

Quaderni giuridici

Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*

Problemi e prospettive

S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

19

gennaio 2019

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship

Problemi e prospettive

*S. Alvaro**, *M. Maugeri***, *G.Strampelli****

Abstract

Il lavoro si propone di analizzare il ruolo che i codici di autoregolamentazione (c.d. "*codici di stewardship*") possono svolgere nel disciplinare le scelte di voto degli investitori istituzionali nelle assemblee delle società in cui hanno investito. Il tema riveste particolare attualità se si considera che la direttiva europea sui diritti degli azionisti, partendo dal presupposto che il disinteresse dei soci nelle società quotate sia stato uno dei fattori all'origine della crisi finanziaria del 2007/2008 in quanto avrebbe favorito comportamenti speculativi dei manager, assegna agli investitori istituzionali il compito di monitorare la condotta degli amministratori e di esercitare i propri diritti sociali (c.d. "*engagement*") al fine di assicurare una crescita di valore delle azioni equilibrata e sostenibile nel lungo periodo. Questa impostazione del legislatore europeo si confronta tuttavia con una serie di incertezze. In primo luogo, non è chiaro il significato tecnico di vocaboli come "*engagement*", "*stewardship*" o "*attivismo*" degli investitori istituzionali, né in cosa consistano le differenze tra i fenomeni designati con questi vocaboli. In secondo luogo, si può dubitare che gli investitori istituzionali dispongano dei necessari incentivi per esercitare un monitoraggio attento e continuativo sulle scelte del management delle società partecipate. Almeno nel caso degli investitori tradizionali, infatti, la diversificazione del porta-

JEL Classifications: G34, G38, J33, K22, M52.

Keywords: say-on-pay, remuneration, shareholder activism, institutional investors, corporate governance, concentrated ownership, shareholders' meeting.

* Responsabile Ufficio Studi Giuridici, Divisione Studi Consob. ** Professore Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università Europea di Roma. *** Professore Associato di Diritto Commerciale nell'Università L. Bocconi di Milano.

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Si ringrazia il Prof. Giuseppe Ferri per gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

foglio e la conseguente ridotta entità dei pacchetti azionari detenuti in ogni singola società potrebbe rendere più efficiente l'opzione del disinvestimento (*exit*) rispetto a quella del voto in assemblea (*voice*), la quale richiede una costosa attività di acquisizione ed elaborazione di informazioni sulle materie all'ordine del giorno delle varie assemblee, con l'ulteriore svantaggio che altri investitori potrebbero profittare dell'incremento di valore derivante da tale attività senza sostenere alcun onere economico (c.d. "*free riding*"). Vi sono, infine, dubbi di carattere giuridico in ordine alla possibilità per una molteplicità di investitori "attivisti" di adottare forme di coordinamento funzionali a contrastare decisioni degli amministratori considerate inefficienti o ad attivare canali informativi privilegiati con il consiglio di amministrazione dell'emittente al fine di avviare un dialogo sulle strategie che quest'ultimo intende perseguire nella gestione della società. Il quadro appena delineato giustifica, pertanto, uno studio volto a tentare di comprendere quali siano gli spazi di intervento per l'autodisciplina in materia di "*engagement*" degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi. Dopo una breve ricostruzione storica sulle origini del fenomeno dell'attivismo azionario e un chiarimento del significato da attribuire al concetto di "*engagement*" (inteso come tecnica di confronto/dialogo con il *management* dell'emittente) e a quello di "*stewardship*" (inteso come insieme di iniziative con le quali i gestori di attivi proteggono il valore dell'investimento dei propri *beneficial owners*), il quaderno affronta sia il problema della carenza di incentivi all'*engagement*, sottolineando il ruolo che i fondi c.d. "passivi" (e cioè quelli che perseguono politiche di investimento volte a riprodurre fedelmente la composizione degli indici di mercato) possono assumere nell'orientare la gestione dell'emittente a una prospettiva di lungo termine, sia il problema delle regole di fonte legislativa e regolamentare applicabili all'*engagement* degli investitori istituzionali, giungendo alla conclusione dell'inesistenza di limiti giuridici a un ampio dispiegarsi dell'*engagement*. Nella parte conclusiva, il lavoro sottolinea la funzione "segnaletica" che l'adesione a un codice di *stewardship* è in grado di sviluppare sia nei confronti del mercato sia nei confronti della stessa società emittente in ordine alla serietà dell'impegno con il quale l'investitore intende coltivare una prospettiva di creazione sostenibile di valore nel lungo periodo. In tale prospettiva, vengono analizzate, infine, talune soluzioni che potrebbero contribuire a rivalutare il ruolo dei codici di autodisciplina degli investitori istituzionali: dall'attribuzione di un *rating* alle modalità con le quali il codice è stato attuato dal singolo investitore istituzionale, alla previsione di obblighi normativi di trasparenza in ordine a tali modalità sino ad arrivare alla formulazione di una regola, di fonte legale o giurisprudenziale, la quale consenta di valorizzare la puntuale e continuativa applicazione delle disposizioni autodisciplinari alla stregua di un indice rilevante di adeguatezza dei processi di investimento e degli assetti organizzativi dell'intermediario.

Indice

Introduzione	6
1 Il quadro concettuale di riferimento	11
1.1 <i>Activism, engagement e stewardship</i> : cenni storici e questioni definitorie	11
1.2 Il dato normativo	18
1.3 Il dato autodisciplinare	21
1.4 Il dato empirico	27
2 I vincoli alle politiche di <i>engagement</i>	32
2.1 I vincoli teorici alle politiche di <i>engagement</i>	32
2.2 I vincoli giuridici alle politiche di <i>engagement</i>	44
3 La prospettiva	56
3.1 I risultati dell'indagine	56
3.2 Le implicazioni di <i>policy</i>	58
Bibliografia	63

Introduzione

Il fenomeno della "istituzionalizzazione" degli assetti proprietari di società emittenti azioni negoziate su mercati regolamentati, inteso come concentrazione del capitale nelle mani di intermediari istituzionali chiamati ad amministrare l'investimento nell'interesse altrui¹, è ormai da tempo al centro del dibattito scientifico internazionale. Vi è, anzi, il diffuso convincimento che l'inerzia di quegli investitori nel monitorare l'andamento delle società partecipate sia stata una delle principali cause della crisi finanziaria del 2008² e che la prevenzione di ogni futura crisi passi attraverso una maggiore responsabilizzazione degli azionisti istituzionali nel controllo delle dinamiche gestorie delle imprese. In questa prospettiva, si spiega per quale ragione l'"impegno" (*engagement*) degli investitori istituzionali nell'esercizio dei diritti inerenti alle partecipazioni detenute assurga a elemento essenziale per assicurare il buon governo degli emittenti titoli quotati in borsa.

E tuttavia permangono diversi profili di incertezza: sia in ordine all'esatto inquadramento concettuale del fenomeno, sia in ordine alla tecnica normativa da utilizzare per disciplinarlo. Già sul piano lessicale non è chiaro quale sia l'esatta portata da attribuire a termini come "*engagement*" e "*activism*". Si potrebbe, infatti, immaginare l'attivismo come una particolare forma di *engagement*³. Ma altrettanto plausibile sarebbe intendere quei termini come alternativi in quanto idonei a identificare il comportamento di due diverse tipologie di soci: da un lato, gli investitori istituzionali "tradizionali", per i quali la decisione di esercitare i diritti partecipativi ha carattere reattivo, esplicandosi come conseguenza di vicende puntuali di cattiva gestione societaria; dall'altro, i fondi speculativi che, dopo aver selezionato potenziali *target* (ossia emittenti a loro avviso sottovalutati dal mercato perché caratterizzati da un governo societario inefficiente), si adoperano, appunto attivamente, nell'esercitare pressione sugli amministratori affinché siano programmati cambiamenti nell'assetto di governo e formulate proposte operative suscettibili di incrementare sia i flussi di cassa sia, e conseguentemente, i dividendi distribuibili alla compagine sociale.

L'incertezza riguarda, d'altro canto, anche la valutazione degli effetti pratici di una condotta "attiva" da parte degli investitori istituzionali. Indubbiamente, la scelta di fondi e imprese bancarie e assicurative di valutare, ed eventualmente sindacare, le politiche e le strategie imprenditoriali, ove reputate confliggenti con gli obiettivi di una crescita sostenibile del valore delle azioni, è idonea a generare specifici vantaggi "sistemici". Da un lato, infatti, l'eventualità che il monitoraggio degli investitori istituzionali induca il management di una determinata società quotata

1 Fenomeno segnalato da R.J.Gilson-J.N.Gordon *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013), 874 ss. i quali, nella "reconcentration of ownership" nelle mani degli investitori istituzionali, rintracciano l'origine dell'insorgenza dei c.d. "costi di agenzia del capitalismo di agenzia".

2 Per questo rilievo con riguardo alla esperienza britannica v. W.Claxton-Smith, *Companies and their Owners - How they Engage: A Historical and Personal Perspective*, in *A Practical Guide to Corporate Governance*⁵, a cura di M.Cardale, London, Sweet&Maxwell, 2014, 25-004, 675.

3 Per una posizione di questo tenore v. P.Lee, *Stewardship and Shareholder Activism*, in *A Practical Guide to Corporate Governance*⁵, a cura di M.Cardale, London, Sweet&Maxwell, 2014, 24-002, 636 (con riferimento al rapporto tra "stewardship" ed "engagement") e 24-011, 651 (con riferimento alla distinzione tra "engagement" e "activism").

(soprattutto se di grandi dimensioni) ad adottare pratiche efficienti di governo societario, può comportare che anche altri emittenti siano spinti a tener conto delle istanze formulate da quegli investitori, con complessivo miglioramento della qualità delle strutture di governo delle imprese (c.d. effetto di "imitazione"); dall'altro, appare ragionevole ritenere che il fenomeno della concentrazione della proprietà azionaria nelle mani di pochi investitori istituzionali attivi, in quanto inclini al dialogo con gli amministratori delle società in portafoglio, renda per questi ultimi molto più facile apprendere le preferenze della base azionaria rispetto a quanto accadrebbe nell'eventualità di una frammentazione del capitale in una moltitudine di piccoli azionisti dispersi (c.d. effetto "comunicazione")⁴.

Neppure trascurabili sono però le eventuali controindicazioni di una condotta "attiva" da parte degli investitori istituzionali. Nota è la critica concernente la circostanza secondo cui la pressione esercitata da questi ultimi e, in particolare, dagli investitori c.d. attivisti può indurre gli amministratori dell'emittente a orientare al breve termine le proprie scelte di gestione. Meno esplorata, ma altrettanto delicata, è l'eventualità dell'intervento degli investitori istituzionali ove esercitato in modo "informale" e cioè attraverso colloqui "dietro le quinte" con il management (c.d. "*behind-the-scene-negotiations*"), determini l'insorgenza di asimmetrie informative a favore di taluni investitori, i quali potrebbero sfruttarle mediante operazioni sul mercato il cui effetto ultimo sarebbe un allargamento dello spread "*bid-ask*" e una conseguente contrazione della liquidità del titolo⁵.

Pure da sottolineare è come sulla propensione al c.d. attivismo degli investitori istituzionali incidano le caratteristiche e le specificità dei singoli paesi, in termini di profondità dei relativi mercati finanziari e di struttura proprietaria delle imprese che vi operano. Infatti, strutture proprietarie fortemente concentrate (contraddistinte, cioè, dalla presenza di soci titolari della maggioranza assoluta dei diritti di voto) e mercati secondari illiquidi potrebbero ridurre l'incentivo dell'investitore istituzionale ad acquisire una partecipazione rilevante nel capitale dell'emittente. Al tempo stesso, proprio quegli elementi potrebbero costringere gli investitori istituzionali che abbiano comunque acquistato una quota significativa nel capitale dell'emittente a esercitare attivamente i diritti sociali di cui dispongono⁶.

Qualunque discorso intorno all'*engagement* degli investitori istituzionali dovrebbe, inoltre, considerare il rilievo secondo cui tali investitori mancherebbero di adeguati incentivi finanziari a farsi promotori di un miglioramento della *governance*. Al riguardo la letteratura economica ha più volte enfatizzato la carenza di adeguati stimoli in ragione di plurimi fattori: l'elevata movimentazione del portafoglio gestito, con conseguente preferenza per la liquidità rispetto alla *voice*; l'elevata

4 M.Steiger, *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Nomos, Baden-Baden, 2000, 74.

5 B.Holmström-J.Tirole, *Market Liquidity and Performance Monitoring*, in *Journal of Political Economy*, 101, 1993, 678 ss.

6 Si tratta della interrelazione tra il c.d. "Lock-in-Effect" e il c.d. "Liquidity-Effect" descritto anche da E.Maug, *Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control*, in *Journal of Finance* 53, 1998, 65 ss., 67.

diversificazione del portafoglio con conseguente sproporzione tra costi di monitoraggio (raccolta di informazioni specifiche sull'impresa, comunicazione con gli amministratori, organizzazione di eventuali sollecitazioni delle deleghe)⁷ e ricavi conseguibili in caso di successo, attesa la ridotta consistenza del singolo investimento, sia in termini assoluti sia in relazione alla complessiva dimensione del portafoglio; il rischio di *free-riding* da parte degli altri azionisti e soprattutto dei gestori concorrenti che abbiano investito nella stessa società; la penuria di risorse, sia di persone sia di mezzi, dedicate al monitoraggio delle società in portafoglio, da cui discende la mancanza di una conoscenza adeguata delle caratteristiche specifiche della singola impresa e del singolo mercato nel quale essa opera (come attesta il frequente ricorso alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*); i conflitti di interesse nascenti dalle relazioni di affari intrattenute con l'emittente dal gruppo di appartenenza dell'investitore istituzionale, il quale difficilmente intraprenderà allora iniziative di contrapposizione con il *management*⁸.

La letteratura giuridica, dal canto suo, non manca di sottolineare i rischi derivanti dall'assenza di un quadro normativo chiaro in tema di *engagement*⁹. Ci si chiede, così, se i contatti e gli scambi di opinione e informazioni nelle fasi antecedenti a una contesa assembleare, oppure l'eventualità di una cooperazione puntuale per conseguire un determinato risultato assembleare (per lo più in termini di elezione di nuovi amministratori), integrino gli estremi del concerto rilevante ai fini o.p.a. E ci si chiede anche, forse con maggiore fondamento, se e in quale misura la disciplina sugli abusi di mercato trovi applicazione al dialogo tra amministratori e investitori: una preoccupazione, questa, la quale assume concreto rilievo non solo in quanto quel dialogo potrebbe integrare gli estremi di una comunicazione "selettiva", e dunque illecita, di informazioni privilegiate, ma anche perché l'assimilazione di informazioni riservate si traduce in un ostacolo alla possibilità dell'investitore di negoziare le azioni prima che l'informazione sia divenuta pubblica.

Vi sarebbe, infine, da esplorare il ruolo degli investitori "passivi" nello stile di gestione in quanto "prigionieri" dell'investimento (prevalentemente: fondi ETF e, più in generale, fondi comuni indicizzati). Anche per questa classe di investitori le opinioni divergono sensibilmente. Mentre alcuni Autori tendono a considerare i fondi passivi privi di incentivi all'*engagement*¹⁰, altre opinioni sottolineano come quegli incentivi non solo siano presenti ma si manifestino, almeno di regola, in modo addirittura più intenso rispetto alla posizione dei fondi gestiti in modo attivo (e cioè legittimati a "sovra- o sottopesare" un determinato titolo rispetto a un dato indice azionario assunto come *benchmark*)¹¹, poiché i fondi passivi, trovandosi nell'impossibilità di uscire dall'investimento sino a che i titoli permangono nel paniere,

7 V. N.Gantchev, The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model, in *Journal of Fin. Econ.* 107 (2013), 610 ss.

8 B.Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, in 39 *UCLA L. Rev.* 811 (1992).

9 Si tratta di un problema avvertito a livello internazionale: v., ad es., per l'esperienza tedesca M.Heuser, *Shareholder Activism. Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus*, Köln, Heymanns Verlag, 2012, spec. 79 ss.

