272	50,00%
<b>BEGHELLI</b>	IT0001223277	200.000.000	0,00%
<b>BENI STABILI</b>	IT0001389631	2.269.425.886	100,00%
<b>BEST UNION COMPANY</b>	IT0004273915	9.350.924	33,33%
<b>BIALETTI INDUSTRIE</b>	IT0004222102	75.000.000	0,00%
<b>BIANCAMANO</b>	IT0004095888	34.000.000	0,00%
<b>BIESSE</b>	IT0003097257	27.393.042	0,00%
<b>BIOERA</b>	IT0004711203	36.000.266	0,00%

<b>BOERO BARTOLOMEO</b>	IT0000066966	4.340.379	20,00%
<b>BOLZONI</b>	IT0004027279	25.993.915	50,00%
<b>BONIFICHE FERRARESI</b>	IT0000074135	5.625.000	0,00%
<b>BORGOSIESA</b>	IT0003217335	37.935.251	16,67%
<b>BREMBO</b>	IT0001050910	66.784.450	66,67%
<b>BRIOSCHI</b>	IT0000066180	787.664.845	33,33%
<b>BRUNELLO CUCINELLI</b>	IT0004764699	68.000.000	20,00%
<b>BUZZI UNICEM</b>	IT0001347308	165.349.149	75,00%
<b>CAD IT</b>	IT0001489720	8.980.000	0,00%
<b>CAIRO COMMUNICATION</b>	IT0004329733	78.343.400	0,00%
<b>CALEFFI</b>	IT0003025019	12.500.000	0,00%
<b>CALTAGIRONE</b>	IT0003127930	120.120.000	0,00%
<b>CALTAGIRONE EDITORE</b>	IT0001472171	125.000.000	33,33%
<b>CAMPARI</b>	IT0003849244	580.800.000	50,00%
<b>CARRARO</b>	IT0001046553	45.989.800	0,00%
<b>CATTOLICA ASSICURAZIONI</b>	IT0000784154	174.293.926	100,00%
<b>CEMBRE</b>	IT0001128047	17.000.000	28,57%
<b>CEMENTIR HOLDING</b>	IT0003126783	159.120.000	0,00%
<b>CENTRALE DEL LATTE DI TORINO</b>	IT0003023980	10.000.000	0,00%
<b>CERVED INFORMATION SOLUTIONS</b>	IT0005010423	195.000.000	100,00%
<b>CHL</b>	IT0001446613	246.878.656	0,00%
<b>CICCOLELLA</b>	IT0000080421	180.502.870	50,00%
<b>CIR</b>	IT0000080447	794.292.367	66,67%
<b>CLASS EDITORI</b>	IT0001276408	283.219.074	33,33%
<b>CNH INDUSTRIAL</b>	NL0010545661	1.354.194.368	66,67%
<b>COFIDE</b>	IT0000070786	719.209.918	50,00%
<b>COGEME SET</b>	IT0004092216	61.734.640	50,00%
<b>COMPAGNIA IMMOBILIARE AZIONARIA</b>	IT0003389522	92.295.260	0,00%
<b>CONAFI PRESTITO'</b>	IT0004105653	46.500.000	0,00%
<b>CREDITO EMILIANO</b>	IT0003121677	332.392.107	100,00%
<b>CREDITO VALTELLINESE</b>	IT0000064516	1.108.872.369	100,00%
<b>CRESPI</b>	IT0001054904	160.000.000	0,00%
<b>CSP INTERNATIONAL</b>	IT0001127874	33.259.328	0,00%