10 L.A.Bebchuk, A.Cohen, & S.Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *J. Econ. Pers.*, 89 (2017), 90 ss.

11 I.R.Appel, T.A.Gormley, D.B.Keim, Passive Investors, not Passive Owners, in *J. of Financial Economics*, 121 (2016),

avrebbero interesse a promuovere pratiche di buon governo societario proprio al fine di ridurre fenomeni di *mispricing* attraverso un miglioramento della qualità della gestione (e quindi dei risultati dell'impresa) e una conseguente riduzione della volatilità dei prezzi (e quindi anche della possibilità dei fondi attivi di utilizzarla per realizzare profitti da negoziazione)¹², potendo al tempo stesso realizzare, almeno nel caso dei maggiori investitori passivi (e cioè dei c.d. "*Big Three*": Blackrock, Vanguard, State Street), economie di scala anche in ordine all'*engagement* in quanto è sufficiente identificare alcune pratiche di buon governo societario da introdurre sulla vasta gamma di società presenti nei loro portafogli per ottenere vantaggi superiori ai costi sostenuti per selezionare quelle pratiche¹³. Sempre in questa chiave di lettura si sottolinea il crescente ruolo che gli investitori passivi stanno assumendo nel decretare il successo o il fallimento delle campagne intraprese da fondi speculativi, il cui modello consueto di "attivismo", contemplando un investimento nel capitale della *target* non superiore al 10% e quindi insufficiente ad assicurare il controllo dell'assemblea o un potere di blocco nella stessa¹⁴, finisce con il dipendere in misura decisiva dalla capacità dell'attivista di "convincere"¹⁵ i fondi passivi circa l'idoneità delle misure propugnate a creare valore in un lasso temporale coerente con l'orizzonte di lungo termine che tipicamente contraddistingue l'investimento azionario passivo¹⁶. Proprio tale orientamento al lungo termine, del resto, aumenta la probabilità che il *management* della società partecipata tenga conto del punto di vista degli investitori "passivi" più che delle aspirazioni dei gestori di fondi attivi (o attivisti) orientati al breve termine (e comunque alla realizzazione di vantaggi da negoziazione): l'alternativa, infatti, sarebbe il rischio di cadere vittima di campagne programmate da fondi speculativi intenzionati a promuoverne la rimozione¹⁷.

In questo frastagliato quadro concettuale si inserisce la scelta del legislatore europeo di assegnare centralità al ruolo degli investitori istituzionali. La Direttiva 2007/36/CE (c.d. "*Shareholder Rights Directive*", nel testo consolidato risultante dalle modifiche apportate dalla Direttiva 2017/828 del 17 maggio 2017) impone infatti agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi l'obbligo di adottare

12 Cfr., per queste e altre considerazioni, J.Fisch-A.Hamdani-S.D.Solomon, *Passive Investors*, ECGI, *Law Working Paper* n. 414/2018, Agosto 2018, 14 ss.

13 J.Fisch, A.Hamdani, S.Davidoff Solomon, *Passive Investors*, 14 ss.

14 Nell'esperienza statunitense quella quota si attesta all'8%: R.J.Gilson-J.N.Gordon, *op. cit.*, 899. Anche per l'esperienza italiana si registra la tendenza dei fondi attivisti ad assumere posizioni inferiori alla soglia del 10%: si v. il caso del fondo Elliott con riguardo a Telecom Italia (quota di poco superiore all'8%).

15 Non si può non tener conto, d'altra parte, delle specificità del mercato italiano e della presenza di azionisti "pubblici" titolari di quote le quali, pur minoritarie (nell'intorno del 5%), sono comunque tali da fungere da vero e proprio ago della bilancia nelle contese assembleari dall'esito incerto: si pensi al caso, ancora una volta, di Telecom Italia e del voto espresso da CDP in favore della lista Elliott.

16 E v. ancora J.Fisch-A.Hamdani-S.D.Solomon, *op. cit.*, 18 per la definizione dei fondi passivi come "*gatekeepers for hedge fund activism*".

17 Cfr. I.R.Appel-T.A.Gormley-D.B.Keim, *Passive Investors, not Passive Owners*, cit., 111 ss., 128 s. notando altresì come esista una sorta di "alternatività" tra il tasso di concentrazione proprietaria in capo ai fondi passivi e il tasso di attivismo dei fondi speculativi nel senso che a una maggiore presenza dei fondi passivi nella compagine sociale degli emittenti corrisponderebbe una minore esigenza di attivismo dei fondi speculativi (anche in ragione della circostanza che le imprese partecipare dai fondi passivi esibiscono un andamento comparativamente migliore rispetto alle concorrenti, diminuendo così anche la probabilità di diventare il bersaglio di campagne attiviste).

una «politica di impegno» che rechi descrizione delle modalità con cui essi intendono integrare «l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento»(par. 1, lett. a), nonché l'obbligo di rendere noto il modo in cui tale politica è stata attuata con riguardo sia al comportamento di voto tenuto in generale, sia alla spiegazione dei «voti più significativi» esercitati con riguardo, evidentemente, alle vicende assembleari delle principali società partecipate (par. 1, lett. b). Ed è dinanzi a questo quadro concettuale che appare legittimo impostare una analisi del significato che può assumere, ai fini del rispetto degli obblighi di trasparenza in materia di *engagement* appena menzionati, la tecnica autodisciplinare. Anche a questo proposito vi è ampia letteratura, la quale ha evidenziato le carenze di un modello che pretenda di impostare la soluzione al problema dell'impegno degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate ricorrendo al principio "*comply or explain*". L'esperienza dello *Stewardship Code* britannico, in particolare, dimostrerebbe come la scelta dell'investitore di non aderire al codice (o di non adottare alcune delle sue previsioni) sarebbe accompagnata il più delle volte da spiegazioni del tutto inadeguate. Il Codice sarebbe inoltre sostanzialmente negletto dagli investitori stranieri, ossia proprio da coloro nelle cui mani si concentrano ampie porzioni del capitale delle società quotate sul mercato domestico¹⁸.

Proprio il recente mutamento di prospettiva del legislatore europeo in ordine al carattere sostanzialmente vincolante dell'*engagement*¹⁹ in quanto parte integrante del complessivo processo di investimento e quindi di una attività *doverosa* perché svolta nell'interesse altrui, induce tuttavia a un ripensamento del ruolo dell'autodisciplina e apre spazio a una ricerca che ne esplori le potenzialità e i concreti limiti operativi. Nella prospettiva indicata dalla SHRD, infatti, diviene legittimo interrogarsi sulla possibilità che un codice di *stewardship* funga da mezzo di adempimento di quel dovere, assicurandone la necessaria flessibilità in ragione sia delle caratteristiche del singolo investitore sia della oggettiva rilevanza per il portafoglio gestito della singola materia suscettibile di essere affrontata in sede di *engagement*, ma evitando al tempo stesso il rischio di una "standardizzazione" (c.d. "*box-ticking approach*") nelle scelte di monitoraggio delle strategie imprenditoriali²⁰ e quindi una "pietrificazione" del governo societario²¹. La risposta a tale interrogativo passa attraverso una serie di fasi: dalla precisazione semantica dei termini utilizzati alla ricognizione dei più rilevanti archetipi internazionali in materia di *stewardship*; dalla esplicitazione delle basi economiche dell'attivismo alla individuazione dei vincoli giuridici che potrebbero opporsi al suo esercizio. Solo a valle di questo percorso sarà possibile tentare, sia pure in via

18 V., in luogo di molti, B.Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in 73 *Modern Law Review* (2010), 1004 ss.; e D.Arsaliou, *Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code*, in *ECFR*, 3/2012, 342 ss., a 355 ss.

19 E v. I.H-Y Chiu-D.Katelouzou, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholder's Duties*, a cura di Birkmose, Kluwer Law International, 2017, 131 ss. (discorrendo di "semi-hard law of a fiduciary duty to demonstrate engagement at a pan-European level").

20 Con il conseguente rischio di una valutazione formalistica dell'andamento della gestione societaria: v. H.Fleischer-C.Strothotte, *Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?*, in *AG*, 2011, 221 ss., a 228.

21 R.J.Gilson-J.N.Gordon, *op. cit.*, 873: «petrification of the governance process».

preliminare, una sintesi della incidenza effettivamente ascrivibile ai codici di *stewardship* e formulare eventuali proposte volte a valorizzarne il ruolo.

1 Il quadro concettuale di riferimento

1.1 *Activism, engagement e stewardship*: cenni storici e questioni definitorie

La storia del diritto commerciale ci insegna che ogni azionista interpreta legittimamente il proprio ruolo di socio in svariati modi: non esercitando i diritti sociali, limitandosi a riscuotere i dividendi, esercitando taluni diritti amministrativi (chiedendo copia di documenti), impugnando delibere, divenendo un 'disturbatore' nelle assemblee, vendendo le azioni²². La letteratura americana classifica da tempo i soci in tre grandi categorie in base al loro comportamento: a) i soci che si limitano a vendere le proprie azioni (*exit*), b) i soci che manifestano il proprio dissenso rispetto alla gestione (*voice*), c) i soci che si limitano a tenere le azioni e a non fare nulla (*loyalty*)²³. In particolare, la *voice* dei soci, sotto forma di proposte presentate in assemblea e quale prima vera forma di "attivismo" in senso tecnico, nacque negli Stati Uniti nel 1943, ossia quando la SEC (*Securities and Exchange Commission*) introdusse la regola (oggi contenuta nella Rule 14a-8) che consentiva agli azionisti di presentare alla società proposte da includere all'ordine del giorno assembleare.

Negli ultimi 30 anni questo *attivismo* dei soci - ed in particolar modo degli investitori istituzionali²⁴ - si è talmente sviluppato in tutto il mondo da divenire una caratteristica propria dei mercati finanziari.

22 Per tutti sul tema si vedano: M. Notari, *Diritti di voice degli azionisti e tutele delle minoranze*, in AA.VV., *il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, 247 e ss. nonché P. Montalenti, *Investitori Istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1, 2016; *id.*, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 1085.

23 A. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms*, Cambridge, Harvard University Press, 1971, ma anche, più recentemente, J. Westphal, E. Zajac, *A behavioural theory of corporate governance: Explicating the mechanism of socially situated and socially constituted agency*, in *The Academy of Management Annals*, 2013, 7, pp. 605-659; M. Isaksson, S. Çelik, *Equity markets, corporate governance and value creation*, in *OPECD Journal*, 2013; M. Wang, *Which types of institutional investors constrain abnormal accruals?*, in *Corporate Governance: An International Review*, 2014, 52, pp. 43-67.

24 Per tali intendendosi i soggetti che operano all'interno del settore dell'intermediazione finanziaria e che non limitano la propria attività alla negoziazione di strumenti finanziari emessi da terzi, ma provvedono essi stessi a emettere valori mobiliari che la dottrina economica definisce *titoli indiretti*. In altri termini, gli investitori istituzionali raccolgono le risorse finanziarie necessarie ad attuare la politica di investimento stabilita a monte, attraverso una gestione professionale del risparmio per conto dei sottoscrittori delle quote, al fine di massimizzare il rendimento atteso degli investimenti e garantire un livello di rischio accettabile. Sul tema cfr. B. Heineman, 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*, Working Paper of Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, 2011, disponibile al seguente indirizzo: http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235_CED_WEB.pdf; J. Coffee JR., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *91 Colum. Law Review*, 1991, p. 1277 e ss.; E. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *79 Geo. Law Journal* 445 (1991); in Italia, per tutti: P. Spolaore, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. Soc.*, 2015, fasc. 6, 1138 e ss.

Dal punto di vista economico, l'interesse principale degli azionisti attivisti è stato quello di concentrarsi sulle aziende nel proprio portafoglio con scarsi risultati e di esercitare pressioni sulla gestione di tali società per migliorarne la produttività, incrementando così il valore delle azioni.

L'attenzione della dottrina alla tematica in esame è stata molto intensa a partire dai primi anni '90 del secolo scorso principalmente negli Stati Uniti²⁵, quando si è constatato che la percentuale di capitale delle società quotate detenuta da *investments advisers, investment companies, bank trust departments*, compagnie di assicurazioni, fondazioni e fondi pensione negli anni compresi tra il 1980 e il 1994 era passata dal 24,2% al 50%²⁶. Si è parlato a tale proposito di una vera e propria "istituzionalizzazione" degli assetti proprietari delle società emittenti azioni negoziate su mercati regolamentati, ossia della sempre maggiore concentrazione del capitale nelle mani di intermediari istituzionali chiamati ad amministrare l'investimento nell'interesse altrui²⁷.

La definizione più ricorrente e lineare di attivismo dei soci formulata in questo periodo di tempo è quella ricordata da Gillan e Starks secondo cui uno *shareholders activist* è un "*investor who tries to change the status quo through 'voice' without a change of control of the firm*"²⁸. Si tratta, in altre parole, dell'attività di monitoraggio del *management* e dell'intervento finalizzato ad un corretto esercizio dei diritti sociali.

In tale contesto, l'analisi del fenomeno dell'attivismo degli investitori istituzionali veniva principalmente ricondotta al tema del conflitto di interesse esistente tra azionisti e *managers*, ed ai meccanismi di mercato (ad esempio: la funzione di *monitoring*, le OPA, ecc.) e di natura organizzativa interna capaci di controllare tali conflitti²⁹. In particolare, quanto al conflitto di interessi, si sosteneva, in estrema sintesi, che le forme di attivismo all'occorrenza adottate dagli investitori istituzionali fossero dirette in buona sostanza a valutare se l'operato del consiglio di amministrazione delle società quotate si dimostrasse idoneo a perseguire l'interesse sociale,

25 Si vedano, per tutti: B. Black, Agents watching agents: the promise of institutional investor voice, in *UCLA Law Review*, 1992, 39, p. 811-893; J.C. Coffe, Liquidity versus control: the institutional investor has corporate monitor, *Columbia Law Review*, 1993; 91, p. 1277-1368; R. Romano, Public pension fund activism in corporate governance reconsidered, in *Columbia Law Review*, 1993, 93, 795-853; S. Nesbitt, Long term rewards from shareholders activism: a study of the CalPERS effect, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, 6, p. 75-80; J. Karpoff, P. Malatetsa, R. Walkling, Corporate governance and shareholders initiatives: Empirical evidence, in *Journal of Financial Economics*, 1996, 42, p. 365-395; E. Maug, Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, in *Journal of Finance*, 1998, 53, p. 65-98; C. Kahn e A. Winton, Ownership structure, speculation and shareholder intervention, in *Journal of Finance*, 1998, 53, p. 99-129; S. Gillan e L. Starks, A survey of shareholders activism: motivation and empirical evidence, in *Contemporary Finance Digest*, 1998, 2, p. 10-34; B. Black, Shareholders activism and corporate governance in the United States, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, 1998; S. Gillan, L. Starks, Corporate governance proposal and shareholders activism: the role of institutional investors, in *Journal of Financial Economics*, 2000, 57, p. 275-305.

26 R. Sias e L. Starks, *Institutional investors in equity markets*, working paper non pubblicato, Washington State University, 1998.

27 R. Gilson, J. Gordon, *The Agency*, pp. 863-927.

28 S. Gillan e L. Starks, *A survey of shareholders activism*, cit., p. 11-12

29 In particolare si veda M. Jensen, W. Meckling, Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 20, p. 3-24, nonché E. Fama, M. Jensen, Separation of Ownership and Control, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pp. 301-325.

ovvero se l'agire degli amministratori fosse condizionato dal soddisfacimento di interessi terzi in conflitto con le logiche di efficiente funzionamento delle società dagli stessi amministrate.

A partire dalla fine degli anni '90 del secolo scorso, i gestori attivisti dei fondi di investimento alternativi (soprattutto *hedge funds* e *private equity funds*) – che, come noto, non sono soggetti alle regole restrittive di diversificazione degli impieghi³⁰ – hanno notevolmente incrementato la propria propensione a determinare significativi cambiamenti nella gestione di talune importanti società quotate generando, al contempo, rendimenti eccezionali per gli investitori in quote di tali fondi. Nei soli cinque anni che vanno dal 2009 al 2014 gli *hedge funds* attivisti hanno aumentato il proprio patrimonio gestito del 269%, sino a giungere alla cifra di 120 miliardi di USD³¹.

Si tratta di una forma particolare di attivismo, talvolta definita *entrepreneurial activism*, che rappresenta una sorta di "scommessa" su un cambiamento imminente nel modo in cui viene gestita la società³².

Al graduale sviluppo degli *hedge funds* attivisti ha fatto in qualche modo da contrappeso il crescente impegno da parte dei *policy makers*, a valle della crisi finanziaria del 2007/2008, nel valorizzare le strategie di lungo termine degli investitori istituzionali (non attivisti), nel rafforzare i diritti degli azionisti e nel favorire forme di rapporto maggiormente diretto e attivo tra investitori istituzionali e *management* delle società partecipate³³. Ciò, nell'assunto di fondo secondo cui: a) un maggiore coinvolgimento degli azionisti (principalmente gli investitori istituzionali) nelle società partecipate in una prospettiva di lungo termine (ossia, convenzionalmente, in più di cinque anni)³⁴ avrebbe contribuito a creare esternalità positive sia per l'economia reale nel suo insieme, sia per gli investitori stessi³⁵, b) l'attivismo "imprenditoriale"

30 Per la ricostruzione delle diverse regole europee che sovrintendono l'acquisto di una partecipazione rilevante in una società quotata da parte di un fondo comune di investimento armonizzato aperto (UCITS) e da parte di un fondo di investimento alternativo riservato (FIA) si rinvia a S. Alvaro, F. Annunziata, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, Quaderno Giuridico Consob n. 17, 2018.

31 Hedge Fund Research, 2014, disponibile al sito web: https://www.hedgefundresearch.com/sites/default/files/pdf/pr_20150120.pdf. Sul tema si vedano anche: J. Coffee, D. Palia, *The Impact of Hedge Funds Activism: Evidence and Implications*, ECG Law Series, n. 266, 2014; M. Kahan, E. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Control*, in *New York University Working Paper*, 2006.

32 A. Klein, E. Zur, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in *Journal of Finance*, 2009, 64, p. 187. Sul tema generale si veda, per tutti, J. Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Pincetown-Oxford, 2008, pp. 244-251.

33 Per un'analisi dottrinale di matrice straniera sulle politiche di attivismo adottate dagli investitori istituzionali si veda J.H. Davis, F.D. Schoorman, L. Donaldson, *Toward a stewardship theory of management*, in *Academy of Management Review*, 1997, 22: 20-47; S.C.Y. Wong, *Why stewardship is proving elusive for institutional investors*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2010, 25: 406-412; in Italia sul dibattito si veda: P. Montalenti, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 957.

34 Cfr. A. Brav, W. Jiang, S. Ma, X. Tian, *How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation?*, NBER Working Paper n. 22273 e in *Journal of Financial Economics* (JFE), luglio 2017, disponibile anche all'indirizzo web: <https://ssrn.com/abstract=2409404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2409404>; K.J.M. Cremers, E. Giambona, S.M. Sepe, Y. Wang, *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value*, working paper, gennaio 2016, disponibile all'indirizzo web: https://law.yale.edu/system/files/area/workshop/leo/leo16_sepe.pdf.

35 European Commission, *Green Paper: The EU corporate governance framework*, 2011, disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2011:0164:FIN>; Id. *Green Paper COM(2013) Long-Term financing of the European economy*, disponibile al seguente indirizzo: <https://eur->

degli *hedge funds* (il cui *holding period* è in media di 1,7 anni)³⁶ non sarebbe da assecondare indipendentemente dal modello e dal tipo di impresa cui ci si riferisce ed indipendentemente da quello che è per ogni singola impresa il termine "ottimale" per la massimizzazione dei propri profitti³⁷.

La politica di coinvolgimento degli azionisti da parte dei *policy makers* ha inciso sull'atteggiamento di molti investitori istituzionali tradizionali i quali, da un ruolo di mero *monitoring* nei confronti del *management* delle società partecipate, hanno gradualmente optato per un ruolo maggiormente collaborativo ed anche, in qualche modo, di indirizzo nei confronti degli amministratori³⁸, ossia instaurando con gli stessi relazioni stabili, un "dialogo propositivo"³⁹ e, in sostanza, cercando di influenzarli⁴⁰.

Sulla scorta degli approdi descritti, si sono sviluppati in tutto il mondo nell'ambito dell'autodisciplina specifici codici di comportamento destinati agli investitori istituzionali (cosiddetti codici di *stewardship*) contenenti principi e *best practices* sul rapporto tra gli investitori istituzionali e gli emittenti quotati in cui essi

lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0150; Id. European Commission legislative proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, 2014, disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2014%3A213%3AFIN>. Negli Stati Uniti, il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (12 USC § 5301 e seguenti), approvato il 21 luglio 2010, ha introdotto, tra l'altro, una gamma di misure sul governo societario degli emittenti quotati, sul diritto degli azionisti a nominare gli amministratori delle società, nonché sull'obbligo per le società di avere misure sul *say-on-pay* circa le remunerazioni del management.

36 M. Becht, J.R. Franks, J. Grant, H.F. Wagner, *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, in *Review of Financial Studies*, maggio 2017, disponibile all'indirizzo web: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271.

37 Sul tema però si vedano, per tutti: L.A. Bebchok, A. Brav, W. Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *115 Columbia Law Review*, 2015, p. 1085.

38 R. Romano, *Less is More: Making Shareholders Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale Journal on Regulation*, 2001, 18, 2, pp. 174-252.

39 Nell'UK Stewardship Code, introdotto nel Regno Unito dal Financial Reporting Council nel 2010 il termine engagement, viene infatti definito come il "purposeful dialogue with companies on (different) matters as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings" (Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code*, settembre 2012, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>).

40 Occorre segnalare che, di pari passo, si è anche sviluppata l'idea secondo cui l'atto di esercizio del diritto di voto da parte dell'investitore istituzionale rappresenta altresì il contenuto di una funzione tipicamente rivolta al perseguimento di un interesse altrui. In Italia si vedano M. Maugeri, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, p. 1 e ss. e M. Stella Richter jr., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 444; F. Bordiga, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. Soc.*, 2193, p. 202 e ss. In particolare M. Stella Richter jr. [in *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, Utet, 2010 (II ed.), p. 791 ss.] rileva che la previsione contenuta nell'art. 40, comma 2, TUF, in base al quale la SGR "provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti" dovrebbe essere intesa nel senso che il contenuto degli interventi e dei voti espressi dalle società di gestione del risparmio risulta influenzato in maniera sostanziale dall'interesse dei partecipanti al fondo. Partendo dal presupposto che nel settore della gestione collettiva del risparmio la SGR svolge una funzione di gestore di interessi altrui, l'autore arriva ad affermare che l'esercizio delle prerogative sociali insite agli strumenti finanziari gestiti "non è più il libero contenuto di una prerogativa, ma diviene l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione". Sul punto si veda anche R. Costi, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 313 e ss.; P. Ferro Luzzi, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. Comm.*, 1998, 1, 198 e ss.; M. A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation*, Boston-Toronto, 1976, 53 e ss.

investono i patrimoni gestiti, al fine di incentivare ulteriormente il confronto e la collaborazione degli azionisti con il *management* principalmente nell'ambito di un rapporto di *engagement*⁴¹.

Alla luce di questo breve *excursus* storico sull'evoluzione del tipo di comportamento tenuto dagli investitori istituzionali nei confronti delle società quotate partecipate, è possibile distinguere, ponendoli in relazione tra loro, i concetti di *stewardship*, *activism* e *engagement*, i quali assumono centrale rilievo ai fini della successiva indagine.

La nozione di *stewardship* presenta una colorazione *funzionale* in quanto racchiude al suo interno il complesso di attività rientranti nel concetto di controllo dell'operato di un altro soggetto, sia esso persona fisica e/o giuridica⁴². Se riferita al diritto del mercato finanziario, la locuzione *stewardship* sembra, pertanto, fare riferimento a tutte quelle iniziative che gli investitori istituzionali dovrebbero porre in essere allo scopo di controllare l'*agere* delle società emittenti titoli quotati ricompresi nel proprio portafoglio, al fine di tutelare l'interesse dei propri clienti.

In effetti, la peculiare posizione rivestita dagli investitori istituzionali impone agli stessi di adoperarsi nell'interesse esclusivo dei sottoscrittori di quote di partecipazione ai fondi dagli stessi gestiti, allo scopo di valutare nello specifico (i) le prospettive redditizie degli investimenti effettuati; nonché (ii) la coerenza delle scelte adottate con la strategia di investimento e con i limiti prudenziali indicati nel regolamento del fondo⁴³. Nell'ambito di queste finalità la legge lascia libertà agli investitori istituzionali nello scegliere il proprio 'profilo' di *stewardship*, ossia il livello di *engagement* da esercitare nei confronti delle società partecipate per soddisfare al meglio l'interesse dei sottoscrittori di quote dagli stessi emesse⁴⁴.

Volendo quindi porre in relazione tra loro la nozione di *stewardship* e quelle di *activism* ed *engagement*, occorre rilevare, in primo luogo, come secondo l'EFAMA *Stewardship Code*⁴⁵ l'esistenza di un'attività di *engagement* risulti essere *conditio sine qua non* per la configurabilità della stessa attività di *stewardship*. La definizione di *stewardship* recata dal Codice si identifica infatti con l'attività di "*engagement*, i.e.

41 Cfr. *infra* paragrafo 1.3.

42 Secondo il dizionario *Oxford*, il termine *stewardship* tende a ricomprendere "*the job of supervising or taking care of something, such as an organization or property*". In effetti, tale termine deriva dalla parola *steward*, letteralmente amministratore, economo, con la quale si intende, come noto, qualunque soggetto che viene assunto al fine di amministrare e/o gestire i beni di proprietà rientranti nella sfera giuridica di un altro soggetto.

43 Cfr. sul punto il Green Paper della Commissione europea sulla *corporate governance* delle istituzioni finanziarie del 2010 dove viene sottolineato il fatto che nel settore finanziario, la *corporate governance* degli investitori istituzionali dovrebbe tenere conto sia della posizione giuridica degli *stakeholders* (depositanti, risparmiatori, assicurati), sia della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso; documento disponibile al seguente indirizzo: http://www.ecgi.org/commission/documents/green_paper_com2010_284_en.pdf.

44 Seppure non ancora trasposte in disposizione legislative interne dotate di forza cogente, tuttavia si rileva che politiche volte a incentivare forme di rapporto più diretto e attivo tra gli investitori istituzionali e gli amministratori delle società partecipate, attraverso in particolare la valorizzazione di strategie *long term* e il rafforzamento dei diritti degli azionisti, sono diffuse a livello internazionale: cfr. P. Montalenti, *Investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi*, in Atti del Convegno CESIFIN "*Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*", Milano, 2017.

45 V. *infra* nota 78.

the monitoring of and interaction with investee companies, as well as exercising voting rights attached to shares. Engagement can be on matters such as: business strategy and its execution; risk management; environmental and social concerns; corporate governance issues such as board composition and the election of independent directors, together with executive remuneration; compliance, culture and ethics; and performance and capital structure. Asset managers have a duty to act in the best interests of their clients as they are entrusted with their money".

Da tale definizione, nonché valorizzando le indicazioni contenute nello *Stewardship Code* britannico del 2010⁴⁶, sembra potersi desumere come, nonostante i dubbi sollevati in proposito da parte della dottrina⁴⁷, non sia possibile una completa assimilazione tra il fenomeno dello *stewardship* e quello dell'*engagement*. Quest'ultimo, infatti, viene considerato dai due menzionati codici come *una* delle attività costitutive del più ampio concetto di *stewardship* (anche se rappresenta l'attività più importante e senza la quale non potrebbe esserci *stewardship*). In effetti, l'attivismo degli investitori istituzionali, oltre a comprendere un dialogo propositivo (c.d. "*purposeful dialogue*") con il *board* di una società partecipata, condotto nella stragrande maggioranza dei casi nell'ambito di riunioni ad essi riservate⁴⁸, sembra racchiudere al suo interno tutta una serie di altre iniziative, con finalità di monitoraggio e collaborazione con le società oggetto di investimento, che rientrano nel concetto di attivismo e non in quello di *engagement*⁴⁹.

46 V. *infra* nota 73.

47 Cfr. E. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in University of Pennsylvania Law School, Research Paper No. 14-37, 2015, disponibile al seguente indirizzo: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1458/ il quale ricorre indifferentemente sia al termine *stewardship*, sia al termine *engagement*. In senso conforme, si v. anche L. Bebchuck, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, giugno 2017, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 311, pp. 89-102, disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2982617, i quali rilevano che le attività di *stewardship* eseguite dai gestori del risparmio collettivo possono assumere forme variegata che richiedono, oltre ad un costante monitoraggio della corporate governance delle società quotate, una raccolta di altre informazioni societarie in guisa da avere un corredo documentale propedeutico ad un corretto esercizio del diritto di voto, e in generale utile per tutte le attività ricomprese nel concetto di *stewardship*; J. McCahery, Z. Sautner, L. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *Journal of Finance*, marzo 2010, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571046.

48 G. Guizzi, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema di concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 382/2015, 109 e ss. il quale rileva che ciò che caratterizza la gestione delle società quotate è rappresentato dal comportamento del consiglio di amministrazione che fisiologicamente ricerca il consenso "non solo e non tanto degli azionisti di riferimento, ma anche, e specialmente, degli investitori istituzionali" all'interno di riunioni a questi ultimi riservate; sul tema si v. anche L. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto fra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86 e ss.

49 A. O'Rourke, *A new politics of Engagement: Shareholder activism for Corporate Social Responsibility*, giugno 2003, disponibile al seguente indirizzo: http://scholar.google.it/scholar_url?url=https://gin.confex.com/gin/archives/2002/papers/010243ORourke.pdf&hl=it&sa=X&scisig=AAGBfm0bFfLBPfR3H0FbUbZV3MSx7VJkig&nossl=1&oi=scholar la quale definisce il concetto di l'attivismo societario come quell'insieme di attività riguardanti, tra le altre cose: (i) '*corporate engagement*', ossia dialogo con gli amministratori delle società quotate; (ii) proposta o supporto delle iniziative provenienti dalla compagine societaria; (iii) deleghe di voto; (iv) exit; S. Wong., *Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 406-411, July/August 2010, disponibile al link: <https://ssrn.com/abstract=1635662>; M. Bianchi, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 382/2015, 5 e ss; Cfr. G. Strampelli, *Knocking at the boardroom door: a transatlantic overview of director-institutional investor engagement in*

In tale contesto, la distinzione tra i termini *engagement* ed *activism* potrebbe essere una valida chiave di lettura per distinguere il comportamento di due diverse tipologie di soci/investitori: da un lato, gli investitori istituzionali "tradizionali" (fondi pensione, fondi UCITS, assicurazioni, fondi sovrani non speculativi né aggressivi), per i quali, a valle di una attività di *monitoring*, la decisione di esercitare i diritti partecipativi ha carattere reattivo, esplicandosi come conseguenza di vicende puntuali di cattiva gestione societaria; dall'altro, i fondi speculativi (fondi *hedge*, fondi di *private equity*, fondi sovrani 'aggressivi', ecc.) i quali, dopo aver selezionato potenziali *target* (ossia emittenti a loro avviso sottovalutati dal mercato perché caratterizzati da un governo societario inefficiente), si adoperano, oltre che con un costante *monitoring*, anche attivamente esercitando pressione sugli amministratori affinché siano programmati cambiamenti nell'assetto di governo e nelle politiche di impresa⁵⁰.

Ciò non toglie ovviamente, e accade anzi con una certa frequenza, che investitori tradizionali possano divenire maggiormente attivi e assumere un ruolo propositivo nei confronti della *corporate governance* delle società quotate laddove ritengano di dover reagire in qualche modo all'operato del management o ravvisino comunque l'opportunità che tale attivismo possa aumentare il valore patrimoniale delle società quotate⁵¹. Al tempo stesso nulla toglie che un fondo *hedge* si limiti ad una attività di semplice monitoraggio nei confronti di una società partecipata.

law and practice, in *Virginia Law & Business Review*, Vol. 12, 2018, dove si afferma, tra l'altro, che se le tradizionali forme di dialogo tra gli investitori e le società quotate sono mosse dallo scopo di promuovere la sottoscrizione di titoli azionari, l'attività di *engagement* propria degli investitori istituzionali ha, soprattutto, la finalità di far conoscere agli organi apicali delle società quotate il punto di vista dei primi circa specifici aspetti legati alla *governance* e/o alle politiche aziendali intraprese. Per quanto riguarda il mercato statunitense, l'obiettivo di incentivare il dialogo tra gli emittenti quotati e gli investitori rappresenta una delle priorità che dal 2010 la SEC si è proposta di raggiungere: cfr. Mary L. Schapiro, *Remarks at the NACD Annual Corporate Governance Conference*, ottobre 2010, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch101910mls.htm>, la quale, in tale occasione, affermava che "for boards and their companies, engagement means more than just disclosure. It means clear conversations with investors about how the company is governed – and why and how decisions are made"; per un'analisi dei benefici legati all'adozione di politiche di *engagement*, si v. L. M. Fairfax, *Mandating Board-Shareholder Engagement?*, in *University of Illinois Law Review*, Vol. 2013, 821 e ss. la quale afferma che il dialogo tra gli azionisti e il consiglio di amministrazione delle società partecipate comporta, tra gli altri, i seguenti benefici: (i) rende le politiche aziendali più aderenti agli interessi degli azionisti; (ii) consente alla dirigenza societaria di "educare" i propri azionisti circa l'andamento della società; (iii) rafforza il sostegno e la cooperazione degli azionisti nei confronti del *management* societario; (iv) permette agli organi apicali delle società quotate di avere contezza delle avversità future; (v) impedisce l'assunzione, da parte degli azionisti, di politiche di attivismo societario in contrasto con il governo societario del consiglio di amministrazione.

50 In senso conforme, cfr. M. Cossu, *L'attivismo degli Investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca Borsa Tit di Credito*, giugno 2017, fasc. 3, pp. 398 e ss. la quale, prendendo le mosse dal *modus operandi* tipico di determinati intermediari finanziari, non considera investitori istituzionali, tra gli altri, gli *hedge funds* e i *venture capitalists*: "[...] alcuni investitori non istituzionali, specie *hedge funds* e *venture capitalists*, che acquistano partecipazioni in società nelle quali sperano di assumere un ruolo attivo, manifestano comportamenti attivi, e anzi spesso pre-contrattualizzano il proprio comportamento (attivo) al fine di evitare una conflittualità endosocietaria troppo elevata, e negoziano con l'azionista di controllo apposite clausole di contenimento, sorta di negative covenants che implicano l'impegno a non promuovere modifiche statutarie ritenute lesive del valore della partecipazione".