<b>CTI BIOPHARMA</b>	US12648L1061	176.496.241	75,00%
<b>DADA</b>	IT0001455473	16.680.069	100,00%
<b>DAMIANI</b>	IT0004249329	82.600.000	25,00%
<b>D'AMICO INTERNATIONAL SHIPPING</b>	LU0290697514	421.955.307	50,00%
<b>DANIELI &amp; C</b>	IT0000076502	40.879.533	0,00%
<b>DANIELI &amp; C RSP</b>	IT0000076486	40.425.033	0,00%
<b>DATALOGIC</b>	IT0004053440	58.446.491	66,67%
<b>DE' LONGHI</b>	IT0003115950	149.500.000	50,00%
<b>DEA CAPITAL</b>	IT0001431805	306.612.100	100,00%
<b>DELCLIMA</b>	IT0004772502	149.580.000	100,00%
<b>DIASORIN</b>	IT0003492391	55.948.257	83,33%
<b>DIGITAL BROS</b>	IT0001469995	14.110.837	0,00%
<b>DMAIL GROUP</b>	IT0004819030	1.530.000	33,33%
<b>EDISON RSP</b>	IT0003372205	110.154.847	0,00%
<b>EEMS</b>	IT0001498234	43.597.120	0,00%
<b>EI TOWERS</b>	IT0003043418	28.262.377	80,00%
<b>EL EN</b>	IT0001481867	4.824.368	12,50%
<b>ELICA</b>	IT0003404214	63.322.800	25,00%
<b>EMAK</b>	IT0001237053	163.934.835	50,00%
<b>ENEL</b>	IT0003128367	9.403.357.795	100,00%
<b>ENEL GREEN POWER</b>	IT0004618465	5.000.000.000	100,00%
<b>ENERVIT</b>	IT0004356751	17.800.000	0,00%
<b>ENGINEERING</b>	IT0003029441	12.500.000	50,00%
<b>ENI</b>	IT0003132476	3.634.185.330	100,00%
<b>ERG</b>	IT0001157020	150.320.000	66,67%
<b>ERGYCAPITAL</b>	IT0004370448	167.020.118	0,00%
<b>ESPRINET</b>	IT0003850929	52.404.340	28,57%
<b>EUKEDOS</b>	IT0004818297	18.069.560	50,00%
<b>EUROTECH</b>	IT0003895668	35.515.784	0,00%
<b>EXOR</b>	IT0001353140	246.229.850	33,33%
<b>EXPRIVIA</b>	IT0001477402	51.883.958	0,00%
<b>FALCK RENEWABLES</b>	IT0003198790	291.413.891	0,00%
<b>FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV</b>	NL0010877643	1.284.919.505	0,00%

<b>FIDIA</b>	IT0001498481	5.123.000	0,00%
<b>FIERA MILANO</b>	IT0003365613	42.147.437	75,00%
<b>FINCANTIERI</b>	IT0001415246	1.692.119.070	100,00%
<b>FINECOBANK</b>	IT0000072170	606.274.033	100,00%
<b>FINMECCANICA</b>	IT0003856405	578.150.395	100,00%
<b>FNM</b>	IT0000060886	434.902.568	33,33%
<b>FULLSIX</b>	IT0001487047	11.182.315	50,00%
<b>GABETTI PROPERTY SOLUTIONS</b>	IT0005023038	43.691.201	83,33%
<b>GAS PLUS</b>	IT0004098510	44.909.620	50,00%
<b>GEFRAN</b>	IT0003203947	14.400.000	0,00%
<b>GENERALI</b>	IT0000062072	1.556.873.283	66,67%
<b>GEOX</b>	IT0003697080	259.207.331	33,33%
<b>GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI</b>	IT0003690283	81.834.757	0,00%
<b>GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO</b>	IT0001398541	412.039.288	20,00%
<b>GTECH</b>	IT0003990402	174.975.393	50,00%
<b>HERA</b>	IT0001250932	1.489.538.745	0,00%
<b>I GRANDI VIAGGI</b>	IT0001244026	45.000.000	0,00%
<b>IGD - IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE</b>	IT0003745889	756.356.289	33,33%
<b>IL SOLE 24 ORE</b>	IT0004269723	43.333.213	100,00%
<b>IMA</b>	IT0001049623	36.828.000	0,00%
<b>IMMSI</b>	IT0001413837	340.530.000	0,00%
<b>INDUSTRIA E INNOVAZIONE</b>	IT0004179088	23.428.826	57,14%
<b>INTEK GROUP</b>	IT0004552359	345.506.670	0,00%
<b>INTERPUMP GROUP</b>	IT0001078911	108.879.294	66,67%
<b>INTESA SANPAOLO</b>	IT0000072618	15.846.089.783	85,71%
<b>INVESTIMENTI E SVILUPPO</b>	IT0004942915	6.357.264	50,00%
<b>IRCE</b>	IT0001077780	28.128.000	0,00%
<b>IREN</b>	IT0003027817	1.181.725.677	50,00%
<b>ISAGRO</b>	IT0001069902	24.549.960	0,00%
<b>ISAGRO AZIONI SVILUPPO</b>	IT0005013542	14.174.919	0,00%
<b>IT WAY</b>	IT0003057624	7.905.318	0,00%
<b>ITALCEMENTI</b>	IT0001465159	349.270.680	50,00%
<b>ITALCEMENTI RSP</b>	IT0001465167	-	0,00%