51 Da un punto di vista strutturale, si nota che l'attivismo degli *hedge fund* produce una serie di conseguenze sui comportamenti assunti dai soggetti che tradizionalmente operano nel mercato della gestione collettiva. In primo luogo, considerato che la stragrande maggioranza dei fondi speculativi non riesce a condizionare gli orientamenti delle società di grandi dimensioni, essi sono costretti a ricercare il supporto di altri azionisti, svolgendo quindi un ruolo di catalizzatori dell'attivismo societario. In secondo luogo, si rileva che, tenendo conto dei risultati economici ottenuti dai fondi speculativi, l'industria della gestione collettiva del risparmio ha iniziato, nel recente passato, a finanziare in maniera sostanziosa i patrimoni gestiti da questa particolare tipologia di fondi comuni di investimento; sul tema dell'interazione fra *hedge fund* e fondi indicizzati si v. G. Strampelli, cit., 21 e ss.

In linea con quanto appena osservato e ad ulteriore conferma del fatto che la distinzione tra gli investitori istituzionali "tradizionali" e i c.d. investitori attivisti non può essere intesa in termini eccessivamente rigidi va altresì notato che entrambe tali categorie di investitori possono fare ricorso ai medesimi strumenti per perseguire le rispettive finalità, potenzialmente difformi.

La facoltà di eleggere almeno un amministratore concessa ai soci di minoranza dalla legislazione italiana mediante la previsione del voto di lista fornisce una chiara indicazione in tal senso. Di regola, infatti, mediante la nomina di componenti di minoranza degli organi sociali, gli investitori istituzionali perseguono finalità diverse da quelle proprie degli investitori attivisti e, in particolare, dagli *hedge funds*. Per quest'ultimi (coerentemente con il loro *business model*) la nomina di uno o più componenti dell'organo amministrativo è funzionale a promuovere cambiamenti nelle strategie sociali nonché, eventualmente, nel *management*. Diversamente, nel caso degli investitori istituzionali non attivisti la nomina di componenti di minoranza degli organi sociali è principalmente strumentale al monitoraggio dell'attività e della *governance* delle società partecipate⁵².

1.2 Il dato normativo

La determinazione concettuale appena offerta dell'attività di *stewardship* come nozione eminentemente *funzionale*, in quanto caratterizzata dall'obbligo del gestore di agire nell'interesse dei "propri" investitori, e dalla conseguente considerazione dell'esercizio dei diritti sociali come momento del complessivo "processo di investimento" del gestore sembra permeare anche le scelte del legislatore europeo in materia societaria.

Ci si riferisce, in particolare, alla Direttiva del 20 maggio 2017 n. 2017/828 che modifica la Direttiva 2007/36/CE (c.d. *Shareholders' Right Directive*) per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti di società quotate nel governo societario in uno con il perseguimento di obiettivi di *enviromental, social and governance* (ESG).

Incoraggiamento che già da anni era stato indicato dalla Commissione europea come una delle strade da percorrere al fine di dare una risposta alla crisi economico-finanziaria del 2007⁵³.

Nell'impostazione adottata da tempo dalla Commissione europea la partecipazione dei soci si dovrebbe esprimere attraverso la sorveglianza attiva dell'emittente, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti incluso, eventualmente, il diritto di voto e la cooperazione con altri azionisti al fine di miglio-

52 Per una sintesi sul punto G. STRAMPELLI, *How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies*, in *Journal of Corporation Law*, 2018, 96 ss.

53 Commissione Europea, *Libro verde, Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, disponibile al seguente indirizzo internet: <http://ec.europa.eu>.

rare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine⁵⁴.

Sebbene l'impegno attivo da parte di investitori possa avere effetti positivi già nel breve termine, non c'è dubbio che esso produca maggiori risultati in una prospettiva di lungo periodo. Per questa ragione la Commissione ha ritenuto che siano in primo luogo gli investitori "istituzionali" di lungo termine quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione ad avere interesse a impegnarsi attivamente nella società.

Nello sviluppare tale assunto di fondo, la direttiva 2017/828 si muove a propria volta lungo cinque principali direzioni:

- a) agevolando l'esercizio dei diritti da parte dei soci di una società quotata mediante la trasmissione delle informazioni lungo tutta la 'catena dell'investimento' (ossia attraverso la catena di intermediari mediante la quale talvolta vengono detenute le azioni da parte degli azionisti);
- b) favorendo la comunicazione delle società con i propri azionisti⁵⁵;
- c) aumentando la trasparenza degli investitori istituzionali e degli *asset managers* in relazione alle politiche di impegno (*engagement*) verso le società partecipate,
- d) prevedendo un coinvolgimento dei soci nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori e l'espressione di un voto sul *remuneration report* che illustra i compensi corrisposti;
- e) migliorando la trasparenza e il controllo da parte degli azionisti sulle operazioni con parti correlate.

Queste previsioni, a ben vedere, non hanno a nulla a che fare con il tema della *corporate governance*, sebbene possano essere considerate le pre-condizioni di investimento per una attività di *engagement* di lungo termine. Come è stato osservato, dette disposizioni paiono piuttosto promuovere l'allineamento tra la durata degli elementi dell'attivo e la scadenza del passivo nel settore della gestione collettiva del risparmio⁵⁶, ossia l'obiettivo macroeconomico (perseguito dalla CMsU) di far incontrare i risparmi a lungo termine con gli investimenti a lungo termine. Si tratta quindi di una tematica afferente maggiormente al mercato dei capitali piuttosto che alla *corporate governance*. Per i fini che qui interessano la revisione della Direttiva *Shareholders' Rights* ha previsto per gli investitori istituzionali e per i gestori di attivi l'obbligo di sviluppare una politica di *engagement* nei confronti delle società parteci-

54 Sul punto si veda G. Guizzi, cit. (nt. 21), Milano, 2015, p. 109.

55 L'art. 3-bis, comma 1, della Direttiva dispone infatti che gli Stati membri assicurino che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti. Gli Stati membri possono prevedere che le società che hanno la sede legale nel loro territorio siano autorizzate a richiedere l'identificazione esclusivamente degli azionisti che detengono più di una determinata percentuale di azioni o diritti di voto. Tale percentuale non deve superare lo 0,5 %.

56 A.M. Paces, *Shareholders Activism in the CMU*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Bush, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, 2018, p. 524 ("to foster matching between the maturity of assets and liabilities in the asset management industry").

pate (o, in caso contrario, in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa) e di comunicare la stessa al pubblico.

La politica di *engagement* deve recare una descrizione delle modalità con cui le società partecipate vengono monitorate su questioni rilevanti, quali la strategia, le performance finanziarie e non finanziarie, i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario.

La politica deve chiarire, inoltre, se e in che modo gli investitori dialoghino con le società partecipate, esercitando i loro diritti, cooperando con altri azionisti o comunicando con gli *stakeholders* dell'impresa, nonché il modo nel quale vengono gestiti eventuali conflitti di interesse relativi alla partecipazione azionaria, in particolare qualora gli investitori istituzionali, i gestori di attivi o altre società ad essi collegate abbiano rapporti commerciali significativi con la società partecipata. La politica di impegno, come pure la illustrazione delle ragioni alla base della scelta di non adottare in tutto o in parte una politica di *engagement*, dovrebbero essere a disposizione del pubblico sul sito *Internet* dell'emittente.

Gli investitori istituzionali (e gli *asset managers* con cui hanno concluso accordi di gestione) sono tenuti a informare il mercato su base annua in ordine al fatto che la loro strategia di investimento sia in linea con le prospettive di lungo termine dei propri clienti, fornendo una descrizione del comportamento di voto e una spiegazione dei voti più significativi e dell'eventuale ricorso a *proxy advisors*. Essi devono anche comunicare al pubblico come hanno votato nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti.

Nell'intento di favorire il superamento di una prospettiva di investimento orientata al breve termine, la nuova Direttiva richiede, altresì, agli investitori istituzionali di fornire informazioni sulla coerenza dei principali elementi della propria strategia di investimento in azioni con il profilo e la durata delle proprie passività, nonché sul contributo di tale strategia alla generazione di un rendimento di medio-lungo termine dei loro portafogli.

Nel caso in cui la gestione del portafoglio sia delegata a un *asset manager*, è richiesta la trasparenza circa alcuni specifici elementi dell'accordo con il gestore, in particolare: a) se e come tale accordo incentivi il gestore ad allineare la strategia di investimento con profilo e durata delle passività e ad assumere decisioni di investimento che tengano conto delle performances finanziarie e non finanziarie delle società nel medio-lungo termine; b) se l'*asset manager* svolga attività di *engagement* nei confronti delle società partecipate per migliorarne le performances nel medio-lungo termine; c) in che modo la valutazione dei risultati del gestore degli attivi e la sua remunerazione sono in linea con il profilo e la durata delle passività dell'investitore istituzionale e vengano monitorati i costi di rotazione del portafoglio; d) la durata dell'accordo con il gestore degli attivi.

1.3 Il dato autodisciplinare

L'impostazione, caratterizzante la Direttiva 2017/828, secondo cui l'esercizio della funzione di *stewardship* da parte degli investitori istituzionali costituisce parte integrante di un adeguato sistema di *governance* delle società quotate, trova un chiaro riscontro nel dato autodisciplinare, ossia nei codici di *corporate governance* (rivolti, anzitutto, agli emittenti) e di *stewardship* (destinati agli investitori istituzionali) adottati in numerosi paesi. La crescente diffusione dei codici di *stewardship*, in particolare, può essere considerata, ad avviso di alcuni, una delle principali reazioni alle critiche mosse agli investitori istituzionali secondo cui la loro inerzia nel monitoraggio delle società partecipate ha concorso a determinare la crisi finanziaria del 2008⁵⁷.

Per quanto concerne i codici di *corporate governance*, il codice inglese rappresenta certamente il punto di riferimento in materia, avendo percorso la tendenza in tale direzione⁵⁸. La versione più recente – diffusa nel luglio 2018 e destinata ad entrare in vigore il 1° gennaio 2019 – dello *UK Corporate Governance Code* pone in particolare evidenza l'importanza di un continuo dialogo con i soci e raccomanda che il presidente del consiglio di amministrazione ricerchi, su base regolare, il dialogo con i soci più rilevanti al fine di comprendere le loro aspettative in merito alla *governance* e alle strategie della società, assicurando che l'intero consiglio di amministrazione abbia una chiara visione delle opinioni dei soci⁵⁹.

Analogamente, il *Belgian Code on Corporate Governance* del 2009 raccomanda agli emittenti di predisporre una *policy* volta a promuovere un effettivo dialogo con i soci attuali e potenziali, ravvisandosi l'opportunità che il consiglio di amministrazione incoraggi i soci e, in particolare, gli investitori istituzionali a svolgere un attivo ruolo di monitoraggio⁶⁰. Indicazioni di simile tenore sono contenute altresì nelle *Recommendations on corporate governance* danesi, secondo le quali il consiglio di amministrazione dovrebbe favorire un continuo dialogo tra la società ed i suoi soci affinché costoro possano avere una visione delle strategie imprenditoriali e della *governance* e il consiglio di amministrazione, a sua volta, possa conoscere gli interessi e le opinioni dei soci in merito alla società⁶¹. Nel 2017, inoltre, ha trovato definitiva approvazione la nuova versione del *Deutscher Corporate Governance Kodex*

57 Cfr., ad esempio, J. G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, in 41 *Seattle U. L. Rev.*, 2018, 506.

58 Come noto il *Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance* del 1992 (c.d. Cadbury code) è stato il primo esempio di codice di *corporate governance best practices* adottato a livello mondiale. Cfr. B. R. Cheffins, *Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter*, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=215950, 1992, 5 ss.; A. R. Keay, *Accountability and the Corporate Governance Framework: From Cadbury to the UK Corporate Governance Code*, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2143171, 2012, 4 ss.

59 FRC, *UK Corporate Governance Code*, 2018, 4. Sul punto si veda anche, per coincidenti indicazioni, FRC, *Guidance on Board Effectiveness*, 2018, 11.

60 Belgian Corporate Governance Committee, *Belgian Code on Corporate Governance*, 2009, Principle 8. Il *Belgian corporate governance committee* ha diffuso nel dicembre 2017 la bozza della nuova versione del *Code* (destinata ad entrare in vigore nel 2020) contenente due nuove raccomandazioni relative al dialogo con gli investitori istituzionali soci che valorizzano il confronto con questi ultimi (e con i loro *proxy advisor*) in relazione alle loro politiche di voto ed alla *governance* della società.

61 Committee on Corporate Governance, *Recommendations on corporate governance*, 2017, § 1.1.

che contiene un'innovativa raccomandazione in base alla quale "the Supervisory Board Chair should be available – within reasonable limits – to discuss Supervisory Board-related issues with investors"⁶². Più articolate raccomandazioni in merito ai dialoghi tra il consiglio di sorveglianza e gli investitori istituzionali sono altresì formulate dalle *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*⁶³, elaborate da un gruppo di lavoro composto da accademici e da rappresentanti degli emittenti e degli investitori istituzionali⁶⁴.

In ambito europeo, i dialoghi tra i soci e l'organo amministrativo sono oggetto di espressa raccomandazione anche da parte del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana, secondo il quale è nell'interesse degli emittenti instaurare – anche attraverso l'istituzione della funzione di *investor relation* – un dialogo continuativo con la generalità degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali⁶⁵. A differenza dei codici di *corporate governance* adottati in altri Paesi europei, tuttavia, il Codice di autodisciplina non detta indicazioni riguardo ai dialoghi extrassembleari tra amministratori e azionisti, in quanto rivolge principalmente l'attenzione al dibattito assembleare, benché l'assemblea (salve rare eccezioni, in cui sono in discussione argomenti particolarmente critici: ad esempio, la revoca degli amministratori) non sia il luogo dove avviene il confronto tra amministratori ed investitori istituzionali⁶⁶.

La tendenza verso il riconoscimento dell'importanza per le società quotate di intrattenere un costante dialogo con i soci e, in particolare, con gli investitori istituzionali, trova riconoscimento anche nei diversi set di principi di *corporate governance* recentemente elaborati negli Stati Uniti, dove il peso di tale tipologia di azionisti è, come noto, massimamente rilevante. Sia i *Commonsense principles of corporate governance*⁶⁷ che gli *ISG Corporate Governance Principles for US Listed Companies*⁶⁸ raccomandano che l'organo amministrativo discuta delle principali questioni di *corporate governance* direttamente con i soci e, soprattutto, con gli investitori istituzionali. La crescente importanza del dialogo tra l'organo amministrativo ed i soci è posta in evidenza, inoltre, dai *Corporate governance principles* redatti dalla *Business Roundtable* secondo i quali "regular shareholder outreach and ongoing dialogue are critical to developing and maintaining effective investor relations, understanding the

62 Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, *Deutscher Corporate Governance Kodex*, 2017, § 5.2. Sulle modifiche introdotte nel *Deutscher Corporate Governance Kodex* si veda K. J. Hopt, *The Dialogue Between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman*, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=303693>, 2017, 14 ss.

63 Disponibili sul sito www.bvi.de.

64 Cfr. H. C. Hirt, K. J. Hopt, D. Mattheus, *Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren*, in *AG* 2016, 725 ss.

65 V. il criterio applicativo 9.C.1.

66 L. Enriques, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 20.

67 I *Commonsense principles of corporate governance* – reperibili sul sito <http://www.governanceprinciples.org> e nella loro più recente versione, pubblicata nel 2018, definiti *Commonsense principles 2.0* – sono elaborati da un gruppo di amministratori delegati di importanti società quotate e investitori istituzionali (tra i quali, Jp Morgan, Vanguard, Blackrock, General Motors).

68 I *Corporate Governance Principles For US Listed Companies* – disponibili sul sito <https://isgframework.org> – sono pubblicati a cura dello Investor Stewardship Group (ISG) che raccoglie alcuni dei principali investitori istituzionali ed *asset managers* statunitensi, i quali gestiscono complessivamente attivi per oltre 17.000 miliardi di dollari.

views of shareholders, and helping shareholders understand the plans and views of the board and management”⁶⁹.

In linea con l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti di società quotate nel governo societario (in Europa legislativamente previsto dalla direttiva 2017/828/UE), i dialoghi tra amministratori e soci costituiscono un profilo che, riveste particolare importanza non soltanto per gli emittenti ma anche per gli investitori istituzionali, come dimostra la diffusione dei codici di *stewardship* che promuovono il monitoraggio da parte di questi ultimi sulle società oggetto di investimento.

Secondo una recente rilevazione⁷⁰, attualmente si contano a livello mondiale 16 codici di *stewardship* già in vigore e 6 ancora in fase di elaborazione. Benché tutti gli *stewardship code* siano diretti a promuovere il monitoraggio degli investitori istituzionali sulle società oggetto di investimento, come suggerito da un recente studio⁷¹, essi possono essere classificati in tre distinte categorie a seconda della "natura" dei soggetti dai quali sono elaborati.

La prima categoria include i codici di *stewardship* emanati dalle stesse autorità di vigilanza o da istituzioni o comitati di emanazione governativa, come avviene, tra l'altro⁷², nel Regno Unito (che per primo ha adottato un codice di *stewardship*)⁷³, in Danimarca⁷⁴, in Giappone⁷⁵ e ad Honk Hong⁷⁶.

In altri Paesi, i codici di *stewardship* sono predisposti da istituzioni private, rappresentanti diverse categorie di attori del mercato finanziario. Ad esempio, in Corea del Sud, dopo il fallimento del tentativo della *Financial Services Commission*, i *Principles on Institutional Investors' Fiduciary Duties (Korea Stewardship Code)* sono stati adottati nel dicembre del 2016 su iniziativa della *Korea Corporate Governance*

69 Business Roundtable, *Corporate governance principles*, 2016, 25 ss.

70 Disponibile sul sito <https://www.manifest.co.uk/portfolio/global-stewardship-codes>. Si vedano anche, per analoghe evidenze, M.Fenwick, E.P.M. Vermeulen, *Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture'*; TILEC Discussion Paper DP2018-006, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3098235, 2018, 35 ss.

71 J. G. Hill, *Good Activist/Bad Activist*, cit., 506 ss.; M. Fenwick, E.P.M. Vermeulen, *Institutional Investor Engagement*, cit., 37 s.; E&Y, *Q&A on Stewardship Codes*, 2017.

72 Per una completa ricognizione si vedano gli autori e le fonti citati alla nota precedente.

73 Mentre la prima versione dello UK Stewardship pubblicata nel 2002 è stata elaborata dallo Institutional Shareholders Committee che era diretta espressione degli investitori istituzionali, a partire dal 2009, a seguito della raccomandazione in tal senso formulata nell'ambito della c.d. Walker Review of governance in financial institutions, l'aggiornamento e la pubblicazione dello UK Stewardship code sono curati dal Financial Reporting Council, il regolatore inglese in materia di informazione e revisione contabile al quale è attribuita anche la responsabilità di promuovere *best practices* al fine di migliorare l'informazione contabile e la *corporate governance* delle società quotate sul mercato inglese. Cfr Financial Reporting Council, *The FRC and its Regulatory Approach*, disponibile sul sito <https://www.frc.org.uk/about-the-frc/role-and-responsibilities>, 2014. Una prima versione (con la rinnovata denominazione) dello UK Stewardship Code è stata pubblicata nel 2010 ed ha successivamente subito modifiche nel settembre 2012; attualmente è in progetto una ulteriore revisione del Code entro la fine del 2018.

74 Lo *Stewardship code* danese è stato pubblicato nel 2016 a cura del Committee on Corporate Governance che agisce su impulso del Ministero dell'industria.

75 Il Japan's Stewardship Code (rivisto, da ultimo, nel 2017) è curato dal Council of Experts on the Stewardship Code istituito presso la Financial Services Agency.

76 I Principles of Responsible Ownership (emanati nel 2016) sono predisposti dalla Securities and Futures Commission, ossia l'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari di Honk Hong.

Service, un ente privato che presta servizi di consulenza in materia di *corporate governance*, che annovera tra i suoi fondatori il *Korea Stock Exchange*, la *Korea Financial Investment Association* e la *Korea Listed Companies Association*. In Sud Africa, il *Code for Responsible Investing* è stato predisposto, nel 2011, dal *Committee on Responsible Investing by Institutional Investors* istituito dall'*Institute of Directors in Southern Africa*, con il supporto del *Financial Services Board* e del *Johannesburg Stock Exchange*.

Nella terza categoria sono, infine, inclusi gli *stewardship code* elaborati dagli stessi investitori istituzionali o da istituzioni o associazioni loro rappresentanti. In Europa, l'esempio più rilevante di tale tipologia di codici è rappresentato dall'*EFAMA Stewardship Code*⁷⁷, rivisto dalla *European Fund and Asset Management* nell'aprile 2018⁷⁸, sul quale sono basati, in larga parte, anche alcuni degli *stewardship code* adottati a livello nazionale, tra i quali i Principi italiani di *stewardship* predisposti da Assogestioni e il *Dutch stewardship code* adottato nel giugno 2018 e destinato ad entrare in vigore il primo gennaio 2019⁷⁹. Negli Stati Uniti alcuni dei più importanti investitori istituzionali hanno dato vita allo *Investor Stewardship Group* che, nel 2016, ha elaborato i propri principi di *stewardship* (oltre che di *corporate governance*). A livello internazionale rappresentano, infine, un rilevante punto di riferimento – anche per la loro influenza sui codici di *stewardship* adottati in alcuni paesi – i *Global Stewardship Principles* dell'*International Corporate Governance Network*, che riunisce investitori istituzionali ed altri soggetti ed istituzioni operanti in materia di *corporate governance* residenti in numerosi paesi.

Nonostante la variegata natura delle istituzioni dalle quali essi sono emanati e le diversità esistenti tra i contesti economici e culturali nazionali, si registra una generale convergenza del contenuto dei codici di *stewardship*, pur persistendo talune differenze concernenti, in particolare, le forme di *engagement* ritenute più appropriate.

In primo luogo, tutti i codici sono applicabili su base volontaria anche se la maggior parte di essi, in base al c.d. approccio *comply or explain*, richiede agli investitori aderenti di esplicitare, indicandone le ragioni, l'eventuale mancata applicazione di alcune delle raccomandazioni ivi contenute. Coerentemente con tale flessibile impostazione, è opinione generalmente condivisa quella per la quale l'inosservanza delle previsioni dei codici di *stewardship* potrebbe determinare a carico degli investitori che ad essi aderiscono sanzioni esclusivamente di carattere reputazionale, non essendo previste in nessun paese forme di *enforcement* o di valutazione da parte delle autorità di vigilanza⁸⁰. Ciò non esclude tuttavia, come si vedrà, la possibilità di

77 In precedenza denominato – nella sua prima versione pubblicata nel 2011 – *EFAMA Code for external governance*.

78 *EFAMA Stewardship Code, Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies* 2018, disponibile al seguente indirizzo: https://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/EFAMA%20Stewardship%20Code.pdf.

79 Il *Dutch Stewardship Code* è elaborato da Eumedion un ente privato partecipato dai principali investitori istituzionali ai quali presta assistenza (rappresentandone anche gli interessi) in materia di *corporate governance*.

80 Anche per una valutazione dei potenziali limiti di tale approccio si vedano B.R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *Modern Law Review*, 2010, 1013; A. Keay, *Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight*, in *Legal Studies*, 2014, 284 ss.

attribuire a tali codici, e proprio in considerazione della rilevanza pratica che essi rivestono, una qualche forma di vincolatività nei confronti degli emittenti/investitori che dichiarano di aderirvi e dei loro organi sociali.

Per quanto concerne il tenore delle raccomandazioni da essi formulate, la generalità degli *stewardship code* promuove l'adozione da parte degli investitori di *policy* che definiscano le modalità e le finalità della loro attività di *stewardship*. Agli investitori è, inoltre, generalmente richiesto di monitorare le società oggetto di investimento al fine di favorire la creazione di valore nel lungo periodo, ponendo in essere – sulla base delle *policy* adottate – adeguate forme di *engagement* e, in particolare, intrattenendo con le società presenti nei loro portafogli un costante dialogo in merito a questioni attinenti, principalmente, alla *corporate governance*, al *risk management*, a tematiche ambientali e sociali⁸¹, all'andamento dell'attività⁸². Parimenti diffusa è la raccomandazione di esercitare i diritti di voto spettanti alle azioni comprese nei propri portafogli, adottando a tal fine un'apposita *policy* che illustri con quali modalità ed a quali condizioni sono esercitati i diritti voto e prevenga possibili conflitti di interessi assicurando che il voto sia esercitato nell'esclusivo interesse di quanti hanno investito nei fondi gestiti dagli investitori istituzionali⁸³. Al fine di favorire l'*engagement* degli investitori istituzionali è, inoltre, generalmente incoraggiata la cooperazione tra di essi, nel rispetto dei limiti di legge e, in particolare, delle disposizioni, vigenti in alcuni paesi, in materia di azione di concerto.

Ferme tali significative identità di fondo, talune differenze di approccio tra i diversi codici di *stewardship* si registrano riguardo alle raccomandazioni inerenti alle modalità e alle forme dell'*engagement* e, più in generale, all'"intensità" del medesimo⁸⁴. La maggior parte degli *stewardship codes* – sul modello del codice inglese⁸⁵ – contiene precise indicazioni su come gli investitori istituzionali possono intensificare il loro *engagement* qualora le reazioni della società partecipata e, in particolare, dei suoi amministratori, non siano considerate soddisfacenti. Ad esempio, secondo i Principi italiani di *stewardship* (v. raccomandazioni relative al principio 3), i contatti iniziali con la società possono svolgersi mediante "*incontri con il management e le strutture di investor relation dell'emittente quotato partecipato per discutere in modo specifico delle problematiche riscontrate*" ovvero l'"*esplicitazione delle preoccupazioni tramite i consulenti dell'emittente*" o l'"*incontro con i competenti membri degli organi di amministrazione e/o controllo*". Tuttavia, qualora simili forme di dialogo non conducano ad esiti soddisfacenti, gli investitori istituzionali, possono ricorrere (anche congiuntamente) a forme di *engagement* maggiormente incisive e connotate da un

81 Particolare importanza a tali tematiche è assegnata, ad esempio, dagli ICGN Global Stewardship Principles i quali raccomandano di "integrate material environmental, social and governance (ESG) factors in stewardship Activities" (principio 6).

82 Si veda, ad esempio, la *guidance* relativa al principio 1 dell'EFAMA Stewardship Code.

83 Si vedano ad esempio il principio 5 dei Principi italiani di *stewardship* nonché il principio 5 dell'EFAMA Stewardship Code. La prevenzione di potenziali conflitti di interesse è oggetto di particolare attenzione anche da parte degli *JSG Stewardship principles* statunitensi secondo i quali (v. principio C.2) "Institutional investors should have clear procedures that help identify and mitigate potential conflicts of interest that could compromise their ability to put their clients' and/or beneficiaries' interests first".

84 J. G. Hill, *Good Activist/Bad Activist*, cit., 521 s.

85 Si veda il *Principle 4* dello UK Stewardship Code.

maggior grado di visibilità all'esterno della società e, in qualche misura, da un approccio meno collaborativo, quali il rilascio di una dichiarazione pubblica prima o durante l'assemblea; la presentazione di risoluzioni alle assemblee degli azionisti; la richiesta di convocazione di un'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata "per sottoporre agli azionisti eventuali iniziative specifiche quali, ad esempio, quelle volte ad apportare cambiamenti agli organi sociali". Infine, sempre secondo i Principi italiani di *stewardship*, anche la presentazione di candidati per l'elezione di componenti di minoranza indipendenti degli organi sociali è considerata "una modalità di esercizio dell'attività di *engagement* continuativo e costruttivo con gli emittenti partecipati"⁸⁶.

Un approccio parzialmente difforme caratterizza, ad esempio, gli *ISG Stewardship principles*, i quali, in linea generale, prediligono un atteggiamento collaborativo da parte degli investitori istituzionali, basato sul dialogo con gli amministratori e il *management* delle società comprese nei loro portafogli⁸⁷. Nonostante ciò, al pari dei codici di *stewardship* in precedenza menzionati, essi prendono però atto della circostanza che talora può rivelarsi necessario il ricorso a misure più incisive, pur non indicando espressamente le iniziative che possono essere adottate qualora l'esito dei contatti con l'emittente non sia giudicato soddisfacente⁸⁸.

Il codice di *stewardship* giapponese si differenzia, invece, più nettamente rispetto all'approccio prevalente, in quanto considera esclusivamente forme di *engagement* di tipo collaborativo in base alle quali gli investitori istituzionali dovrebbero giungere ad una visione condivisa con la società mediante un dialogo costruttivo⁸⁹.

È, infine, da osservare che sia i codici di *corporate governance* che quelli *stewardship*, pur menzionando talora i possibili vincoli giuridici alle politiche di *engagement* riconducibili principalmente alla disciplina in materia di abusi di mercato e di azione di concerto, non contengono indicazioni applicative dirette a limitare il rischio che i dialoghi tra investitori ed emittenti possano dare luogo a violazioni di legge. In questa prospettiva, meritevole di attenzione è la diffusione di protocolli e linee guida concernenti i profili applicativi dell'*engagement* quali, tra gli altri, l'individuazione dei soggetti che possono prendere parte ai dialoghi tra investitori ed emittenti, la selezione delle materie che è più opportuno discutere, la definizione delle più opportune modalità secondo le quali la società o gli investitori possono richiedere l'avvio del dialogo.

86 Le raccomandazioni formulate dai Principi italiani di *stewardship* sono in gran parte coincidenti con quelle contenute in altri codici quali l'EFAMA Stewardship code (sul quale i principi italiani in parte si basano) e il Dutch Stewardship code. Simili indicazioni sono dettate, inoltre, dagli ICGN Global Stewardship Principles e dai Principles of Responsible Ownership elaborati dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong.

87 Secondo l'ISG Principle E.2, "Institutional investors should engage with companies in a manner that is intended to build a foundation of trust and common understanding".

88 In base all'ISG Principle E.4, "Institutional investors should disclose, in general, what further actions they may take in the event they are dissatisfied with the outcome of their engagement efforts".

89 Il principio 4 del Japan's Stewardship Code afferma che: "Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies". In base allo stesso principio, un constructive engagement consiste in "The effort to arrive at an understanding in common may result in an agreement to disagree, but may provide a better understanding on why they disagree".

Negli Stati Uniti sono degni di nota, vista anche l'autorevolezza delle istituzioni che ne promuovono l'elaborazione, lo *Shareholder-Director Exchange Protocol (SDX Protocol)*⁹⁰ e le *Guidelines for Engagement* predisposte nel 2014 dal *Conference Board*⁹¹. In Europa, l'unico esempio analogo è, sinora, rappresentato dalle *Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory boards*, la cui rilevanza al di fuori del contesto tedesco è, tuttavia, parzialmente limitata dalle peculiarità del sistema dualistico di *governance* adottato in Germania.

1.4 Il dato empirico

Delineato l'articolato quadro regolatorio di riferimento, è rilevante altresì considerare le evidenze empiriche disponibili, le quali, seppur ancora limitate, confermano la crescente rilevanza dell'attivismo e dell'*engagement* degli investitori istituzionali in ambito europeo e nazionale.

In un recente *paper* dell'*European Corporate Governance Institute (ECGI)*, riferito al periodo compreso tra il 2000 e il 2010, viene dato conto del fatto che gli episodi di attivismo degli investitori istituzionali nei confronti delle società partecipate si sono verificati principalmente negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito: dei 1.740 interventi censiti, difatti, circa l'85 per cento degli stessi si sono prodotti nel territorio di questi tre Paesi⁹².

Tuttavia, se da un lato gli Stati Uniti e il Regno Unito hanno registrato negli anni il numero più elevato di episodi di attivismo societario in termini assoluti, dall'altro si rileva che in termini relativi, ossia in rapporto al numero di società quotate presenti nei rispettivi mercati borsistici, l'attivismo di origine anglo-sassone è meno frequente di quello registrato in Germania o in Italia, ove il numero di società quotate nei mercati regolamentanti è nettamente inferiore rispetto a quei Paesi⁹³.

Per quanto riguarda specificamente il mercato finanziario italiano l'analisi empirica sembra evidenziare che le attività di *stewardship* sono effettuate in prevalenza da investitori istituzionali esteri, tipicamente statunitensi, mentre gli investitori

90 Lo *SDX Protocol* si compone di dieci *guidelines* dirette ad offrire una guida alle società quotate statunitensi sulle modalità più appropriate di *engagement* da parte degli investitori istituzionali ed è curato dallo *Shareholder-Director Exchange working group*, che include amministratori indipendenti di importanti società quotate statunitensi e rappresentanti di alcuni dei principali investitori istituzionali.

91 Il *Conference Board* è una *research organization* attiva, tra l'altro, anche nel campo della *corporate governance*, che conta circa 1200 associati, tra i quali numerose società quotate.

92 M. Becht, J. Franks, J. Grant, H. Wagner, *Returns to Hedge Fund Activism: An international Study*, in *Finance Working Paper* n. 402/2014, Maggio 2017, disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2376271, i quali sembrano aver fatto affidamento sui dati societari forniti, tra gli altri, dal *Factset ownership Database* (Lionshares).

93 Un'analoga linea di tendenza è mostrata dalla *Review of Shareholder Activism* diffusa con cadenza trimestrale da Lazard (disponibili sul sito <https://www.lazard.com/perspective/>). Ad esempio, la più recente rilevazione riferita al terzo trimestre del 2018 mostra che, per numero di interventi censiti nel corso dell'anno, il Regno Unito (che conta 21 interventi) è seguito da diversi Paesi, tra i quali la Germania e l'Italia, dove sono stati registrati due interventi di fondi attivisti.

istituzionali italiani sembrerebbero prediligere un atteggiamento maggiormente "passivo"⁹⁴.