<b>ITALMOBILIARE</b>	IT0000074598	22.182.583	50,00%
<b>ITALMOBILIARE RSP</b>	IT0000074614	16.343.162	0,00%
<b>IVS GROUP</b>	LU0556041001	38.952.491	0,00%
<b>JUVENTUS FOOTBALL CLUB</b>	IT0000336518	1.007.766.660	50,00%
<b>K.R.ENERGY</b>	IT0004841315	33.104.269	0,00%
<b>KINEXIA</b>	IT0004441603	56.103.250	23,08%
<b>LA DORIA</b>	IT0001055521	31.000.000	0,00%
<b>LANDI RENZO</b>	IT0004210289	112.500.000	33,33%
<b>LAZIO</b>	IT0003621783	67.738.911	0,00%
<b>LUXOTTICA GROUP</b>	IT0001479374	481.630.583	0,00%
<b>LVENTURE GROUP</b>	IT0005013013	17.711.120	0,00%
<b>M&amp;C</b>	IT0003955009	474.159.596	75,00%
<b>MAIRE TECNIMONT</b>	IT0004931058	305.527.500	40,00%
<b>MARR</b>	IT0003428445	66.525.120	66,67%
<b>MEDIACONTECH</b>	IT0004991490	18.441.303	100,00%
<b>MEDIASET</b>	IT0001063210	1.181.227.564	66,67%
<b>MEDIOBANCA</b>	IT0000062957	863.687.761	66,67%
<b>MEDIOLANUM</b>	IT0001279501	737.436.998	0,00%
<b>MERIDIE</b>	IT0004283807	62.273.000	14,29%
<b>MID INDUSTRY CAPITAL</b>	IT0004166762	4.220.225	40,00%
<b>MILANO ASSICURAZIONI</b>	IT0000062221	#N/D	100,00%
<b>MITTEL</b>	IT0001447348	87.907.017	12,50%
<b>MOLESKINE</b>	IT0004894900	212.180.205	100,00%
<b>MOLMED</b>	IT0001080248	234.139.264	50,00%
<b>MONCLER</b>	IT0004965148	250.000.000	66,67%
<b>MONDADORI EDITORE</b>	IT0001469383	261.458.340	75,00%
<b>MONDO TV</b>	IT0001447785	26.424.828	33,33%
<b>MONRIF</b>	IT0000066016	150.000.000	25,00%
<b>MOVIEMAX</b>	IT0003765267	75.692.623	100,00%
<b>MUTUIONLINE</b>	IT0004195308	39.511.870	57,14%
<b>NICE</b>	IT0003317945	116.000.000	50,00%
<b>NOEMALIFE</b>	IT0004014533	7.643.270	33,33%
<b>NOVA RE</b>	IT0001162509	13.500.000	66,67%

<b>OLIDATA</b>	IT0001350625	34.000.000	50,00%
<b>PANARIAGROUP INDUSTRIE CERAMICHE</b>	IT0001467577	45.355.291	66,67%
<b>PARMALAT</b>	IT0003826473	1.831.068.945	0,00%
<b>PIAGGIO &amp; C</b>	IT0003073266	363.674.880	33,33%
<b>PIERREL</b>	IT0004007560	49.377.294	0,00%
<b>PININFARINA</b>	IT0003056386	30.166.652	0,00%
<b>PIQUADRO</b>	IT0004240443	50.000.000	50,00%
<b>PIRELLI &amp; C</b>	IT0004623051	475.740.182	100,00%
<b>POLIGRAFICA S FAUSTINO</b>	IT0001352217	1.194.107	0,00%
<b>POLIGRAFICI EDITORIALE</b>	IT0000086923	132.000.000	25,00%
<b>PRELIOS</b>	IT0004923022	506.953.179	66,67%
<b>PREMUDA</b>	IT0003676282	187.706.990	66,67%
<b>PRIMA INDUSTRIE</b>	IT0003124663	10.483.274	14,29%
<b>PRYSMIAN</b>	IT0004176001	216.712.397	87,50%
<b>RAI WAY</b>	IT0005054967	272.000.000	50,00%
<b>RATTI</b>	IT0004724107	27.350.000	0,00%
<b>RCS MEDIAGROUP</b>	IT0004931496	521.864.957	55,56%
<b>RECORDATI</b>	IT0003828271	209.125.156	100,00%
<b>RENO DE MEDICI</b>	IT0001178299	377.509.870	66,67%
<b>REPLY</b>	IT0001499679	9.352.857	0,00%
<b>RETELIT</b>	IT0004370463	164.264.946	0,00%
<b>RISANAMENTO</b>	IT0001402269	1.800.844.234	80,00%
<b>ROMA</b>	IT0001008876	397.569.888	100,00%
<b>ROSSS</b>	IT0004297575	11.570.000	0,00%
<b>SABAF</b>	IT0001042610	11.533.450	33,33%
<b>SAES GETTERS</b>	IT0001029492	14.671.350	0,00%
<b>SAES GETTERS RSP</b>	IT0001037081	7.378.619	0,00%
<b>SAFILO GROUP</b>	IT0004604762	62.534.965	0,00%
<b>SAIPEM</b>	IT0000068525	441.300.104	66,67%
<b>SALINI IMPREGILO</b>	IT0003865570	492.172.691	0,00%
<b>SALVATORE FERRAGAMO</b>	IT0004712375	168.410.000	0,00%
<b>SARAS</b>	IT0000433307	951.000.000	25,00%
<b>SAT</b>	IT0000214293	9.860.000	25,00%