Ciò detto, va, tuttavia, notato come sia oggettivamente complesso, per un duplice ordine di ragioni, fornire dati statistici precisi sull'attivismo degli azionisti nei confronti delle società quotate italiane. In primo luogo, il contesto italiano presenta caratteristiche peculiari rispetto a quelli di altri Paesi, in quanto all'attivismo degli *hedge funds* di matrice anglosassone si affianca una condotta "proattiva" anche degli investitori istituzionali non attivisti, i quali (a differenza di quanto accade di regola in altri contesti⁹⁵) non si limitano ad un *engagement* di tipo reattivo al ricorrere di determinate problematiche o a "seguire" le iniziative dei soci attivisti. In secondo luogo, molte delle iniziative di *engagement* degli investitori istituzionali non attivisti, quali, tipicamente, i dialoghi tra costoro e il *management*, si svolgono normalmente in via riservata, mediante incontri *one-to-one* o lo scambio di mail⁹⁶.

Ciò nonostante pare possibile dare conto di alcuni casi di "public engagement" verificatisi nel nostro Paese dal 1986 ad oggi. Fin dagli anni '80 i fondi aperti operanti in Italia sono stati discretamente attivi, attuando, in particolare, interventi che si sono estrinsecati: (i) nell'imposizione di pressioni sul consiglio di amministrazione delle società quotate al fine di aumentare il livello di trasparenza societaria; (ii) nell'esercizio del diritto di voto in assemblea in senso contrario alle proposte formulate dagli amministratori; (iii) nella presentazione di liste per l'elezione del consiglio di amministrazione⁹⁷.

In particolare, la prima attività di *engagement* di un investitore istituzionale nei confronti di una società quotata sembrerebbe essersi manifestata nel nostro Paese nel 1986, quando la società di gestione di fondi comuni di investimento *Arca* decise di esprimere il proprio disappunto rispetto ad una operazione finalizzata a consolidare la posizione dell'allora amministratore delegato di *Montedison*, astenendosi anche dal votare sulla proposta di ricapitalizzazione della suddetta società. Tale episodio sembrerebbe essere rimasto isolato fino al 1995, quando i rappresentanti dei fondi *Fondigest*, *Primigest* e *Finanza & futuro*, criticando pubblicamente l'assenza di un adeguato livello di informazione societaria da parte del consiglio di amministra-

94 Ivi, cfr. Tabella 2 rubricata "*Hedge fund activism across countries*" in cui viene sottolineato che nei 42 interventi di attivismo rilevati nel periodo 2000-2010 in Italia, circa l'86% degli stessi sono stati eseguiti da "attivisti esteri".

95 Per una sintesi si veda E. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J. Gordon, W.G. Ringe (eds.), Oxford, 2018, 371 ss.;

96 Per tale rilievo si vedano L. A. Bebchuk, M. S. Weisbach, *The State of Corporate Governance Research*, 23 *Rev. Fin. Stud.*, 2010, 942; M. J. Mallow, J. Sethi, *Engagement*, cit., 396.

97 E. Croci, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011, rileva che in Italia l'attivismo dei fondi aperti si è estrinsecato attraverso attività prettamente *low-cost* e finalizzate a risolvere problematiche di *governance*. Sul tema si v. anche M. Belcredi, L. Enriques, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: The case of Italy*, in ECGI Law Working Paper n. 225/2013, disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325421, che sembrano affermare come gli investitori istituzionali esteri abbiano iniziato ad attuare politiche di attivismo societario soltanto dopo le riforme al Testo Unico della Finanza che hanno ridotto i costi connessi all'esercizio dei diritti di voto e incentivato il ruolo dei *proxy advisors* nell'orientare il diritto di voto in seno alle assemblee degli azionisti. In effetti, a detta degli autori, in precedenza gli investitori esteri avevano preferito seguire la cosiddetta *Wall Street Rule*, vendendo le proprie azioni ogniqualvolta non condividevano le politiche societarie del management delle società partecipate.

zione di *Gemina S.p.a.*, si astennero dalla votazione sul bilancio d'esercizio della società⁹⁸.

Successivamente può dirsi si sia aperta una nuova stagione nel *modus operandi* degli investitori istituzionali i quali, attraverso la partecipazione alle assemblee delle società quotate italiane, hanno iniziato a presentare liste di minoranza sfruttando una possibilità riconosciuta loro dalla legge a partire dal 1994 per le società privatizzate⁹⁹ e poi dal 2005 con la Legge sul Risparmio per tutte le società quotate¹⁰⁰, fino ad arrivare all'esercizio del diritto di voto sulle politiche di remunerazione (c.d. *say-on-pay*): così sviluppando notevolmente il fenomeno dell'attivismo degli azionisti nel contesto del mercato finanziario italiano.

Con riferimento alla partecipazione dei fondi nelle assemblee delle società quotate, dai più recenti dati raccolti dalla Consob nel suo annuale report sulla *corporate governance* si evince che nel 2017 il capitale sociale presente nelle assemblee delle società quotate e facente capo ad investitori istituzionali è stato in media pari al 19,4 per cento (l'1,2 per cento rappresentato da investitori italiani ed il resto da investitori esteri)¹⁰¹. A prescindere dalla grande sproporzione attualmente presente tra la prevalente partecipazione degli investitori istituzionali esteri rispetto a quelli italiani, è interessante rilevare come, nell'ultimo lustro, tale dato generale abbia fatto segnare un *trend* positivo (passando dall'11,5 per cento del 2012 al menzionato 19,4 per cento), sintomo di un accresciuto interesse da parte degli azionisti istituzionali verso tematiche di tipo societario.

Tanto osservato in linea generale, è possibile considerare alcune forme di *engagement* particolarmente rilevanti nel contesto italiano tenendo conto che a fine 2016 (ultimi dati pubblicati dalla Consob)¹⁰²: a) gli investitori istituzionali detenevano partecipazioni rilevanti (superiori al 3% del capitale sociale) in 61 società, con una quota media di capitale detenuta pari al 7,5%; b) gli investitori istituzionali italiani investivano in prevalenza in società a minore capitalizzazione, mentre quelli esteri in società a medio-alta capitalizzazione e attive nel settore finanziario.

Quanto al voto sulle politiche di remunerazione dei *manager*, dai dati empirici raccolti dalla Consob è emerso che nel corso del 2017 gli investitori istituzionali hanno espresso, in media, voto favorevole per il 13 per cento del capitale sociale presente in assemblea, pari circa al 64 per cento delle azioni dagli stessi detenute, mentre il totale dei voti contrari si è attestato intorno al 6 per cento del capitale. In linea con il dato sulla partecipazione alle assemblee degli azionisti, anche in tema di

98 M. Belcredi, L. Enriques, Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control, cit.

99 Si allude alla legge n. 474 del 1994, di conversione del d.l. 31 maggio 1994, n. 332.

100 Sul tema si rimanda alle analisi di S. Alvaro, G. Mollo, G. Siciliano, Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate, in Quaderni Giuridici Consob, n. 1, 2012 e M. Stella Richter Jr., Commento all'art. 147-ter TUF, in Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, Tomo II, 4190 e ss.

101 Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, disponibile al seguente indirizzo: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2017.pdf/7846a42b-1688-4f45-8437-40aceaa2b0e3>.

102 Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017 reperibile all'indirizzo web: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2017.pdf/7846a42b-1688-4f45-8437-40aceaa2b0e3>.

voto sulle politiche di remunerazione emerge un *trend* in crescita, in quanto si è passati da una percentuale di voto contrario da parte degli investitori istituzionali sul *say-on-pay* pari al 3,4 per cento del capitale sociale nel 2012 all'attuale 6 per cento¹⁰³.

Tra le attività di *stewardship*, nell'accezione propugnata in questa sede, possono farsi rientrare altresì quelle operazioni intraprese dagli investitori istituzionali al fine di modificare, in generale, le strategie aziendali delle società quotate, ovvero di denunciare fatti censurabili al collegio sindacale (¹⁰⁴) o, ancora, di aumentare il tasso di remunerazione dell'investimento inducendo correzioni nelle politiche di distribuzione sino a quel momento perseguite (¹⁰⁵). In tale contesto, con riferimento alle pressioni sulle modifiche delle strategie aziendali, i fondi comuni di investimento sembrano, in particolar modo, attuare forme di "attivismo strategico" ogni qualvolta avanzano nei confronti del *management* delle società quotate proposte di modifica delle linee di *business*, sollecitando, ad esempio, l'entrata in un diverso mercato, la conclusione di operazioni societarie strategiche (fusioni, acquisizioni, etc.), la correzione delle politiche di corresponsione dei dividendi, la riduzione di inefficienze gestorie o di conflitti di interessi¹⁰⁶.

Sempre con riguardo al dato empirico registrabile per il mercato italiano, deve osservarsi come un altro terreno di confronto tra *target company* e investitori istituzionali sia quello concernente il "valore di disinvestimento" della partecipazione e, segnatamente, il corrispettivo di eventuali offerte pubbliche di acquisto e scambio. Non infrequenti, infatti, sono le iniziative con le quali fondi speculativi o alternativi mirano a contestare la congruità (in caso di offerta volontaria) o legittimità (in caso di offerta obbligatoria e allora in ragione di patti occulti) del corrispettivo dell'o.p.a. (¹⁰⁷).

Come già osservato in precedenza, uno strumento caratterizzante il sistema di governo societario in Italia e largamente utilizzato dagli investitori nella prassi, è

103 Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, *cit.*, in cui viene sottolineato il fatto che differenze numeriche sul voto in tema di *say-on-pay* si notano con riferimento alle società che fanno parte del Ftse Mib e/o del Mid Cap. In particolare, se per le società del Ftse Mib la percentuale dei voti contrari (c.d. *dissent*) è cresciuta sostanzialmente nell'ultimo anno, raggiungendo circa l'11 per cento dei voti espressi nelle assemblee degli azionisti e il 32 per cento dei voti degli investitori istituzionali, nelle società facenti parte dell'indice Ftse Italia Mid Cap, invece, la percentuale di voti contrari si attesta stabilmente intorno al 9 per cento dei voti espressi in seno all'assemblea degli azionisti.

104 Si pensi al caso di Fondiaria Sai e alla denuncia di gravi irregolarità effettuata dal fondo *Amber* al collegio sindacale ai sensi dell'art. 2408 c.c. nell'ottobre del 2011.

105 Si può menzionare, al riguardo, il dialogo avviato nel 2016 dal fondo *Amber* con il consiglio di amministrazione della società *El Towers*, al fine di convincere quest'ultimo a innalzare i livelli di remunerazione del titolo azionario reputato dal fondo inefficiente.

106 F. Partnoy, T. Randall, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, in Fuchita, Yasuki and Robert E. Litan, eds., *Brookings-Nomura Papers on Financial Services*, Washington D.C, Brookings Institution Press, 2007. Queste iniziative si esprimono il più delle volte mediante l'invio di una lettera al *management*: cfr., con riguardo alla esperienza italiana, l'iniziativa assunta nel 2007 dal fondo *Algebris* nei confronti di *Generali*.

107 Si pensi all'iniziativa intrapresa nel 2015 dal fondo *Elliott* nel contesto dell'o.p.a. obbligatoria promossa da *Hitachi* su *Ansaldo STS* (allegando l'esistenza di un patto occulto relativo al prezzo effettivamente corrisposto al vecchio azionista di controllo) o a quelle avviata dal fondo *Amber* contro il *delisting* sia della società *Caltagirone Editore* sia di *Parmalat* (allegando l'incongruità del corrispettivo rispetto al valore effettivo delle azioni della società oggetto di *delisting*).

quello offerto dal sistema del voto di lista. Inizialmente introdotto per le sole società privatizzate nel 1994, esso è stato poi esteso a tutte le società quotate dalla previsione dell'art. 147-ter t.u.f. nel 1998: così offrendo agli investitori istituzionali la possibilità di esprimere direttamente propri rappresentanti in seno agli organi sociali o, in alternativa, sostenendo liste di minoranza presentate da altri investitori¹⁰⁸. Attualmente, in 96 delle 242 società quotate italiane almeno un amministratore è stato nominato dai soci di minoranza avvalendosi del sistema del voto di lista¹⁰⁹.

Benché a quest'ultimo abbiano talora fatto ricorso anche investitori attivisti (di regola di provenienza anglosassone)¹¹⁰, il dato empirico conferma che la nomina dei componenti di minoranza degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate italiane è il risultato dell'iniziativa degli investitori istituzionali non attivisti. Sin dall'introduzione del sistema del voto di lista, Assogestioni (un'associazione non-profit rappresentante la maggioranza degli *asset managers* italiani e stranieri operanti in Italia) ha svolto un ruolo centrale nella selezione dei candidati e nella presentazione delle liste¹¹¹. Nel 2018, secondo quanto riportato dalla stessa Assogestioni, il Comitato dei gestori ha depositato 77 liste¹¹² per l'elezione o la cooptazione dei candidati di minoranza in 56 società quotate (di cui 15 del FTSE-Mib, 28 del Mid Cap, 10 dello Small Cap e 3 dell'AIM). Il numero totale dei candidati risultati eletti è pari a 91, tra i quali 52 consiglieri di amministrazione e 39 sindaci, di cui 34 presidenti di collegi sindacali (più 38 sindaci supplenti)¹¹³.

Il crescente ruolo degli investitori istituzionali riuniti nel Comitato dei Gestori nella nomina dei componenti di minoranza degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate italiane è dimostrato dal fatto che nel 2010 i componenti del Comitato hanno depositato 39 liste per l'elezione o la cooptazione dei candidati di minoranza soltanto in 6 società quotate¹¹⁴. Come è stato osservato¹¹⁵, il progressivo aumento del numero di liste presentate e di candidati dagli investitori istituzionali coordinato dal Comitato dei Gestori è conseguenza dell'introduzione

108 Un esempio in tal senso si rinviene nella collaborazione prestata dal fondo di investimento *Amber* a favore del fondo *Hermes Focus* e relativa all'elezione nel 2011 del collegio sindacale della società Italmobiliare: v. M. Belcredi, L.Enriques, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control*, cit.

109 Consob, Report on corporate governance of Italian listed companies, 15.

110 V., ad esempio, *supra* nota 112.

111 La selezione dei candidati da parte di Assogestioni e, segnatamente, del Comitato dei gestori avviene secondo i "Principi per la selezione dei candidati alle cariche sociali in società quotate" elaborati dal Comitato corporate governance composto da membri del Consiglio direttivo dell'Associazione e da rappresentanti delle società associate che ne facciano richiesta. Il Comitato dei gestori è composto esclusivamente dai rappresentanti delle Sgr associate o di altri investitori istituzionali italiani o esteri interessati alla presentazione di liste di candidati di minoranza alle cariche sociali. Inoltre, i candidati alle cariche sociali sono scelti dal Comitato dei gestori nel novero di quelli selezionati da un *Advisor* esterno indipendente. Cfr. Assogestioni, *Protocollo dei compiti e delle funzioni del Comitato corporate governance e del Comitato dei gestori*, 2015.

112 20 liste in società del FTSE-Mib, 39 in società del Mid Cap, 14 in società dello Small Cap e 4 in società dell'AIM.

113 Comitato dei Gestori, *Stagione assembleare 2018*, disponibile sul sito <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,161,0,49,html>.

114 Comitato dei Gestori, *Stagione assembleare 2010*, disponibile sul sito <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,161,0,49,html>.

115 M. Belcredi, L. Enriques, *Institutional investor activism*, 19 s.

della record date che ha favorito una più ampia partecipazione assembleare da parte degli investitori istituzionali italiani ed esteri¹¹⁶.

2 I vincoli alle politiche di engagement

2.1 I vincoli teorici alle politiche di *engagement*

I dati e le evidenze richiamati nel precedente paragrafo, per quanto indicativi della crescente importanza del ruolo degli investitori istituzionali nella *governance* delle società quotate, non sono sufficienti al fine di trarre conclusioni sulla diffusione dell'*engagement* degli investitori istituzionali e sugli effetti del medesimo; un *engagement* che, nella prassi, spesso si sviluppa sfruttando l'attivismo degli *hedge funds* a causa, come si è visto, dell'assenza di incentivi finanziari per gli investitori istituzionali a farsi autonomi promotori di un miglioramento nella *governance*. È necessario, infatti, tenere presente l'esistenza di vincoli economici e giuridici che possono limitare la propensione degli investitori istituzionali verso l'*engagement* con le società partecipate ovvero incidere sulle modalità con le quali esso può avvenire.

Per quanto concerne i limiti economici suscettibili, in linea teorica, di limitare la propensione degli investitori istituzionali ad impegnarsi nell'*engagement* con le società comprese nel loro portafoglio occorre considerare che sulla condotta degli investitori istituzionali possono incidere molteplici fattori e, segnatamente: le caratteristiche dei mercati finanziari e la struttura proprietaria delle società quotate nei diversi paesi, l'incidenza dei costi sostenuti per l'*engagement* e la possibilità di trarre effettivo beneficio dai medesimi, l'esistenza di potenziali conflitti di interessi in capo agli investitori istituzionali nonché le strategie di investimento dai medesimi impiegate.

Il grado di liquidità dei mercati finanziari e, in particolare, delle azioni detenute può incidere in diversi modi sulle decisioni degli investitori istituzionali concernenti l'*engagement* con le società partecipate. Per quanto vi siano opinioni discordanti sull'effettiva incidenza di tali fattori¹¹⁷, la liquidità delle azioni detenute in portafoglio potrebbe indurre gli investitori istituzionali – diversi da quelli che adottano strategie di investimento passive strettamente legate alla composizione dell'indice di riferimento – a manifestare il proprio dissenso dalle strategie adottate e dalle scelte compiute dalle società partecipate mediante la vendita delle azioni, anziché avviando iniziative di *engagement*¹¹⁸. Inoltre, anche là dove essi non vendano effettivamente le azioni detenute, un più elevato grado di liquidità del mercato rende comunque maggiormente credibile l'eventuale uscita degli investitori istituzionali

116 Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 27 ss. Sulla portata della introduzione della record date, anche in ordine al problema dell'*empty voting* dei fondi attivisti, v. M. MAUGERI, Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.

117 Cfr., per il quadro delle diverse opinioni, J. A. McCahery, Z. Sautner, L.T. Starks, *Behind the Scenes*, cit., 2914, A. Edmans, *Blockholders and corporate governance*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2014, 25 ss.

118 J. C. Coffee, *Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor*, in *Columbia Law Review*, 1991, 1318 ss.; K. Back, T. Li, A. Ljungqvist, *Liquidity and governance*, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2350362&download=yes, 2015, 1 ss.

dalla compagine sociale in caso di disaccordo con le decisioni degli amministratori e può perciò, di per sé, ridurre la necessità di avviare dialoghi con la società¹¹⁹.

Tali conclusioni non sono però pacifiche, in quanto altri autori ritengono che un maggior grado di liquidità del mercato possa, al contrario, favorire una più intensa attività di *engagement* da parte degli investitori istituzionali. In primo luogo, l'esistenza di un mercato maggiormente liquido e, dunque, di prezzi che in modo più efficiente incorporano le informazioni disponibili aumenta le probabilità per gli investitori di uscire dalla società vendendo le azioni ad un prezzo che tenga conto del positivo effetto dell'attività di *engagement* avviate¹²⁰. Inoltre, per la medesima ragione, mercati caratterizzati da un più elevato grado di liquidità possono agevolare l'acquisto di partecipazioni più consistenti da parte degli investitori istituzionali e, in tal modo, incentivare e (dato il maggior peso che in questo modo tali soci vengono ad avere all'interno della compagine azionaria) rendere più efficace l'attività di *engagement*¹²¹.

Sulla scelta degli investitori istituzionali di manifestare il proprio dissenso rispetto alle strategie e alla *governance* delle società partecipate mediante la vendita delle azioni in esse detenute ovvero avviando un dialogo con esse incide in modo determinante, oltre al grado di liquidità dei mercati, anche l'entità dei costi legati all'*engagement* e dei benefici da esso ritraibili. Essendo la loro attività destinata alla massimizzazione dei rendimenti dei fondi gestiti, gli investitori istituzionali sono incentivati all'*engagement* con le società partecipate soltanto qualora ciò produca benefici (in termini di maggior rendimento) che eccedono i relativi costi e consentano di migliorare la propria *performance* rispetto a quella dei gestori di attivi concorrenti o laddove l'iniziativa sia promossa in prima battuta da un fondo attivista¹²². In caso contrario, infatti, i costi legati all'attività di *engagement*, riducendo il rendimento di un fondo comune di investimento, potrebbero comportare una fuoriuscita degli investitori verso altri fondi di investimento che presentano *fee* di gestione più contenute, anche in ragione del fatto che i loro gestori non svolgono attività di *engagement*.

Sulla scorta di tale fondamentale rilievo, sono stati sollevati dubbi circa l'effettiva sussistenza di adeguati incentivi¹²³ per gli investitori istituzionali ad impegnarsi in attività dirette al miglioramento della *governance* delle società oggetto di

119 A. Edmans G. Manso, *Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders*, in *Review Financial Studies*, 2011, 2399 ss.; A. Admati, P. Pfleiderer, *The "Wall Street Walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice*, in *Review Financial Studies*, 2009, 2645 ss.

120 A. Faure-Grimaud, D. Gromb, *Public trading and private incentives*, in *Review Financial Studies*, 2004, 986 ss.

121 E. Maug, *Large shareholders as monitors : is there a trade-off between liquidity and control?*, *Journal of Finance*, 1998, 65 ss.; A. Edmans, V.W. Fang, E. Zur, *The effect of liquidity on governance*, in *Review Financial Studies*, 2013, 1443 ss.; P. Collin-Dufresne, V. Fos, *Do prices reveal the presence of informed trading?*, in *Journal of Finance*, 2015, 1555 ss.

122 S. M. Bainbridge, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, 2005, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796227, 12; R. J. Gilson, J. N. Gordon, *The Agency Costs*, cit. 889.

123 Tradizionalmente, lo scarso livello di attivismo da parte degli investitori istituzionali nei confronti delle società partecipate è ricondotta a due fattori: (i) eccessiva regolamentazione¹²³; (ii) mancanza di adeguati incentivi. Cfr. E. Rock, *Institutional Investors*, cit. 373.

investimento¹²⁴, anche se tale potenziale "apatia" può risultare – quantomeno astrattamente – contraria agli interessi riferibili ai sottoscrittori di quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio, in quanto, strategie di attivismo societario possono dare luogo a un notevole incremento dei rendimenti di un fondo comune di investimento¹²⁵.

Anzitutto, si osserva, per effetto della diversificazione dei propri portafogli, gli investitori istituzionali sono, di regola, in grado di ottenere soltanto limitati benefici¹²⁶ a fronte dei significativi costi delle eventuali iniziative di *engagement* avviate¹²⁷. In primo luogo, la partecipazione detenuta in ogni società rappresenta normalmente soltanto una piccola parte del patrimonio complessivamente gestito dall'investitore istituzionale nonché dello specifico fondo, sicché, di conseguenza, eventuali benefici derivanti dall'*engagement* incidono sulla performance di ciascun fondo in misura necessariamente ridotta¹²⁸. Un ulteriore disincentivo all'*engagement* degli investitori istituzionali deriva, inoltre, dal fatto che ogni investitore può beneficiare soltanto parzialmente e, comunque, non in via esclusiva dei costi eventualmente sostenuti per avviare iniziative volte a migliorare la *governance* delle società partecipate. Dell'eventuale incremento di valore di queste ultime derivante dall'attività di *engagement*¹²⁹ beneficiano, infatti, tutti gli altri investitori istituzionali che posseggono partecipazioni nella medesima società¹³⁰, circostanza questa particolarmente

124 Si veda, in generale, L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 95 ss.

125 L. Enriques, A. Romano, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, ECGI, Law Working Paper n. 393/2018, disponibile al seguente indirizzo: http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalenriquesromano.pdf, i quali nell'affrontare la tematica dei costi/opportunità connessi alle politiche di attivismo degli investitori istituzionali affermano: "[...] in relative terms the cost that each institutional investor bears to set up a monitoring institution is likely to be minuscule compared to the value of its portfolio. Therefore, if cooperation (i.e. informed voting) increases the value of the portfolio assets, however marginally, the benefits derived from cooperation would most likely outweigh the costs borne by each investor to establish the monitoring institution".

126 Cfr. S. M. Bainbridge, *Shareholder Activism*, cit., 12 s.. Per quanto riguarda il contesto statunitense, si rileva che gli investitori istituzionali non possono addebitare le spese derivanti da una politica di attivismo societario direttamente ai partecipanti degli organismi di investimento collettivo del risparmio gestiti. A titolo esemplificativo, qualora una società di gestione volesse costituire un team di dipendenti preposti all'analisi dell'andamento di una determinata società partecipata, o decidesse di condurre una politica contraria agli indirizzi intrapresi dal management societario, essa dovrebbe provvedere al relativo fabbisogno economico al di fuori delle commissioni che riceve, in via ordinaria, dai sottoscrittori dei fondi gestiti. In altri termini, se da un lato i benefici dell'attivismo societario confluiscono nei fondi gestiti, dall'altro, i gestori dei fondi comuni aperti, avendo diritto ad ottenere esclusivamente commissioni pari ad una percentuale delle attività gestite, non hanno titolo a ricevere compensi ulteriori legati all'aumento di valore dei fondi gestiti: cfr. sul punto L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 108.

127 Sui costi legati all'attivismo si veda, ad esempio, N. Gantchev, *The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, 610 ss. secondo il quale "A campaign ending in a proxy fight has average costs of \$10.71 million. I find that the estimated monitoring costs reduce activist returns by more than two-thirds".

128 E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 373.

129 Vi sono, tuttavia, dubbi sull'effettiva incidenza di eventuali miglioramenti della *governance* sul valore della società, in quanto alcuni studi empirici sembrano mostrare una scarsa correlazione tra la qualità della *governance* e le *performance* della società. Cfr., per una sintesi, J. B. Heaton, *All You Need is Passive A Response to Professors Fisch, Hamdani, and Davidoff Solomon*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3209614, 4 ss.

130 Cfr. S. Gillan e L. Starks, *Corporate governance proposal and shareholders activism*, cit., p. 279, dove si osserva che "due to a free rider problem (...) only a large shareholder has the incentive to undertake monitoring or other costly control activities. All shareholders benefit from such activities even if they don't bear the costs of the process. The

rilevante in un contesto di crescente competizione tra i gestori¹³¹. Ciò vale non soltanto per gli investitori istituzionali passivi i cui fondi riproducono il medesimo indice di riferimento ma anche per gli investitori (c.d. *closet indexer*¹³²) che pur adottando formalmente una strategia di investimento attiva (basata sulla selezione delle azioni) di fatto riproducono sostanzialmente un determinato indice nella composizione del proprio portafoglio¹³³.

Quanto appena osservato può determinare diversi disincentivi all'*engagement* degli investitori istituzionali, considerato anche l'elevato grado di concorrenza caratterizzante il mercato della gestione collettiva del risparmio¹³⁴. In primo luogo, nell'intento di migliorare la propria *performance* rispetto a quella dei gestori concorrenti, ciascun investitore potrebbe sfruttare l'analisi svolta sulla *governance* delle società partecipate per ricercare le migliori opportunità di vendita delle azioni detenute, anziché per avviare iniziative di *engagement*¹³⁵. A differenza di

investor with a larger stake in the firm has stronger incentives to undertake monitoring activities, as it is more likely that the large shareholder's increased return from monitoring is sufficient to cover the associated monitoring costs". Sul punto si vedano anche S. Grossman, O. Hart, Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 11, p. 42-64; S. Huddart, The effect of a large shareholder on corporate value, in *Management Science*, 1993, 39, p. 1407-1421; A. Admati, P. Pfleiderer, J. Zechner, Large shareholders activism, risk sharing and financial market equilibrium, in *Journal of Political Economy*, 1994, 102, p. 1097-1130; L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, The Agency Problems, cit., 96 s.; E. Rock, Institutional Investors, cit., 373; R. J. Gilson, J. N. Gordon, The Agency Costs, cit., 890 i quali evidenziano come "a shared gain ... provides little competitive advantage to the proactive investment manager whose portfolio products and services are chosen in comparison to competitors offering similar products or services". Recentemente hanno esteso l'analisi del comportamento degli investitori istituzionali (che tradizionalmente riconosce ad esso un incentivo da free rider) utilizzando la teoria delle reti, L. Enriques e A. Romano, Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective, in *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 393/2018*.

131 J. Coates, G. Hubbard, Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, in *Journal of Corporation Law*, 2007, 151 ss.

132 Cfr. K. J. M. Cremers, Q. Curtis, Do Mutual Fund Investors Get What They Pay for? Securities Law and Closet Index Funds, in *Virginia Law & Business Review*, 2016, 31 ss.

133 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, The Agency Problems, cit., 98 s.; L. A. Bebchuk, S. Hirst, Are Active Mutual Funds More Active Owners than Index Funds?, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 3 ottobre 2018, secondo i quali "For an actively-managed fund that is a closet indexer, a desire to improve relative performance would provide no incentives to move stewardship decisions toward optimality for any of the portfolio companies where the company's weighting in the investment fund's portfolio is approximately equal to its weighting in the index; improving the value of those portfolio companies would not enhance performance relative to the index". Sulle implicazioni derivanti dai problemi di azione collettiva si vedano gli spunti di riflessione di G. Strampelli, cit., 36 e ss. il quale propone di introdurre un sistema di condivisione degli oneri all'interno del settore della gestione collettiva del risparmio al fine di dividere equamente i costi connessi all'assunzione di politiche di attivismo societario; B. S. Black, Shareholder activism and corporate governance in the United States, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 1998, 459 e ss., il quale sottolinea il fatto che "agency costs at the fund-manager level may be no less important than at the corporate-manager level, with the fund manager focused more on performance relative to its rivals than on absolute performance".

134 Sul tema della concorrenza nella gestione collettiva del risparmio, si v. tra gli altri J. Coates, G. Hubbard, *Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, in *Journal of Corporation Law*, 2007.

135 I gestori collettivi del risparmio piuttosto che canalizzare tempo e risorse in un impegno costante nella corporate governance delle società in cui investivano consideravano più razionale focalizzarsi nell'individuazione degli investimenti più redditizi, esercitando, quindi, il proprio potere di exit ogniqualvolta una società quotata agiva in contrasto con gli interessi degli investitori istituzionali (c.d. Wall Street Walk): cfr. J. Fisch, Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?, University of Pennsylvania, 1994, Faculty Scholarship Paper, disponibile al seguente indirizzo: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2218&context=faculty_scholarship il quale afferma, in buona sostanza, che l'attivismo degli investitori istituzionali è condizionato soprattutto dall'analisi dei costi/benefici relativi all'assunzione di una politica di interessamento attiva nei confronti della corporate governance delle società quotate e dal problema legato alle distorsioni dell'azione collettiva: se gli effetti positivi di un attivismo societario condotto da un gestore del risparmio collettivo si producono anche nei confronti degli altri investitori

quanto avviene per queste ultime, la vendita delle azioni a condizioni più favorevoli da parte di un investitore non avvantaggia, infatti, necessariamente anche gli investitori concorrenti¹³⁶. Inoltre, la circostanza che eventuali miglioramenti della *governance* delle società partecipate promossi mediante l'*engagement* di alcuni investitori avvantaggi indistintamente tutti i soggetti in possesso delle azioni delle stesse società favorisce altresì condotte opportunistiche¹³⁷. Anzitutto, gli investitori potrebbero decidere di non investire risorse nell'*engagement*, ovvero di non investire a sufficienza, potendo approfittare dei benefici delle iniziative avviate da altri investitori¹³⁸. Quanto più la partecipazione in una determinata società rappresenta una parte limitata del patrimonio del fondo o del complesso degli *asset* gestiti tanto minore è l'incentivo per l'investitore ad impegnarsi nell'*engagement* con tale società in quanto essi, in termini comparativi, avvantaggerebbero maggiormente gli investitori concorrenti che detengono partecipazioni più consistenti nella medesima società¹³⁹. Al contrario, quanto maggiore è il peso della partecipazione detenuta in una determinata società, tanto maggiore è l'incentivo per l'investitore ad avviare iniziative di *engagement*, in quanto esso può avvantaggiarsi dei relativi benefici in modo più che proporzionale rispetto agli investitori concorrenti che detengono azioni nella stessa società in misura inferiore¹⁴⁰.

Inoltre, va considerato che al fine di individuare le società partecipate che presentano carenze di *governance* i potenziali attivisti dovrebbero, in linea teorica, monitorare tutte le società partecipate, il cui numero è molto elevato, nell'ordine delle centinaia e, talora, delle migliaia nel caso degli investitori istituzionali di maggiori dimensioni. È, tuttavia, noto che questi ultimi non dispongono delle risorse umane necessarie a tal fine, in quanto le loro divisioni di *stewardship* contano – per quanto esse siano in via di progressivo rafforzamento¹⁴¹ – poche decine di persone¹⁴², le quali, ove fossero effettivamente chiamate a monitorare tutte le società partecipate potrebbero dedicare a ciascuna di queste un tempo del tutto limitato, di

istituzionali che non hanno investito tempo e risorse in politiche di *engagement* attive, allora un operatore economico razionale non deciderà di interessarsi attivamente della corporate governance delle società partecipate.

136 R. J. Gilson, J. N. Gordon, *The Agency Costs*, cit., 890.

137 Chiaramente sul punto S. M. Bainbridge, *Shareholder Activism*, cit., 14, "the gains resulting from institutional activism are a species of public goods. They are costly to produce, but because other shareholders cannot be excluded from taking a pro rata share, they are subject to a form of non-rivalrous consumption. As with any other public good, the temptation arises for shareholders to free ride on the efforts of those who produce the good".

138 Una simile condotta è definita come *apatia* o *reticenza* razionale e risponde ad una tipica forma di c.d. *free-riding*. Cfr. E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 373; L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 98 s.

139 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 98 s.