<b>SAVE</b>	IT0001490736	55.340.000	71,43%
<b>SCREEN SERVICE</b>	IT0003745129	138.500.000	50,00%
<b>SEAT PAGINE GIALLE</b>	IT0005070633	64.267.615.339	0,00%
<b>SERVIZI ITALIA</b>	IT0003814537	28.371.486	25,00%
<b>SESA</b>	IT0004729759	15.651.101	66,67%
<b>SIAS</b>	IT0003201198	227.502.643	100,00%
<b>SINTESI</b>	IT0004659428	60.700.205	100,00%
<b>SNAI</b>	IT0000074903	116.824.985	0,00%
<b>SNAM</b>	IT0003153415	3.500.638.294	100,00%
<b>SOGEFI</b>	IT0000076536	118.521.055	50,00%
<b>SOL</b>	IT0001206769	90.700.000	33,33%
<b>SORIN</b>	IT0003544431	478.738.144	50,00%
<b>SPACE</b>	IT0004967292	12.999.999	40,00%
<b>STEFANEL</b>	IT0004607518	84.526.556	0,00%
<b>STMICROELECTRONICS</b>	NL0000226223	910.741.805	66,67%
<b>TAMBURI INVESTMENT PARTNERS</b>	IT0003153621	143.480.475	27,27%
<b>TAS</b>	IT0001424644	41.768.449	100,00%
<b>TELECOM ITALIA</b>	IT0003497168	13.470.955.451	75,00%
<b>TELECOM ITALIA RSP</b>	IT0003497176	6.026.120.661	0,00%
<b>TELECOM ITALIA MEDIA</b>	IT0005022170	103.308.421	0,00%
<b>TENARIS</b>	LU0156801721	1.180.536.830	100,00%
<b>TERNA</b>	IT0003242622	2.009.992.000	100,00%
<b>TERNIENERGIA</b>	IT0004359037	44.089.550	0,00%
<b>TESMEC</b>	IT0004585243	107.084.000	0,00%
<b>TISCALI</b>	IT0004513666	1.861.535.343	0,00%
<b>TOD'S</b>	IT0003007728	30.609.401	50,00%
<b>TREVI FIN INDUSTRIALE</b>	IT0001351383	164.783.265	66,67%
<b>TXT</b>	IT0001454435	11.823.864	50,00%
<b>UBI BANCA</b>	IT0003487029	901.748.572	100,00%
<b>UNICREDIT</b>	IT0004781412	5.863.329.150	85,71%
<b>UNIPOL</b>	IT0004810054	443.993.991	87,50%
<b>UNIPOL PRV</b>	IT0004810062	273.479.517	33,33%
<b>UNIPOLSAI</b>	IT0004827447	2.275.632.026	100,00%

<b>UNIPOLSAI RSP B</b>	IT0004827488	377.193.155	0,00%
<b>VALSOIA</b>	IT0001018362	10.455.784	0,00%
<b>VIANINI INDUSTRIA</b>	IT0003127898	30.105.387	0,00%
<b>VIANINI LAVORI</b>	IT0003127864	43.797.507	66,67%
<b>VITTORIA ASSICURAZIONI</b>	IT0000062882	67.378.924	50,00%
<b>WORLD DUTY FREE</b>	IT0004954662	254.520.000	66,67%
<b>YOOX</b>	IT0003540470	61.935.536	75,00%
<b>ZIGNAGO VETRO</b>	IT0004171440	88.000.000	66,67%
<b>ZUCCHI</b>	IT0000080553	523.230.291	75,00%

---