140 E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 373. Quanto osservato nel testo vale in particolare per i c.d. *closet indexer* per i quali la convenienza o meno dell'*engagement* in relazione ad una specifica società dipende dal fatto se la partecipazione in essa detenuta è inferiore o superiore al peso delle azioni della medesima nell'indice di riferimento: L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 98 s., secondo i quali "the desire to improve relative performance could only provide an actively managed fund with incentives to improve value in those corporations that are overweight in the portfolio compared to the index. Even for such corporations, the extent to which improving the value of the corporation would improve fund performance will depend on the extent to which the corporation is overweight in the portfolio".

141 Morningstar, *Passive Fund Providers*, cit. 19.

142 E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 370 il quale evidenzia che per i maggiori fondi di investimento, i cui portafogli includono migliaia di società, "simply voting the shares, without even considering how to vote them, is an enormous task"; D. S. Lund, *The Case against Passive Shareholder Voting*, in *Journal of Corporation Law*, 2018, 515 ss..

regola inferiore a quello necessario a comprendere le problematiche della specifica società¹⁴³. E ciò appare confermato dal frequente ricorso alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, ai quali i principali investitori istituzionali affidano le decisioni di voto¹⁴⁴, sebbene in un numero crescente di casi non si attengano passivamente alle raccomandazioni di voto ricevute¹⁴⁵. A fronte di tali perplessità, si osserva però che le risorse umane impiegate negli *stewardship team* dei maggiori investitori istituzionali e, in particolare, delle c.d. *Big Three* appaiono adeguate se si considera che tali investitori (a differenza degli *hedge fund* attivisti): *i*) seguono per lo più *policy* di voto predefinite senza effettuare, normalmente, analisi sulla situazione della specifica società; *ii*) la composizione dello staff impiegato da tali investitori istituzionali non è molto diversa, in termini numerici, da quella di alcuni *hedge funds* che, invece, effettuano analisi specifiche in relazione a ciascuna società oggetto di investimento¹⁴⁶.

Come accennato, sulla propensione degli investitori istituzionali possono altresì incidere potenziali conflitti di interesse riconducibili sia al gestore del singolo fondo di investimento sia al suo gruppo di appartenenza. In relazione al primo profilo, si osserva che eventuali iniziative di *engagement* dirette a promuovere modifiche in materia di *corporate governance*, ove non siano avviate in accordo con l'emittente o non ne ottengano comunque il consenso, potrebbero rendere più difficoltoso per i gestori avere incontri e scambi di informazioni con l'organo amministrativo e il *management* e, in ultima analisi, ottenere informazioni utili per la gestione del portafoglio¹⁴⁷.

Ulteriori conflitti di interesse suscettibili di indurre gli investitori istituzionali ad una condotta maggiormente passiva potrebbero scaturire dall'appartenenza a gruppi finanziari diversificati. In particolare, eventuali critiche alla *governance* della società partecipata mosse da un investitore istituzionale (soprattutto se attraverso modalità di maggiore visibilità e conflittualità, come l'invio di una comunicazione alla

143 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 100 secondo quali "major investment managers devote less than one person-workday per year, on average, to assessing this and other information, and undertaking other stewardship activities with respect to each of their portfolio companies"; J. C. Coates, IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3247337, 14.

144 Cfr. ad esempio, S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law Journal*, 2010, 869 ss.; M. Maugeri, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri fiduciari del gestore*, in *Rivista ODC*, n. 1/2016, disponibile sul sito <http://rivistaodc.eu/edizioni/2016/1/saggi/proxy-advisors,-esercizio-del-voto-e-doveri-%E2%80%9Cfiduciari%E2%80%9D-del-gestore>.

145 E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 370 s.; G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3187159, 15 ss.

146 Cfr. J. Fisch, A. Hamdani, S. Davidoff Solomon, *Passive Investors*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3192069, 26. Si veda anche B. S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Michigan Law Review*, 1990, 524, secondo il quale le economie di scala derivanti dal fatto che essi affrontano le medesime problematiche in numerose società potrebbero incentivare un comportamento maggiormente attivo degli investitori istituzionali.

147 E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 373; L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 100, secondo i quali "an interest in improving relative performance could well lead active fund managers to place more weight on gains to their portfolios from access to corporate managers relative to gains from governance-generated increases in value, compared to what would be optimal for the investment funds' beneficial investors".

società mediante gli organi di stampa¹⁴⁸) possono pregiudicare eventuali opportunità di affari per altre entità appartenenti al medesimo gruppo, quali la prestazione dei servizi di gestione dei fondi pensione della società o di servizi di *investment banking*¹⁴⁹. Di conseguenza, è ipotizzabile che gli investitori istituzionali il cui gruppo di appartenenza intrattiene rapporti di tipo economico con la società partecipata potrebbero talora avere interesse ad assecondare l'operato della dirigenza della società "cliente", anche qualora ciò si risolvesse in un concreto pregiudizio degli interessi dei propri sottoscrittori¹⁵⁰.

L'incidenza dei limiti teorici ed economici in precedenza illustrati non è, tuttavia, la medesima per ogni investitore istituzionale ma varia anche in dipendenza della strategia di investimento adottata. Mentre quanto dianzi riportato può valere per i fondi di investimento che si caratterizzano per una strategia di investimento "attiva" (che prevede la selezione di ciascun titolo detenuto in portafoglio e la possibilità di negoziare i medesimi in qualsiasi momento), i fattori incidenti sulla propensione all'*engagement* (e all'attivismo) possono variare, almeno in parte, nel caso c.d. investitori passivi, che si limitano a riprodurre un determinato indice di riferimento, ovvero, all'altro estremo, degli *hedge fund* attivisti che si connotano per una condotta dichiaratamente proattiva.

Per quanto concerne gli investitori passivi, ossia prevalentemente i gestori di *index fund* ed *exchange traded fund* (ETF)¹⁵¹, il fatto che essi, in ragione della strategia di investimento adottata, siano costretti a mantenere in portafoglio le azioni comprese nell'indice di riferimento modifica il sistema di incentivi e disincentivi all'*engagement* con le società partecipate.

Per un verso, il fatto che essi non possano manifestare il proprio dissenso nei confronti delle strategie o della *governance* della società mediante la vendita delle azioni possedute potrebbe aumentare la loro propensione ad impegnarsi nell'*engagement* con l'organo amministrativo ed il *management*¹⁵², avendo a disposizione soltanto tale strumento per incidere sulle loro decisioni e migliorare la *perfo-*

148 B. S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, cit., 606. Più in generale, contrasti con l'emittente possono manifestarsi con maggiore probabilità nel caso degli *hedge funds* i quali, solitamente, mirano ad ottenere cambiamenti nella *governance* e nella gestione della società ponendosi perciò in posizione critica verso gli attuali amministratori e *managers*. In questa prospettiva trova spiegazione il fatto che i maggiori gestori di attivi non abbiano mai, sino ad ora, costituito un *activist hedge fund*: J. Morley, *Too Big to Be Activist*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3225555, 25 ss. il quale nota, in linea generale, che "*the first dimension of conflict is the intensity of activism: conflicts grow more intense as activism becomes stranger and more direct*".

149 Cfr. B. S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, cit., 594 ss.; E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 374; L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 103.

150 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 103 i quali, analizzando i problemi di agenzia che incidono sulle logiche di funzionamento degli investitori istituzionali, traggono la conclusione che questi ultimi tendono ad essere degli "agenti imperfetti": una conferma in tal senso deriva proprio dai ridotti livelli di attivismo societario adottati dagli stessi.

151 Per quanto entrambe le tipologie di fondi si caratterizzano per riprodurre un determinato indice di riferimento, gli *index fund* si differenziano dagli *exchange traded fund* in quanto i primi possono essere negoziati soltanto al termine delle contrattazioni mentre i secondi sono negoziabili durante l'intera giornata. Cfr. A. Agapova, *Conventional Mutual Index Funds versus Exchange Traded Funds*, in *Journal Financial Markets*, 2011 323.

152 M. J. Mallow, J. Sethi, *Engagement*, cit., 396 ss.

mance della società¹⁵³. Inoltre, il fatto di detenere in portafoglio azioni di numerose società può consentire ai gestori di fondi passivi di profittare delle economie di scala garantite dal fatto che le questioni in materia di *corporate governance* più frequentemente oggetto di *engagement* (si pensi, tra le altre, al requisito di indipendenza degli amministratori o alla diversità di genere) interessano un elevato numero di società partecipate¹⁵⁴. Infine, non potendo negoziare le azioni detenute, a differenza di quanto avviene per i fondi attivi, i gestori di fondi passivi non hanno interesse ad evitare iniziative di *engagement* al fine di prevenire possibili conflitti con gli amministratori e il *management* della società al fine di poter avere accesso a costoro per ottenere informazioni rilevanti per le proprie scelte di *trading*¹⁵⁵.

Non va altresì trascurato che sulla propensione degli investitori passivi all'*engagement* possono incidere, in modo rilevante, anche fattori reputazionali. Come è stato recentemente osservato, i maggiori investitori istituzionali sono, infatti, "*too big to be passive*", poiché può essere valutato negativamente dagli (attuali e potenziali) clienti il fatto che essi non esercitino l'enorme ammontare di diritti di voto dei quali dispongono o si astengano da ogni attività di *engagement*¹⁵⁶. Inoltre, l'impegno nell'attività di *engagement* e l'attenzione, in particolare, alla creazione di valore nel lungo periodo ed ai profili c.d. *environmental, social and governance* (ESG) è in grado di attirare una parte della clientela per la quale tali aspetti assumono particolare rilievo¹⁵⁷. La condotta dei tre principali gestori di fondi di investimento passivi, le c.d. *Big Three*, sembra confermare l'effettività di tali potenziali incentivi, in quanto essi frequentemente ribadiscono di essere intensamente impegnati nell'*engagement* con le società partecipate, nella loro qualità di "*permanent shareholders*"¹⁵⁸.

Per altro verso, tuttavia, la stessa circostanza che i fondi passivi sono tenuti a riprodurre nella composizione del loro portafoglio quella dell'indice di riferimento può disincentivare una condotta attiva da parte dei gestori. Anzitutto, una simile strategia di investimento può imporre – a seconda dell'indice di riferimento – di

153 Secondo quanto osservato da J. Fisch, A. Hamdani, S. Davidoff Solomon, *Passive Investors*, cit., 10 ss., ciò dovrebbe valere, a maggior ragione per il fatto che i gestori di fondi passivi non competono soltanto con i loro omologhi ma anche con i gestori di fondi attivi, atteso che, qualora questi ultimi garantiscono rendimento maggiore, gli investitori tenderanno a spostare i loro capitali verso di essi. Per una critica di tale argomentazione si veda però J. B. Heaton, *All You Need is Passive*, cit., 1 ss., osservando (sulla base di numerose evidenze empiriche) che raramente i fondi di investimento passivi riescono ad ottenere *performance* migliori dei fondi passivi ("*No evidence demonstrates that the typical actively-managed fund- whether managed by stock brokers, managers of active mutual funds, or even the bestknown hedge fund managers - reliably beats passive strategies. It is this accumulated evidence of underperformance by active managers that has generated such a strong shift to passive investing*"). Si veda anche A. Mooney, *European active managers beaten by passives, 10-year study finds*, in *Financial Times*, 1 ottobre 2018, <https://www.ft.com/content/c6183f2f-f58a-3569-a6ac-9d2b44adfe28>, la quale riferisce che "*most active fund managers survived and beat their average passive peers in just two of the 49 fund categories, according to an analysis by Morningstar, the data provider, covering June 2008 to June 2018*".

154 J. Fisch, A. Hamdani, S. Davidoff Solomon, *Passive Investors*, cit., 12 ss. Cfr. inoltre *supra* nota 142.

155 L. A. Bebchuk, S. Hirst, *Are Active Mutual Fund*, cit.

156 L. Enriques, A. Romano, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, ECG Law Working Paper No. 393/2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3157708, 15; D. S. Lund, *The Case against Passive Shareholder Voting*, cit., 528.

157 D. S. Lund, *The Case against Passive Shareholder Voting*, cit., 527 s.

158 Cfr. G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 13.

mantenere in portafoglio azioni di centinaia di società con la conseguenza che il rendimento del fondo potrebbe beneficiare soltanto in misura minimale dell'eventuale incremento di valore della singola società partecipata conseguente all'attività di *engagement*¹⁵⁹. Inoltre, il fatto che più *index fund* o ETF legati allo stesso indice includano nel loro portafoglio le medesime azioni, aumenta la probabilità di condotte opportunistiche, in quanto, inevitabilmente, i fondi concorrenti beneficiano degli incrementi di valore delle società partecipate conseguenti alle iniziative di *engagement* avviate da altri investitori istituzionali¹⁶⁰. L'impossibilità per gli investitori passivi di vendere le azioni detenute se non in corrispondenza di variazioni dell'indice di riferimento può ridurre il loro potere negoziale (non potendo essi uscire dalla società in caso di disaccordo) e, di conseguenza, diminuire l'incisività della loro attività di *engagement*¹⁶¹. Infine, si attribuisce rilievo al fatto che i principali gestori di fondi passivi gestiscono – in diversa misura¹⁶² – anche fondi attivi: ciò può, infatti, dare luogo a potenziali conflitti di interessi in quanto i fondi attivi sono molto più remunerativi per i gestori¹⁶³, i quali dunque potrebbero non avere interesse ad investire risorse al fine di migliorare la *performance* dei loro fondi passivi¹⁶⁴. Nella maggior parte dei casi, però, i maggiori gestori hanno una funzione di *stewardship* centralizzata che agisce sia per i fondi passivi che per quelli attivi, sicché in gran parte dei casi l'*engagement* in materia di *corporate governance* è attuato secondo le medesime modalità per tutti i fondi gestiti¹⁶⁵.

Le analisi empiriche disponibili presentano indicazioni non univoche in merito all'incidenza dell'adozione di strategie di investimento passive sulla propensione degli investitori ad impegnarsi in attività di *engagement* con le società partecipate¹⁶⁶. I dati diffusi dai principali gestori di fondi passivi in merito all'attività di *stewardship* svolta indicano come essi, pur aderendo talora a *policy* di voto che vengono applicate su larga scala senza una specifica analisi relativa alla singola società¹⁶⁷, mostrano un crescente impegno nell'*engagement* con le società incluse nel loro portafoglio, come dimostra l'elevato numero di incontri *one to one*¹⁶⁸ – considerati un rilevante canale attraverso cui gli investitori istituzionali possono esercitare la loro influenza sulle società partecipate¹⁶⁹ – e la tendenza a svolgere analisi maggiormente approfondite

159 D. S. Lund, *The Case against Passive Shareholder Voting*, cit., 500.

160 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 98.

161 I. R. Appel, T.A. Gormley, D. B. Keim, *Passive investors, not passive owners*, in *J. Fin. Econ.*, 2016, 113 s.

162 J. Fisch, A. Hamdani, S. Davidoff Solomon, *Passive Investors*, cit., 7 s.

163 Cfr., ad esempio, C. Flood, *BlackRock's rivers of gold from active management*, in *Financial Times*, 14 ottobre 2017, <https://www.ft.com/content/f62ed0c2-ada1-11e7-beba-5521c713abf4>.

164 J. B. Heaton, *All You Need is Passive*, cit., 3 s.

165 G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 15.

166 G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 16 ss.

167 Morningstar, *Passive Fund Providers*, cit., 24 ss.

168 V. *supra* nota 158 e il testo corrispondente. Tali incontri possono avvenire secondo diverse modalità mediante incontri, scambi di mail o per via telefonica. Inoltre, gli incontri possono implicare un dialogo tra emittenti ed investitore (c.d. *two-way dialogues*) ovvero essere finalizzati solo all'illustrazione da parte di quest'ultimo delle proprie preoccupazioni o priorità (c.d. *one-way dialogues*).

169 J. C. Coates, IV, *The Future of Corporate Governance*, cit., 16 ad avviso del quale "the engagements provide important signals to managers as to how the investors will behave should votes come up, on issues, or on other matters, in-

in relazione alla singola società qualora vi siano specifiche problematiche¹⁷⁰. Inoltre, sempre con maggiore frequenza, i principali investitori istituzionali ricorrono a forme alternative di *engagement* come l'invio, con cadenza annuale, di una lettera aperta agli amministratori delle società partecipate con la quale evidenziano specifici profili di *corporate governance* per essi particolarmente rilevanti e sui quali intendono concentrare la loro attività di *engagement*¹⁷¹.

Gran parte delle osservazioni sin qui svolte in relazione agli investitori istituzionali, attivi o passivi, non possono essere estese agli *hedge funds* attivisti, i quali presentano caratteristiche molto diverse, per quanto concerne la strategia di investimento adottata e il regime al quale sono soggetti¹⁷², le quali rendono meno significativi alcuni dei potenziali disincentivi all'*engagement* in precedenza illustrati. A differenza dei tradizionali investitori istituzionali infatti, gli *hedge fund* considerano l'attivismo non uno strumento per ovviare a problematiche di tipo societario (strategia *ex post*), ma bensì come una strategia (adottata *ex ante*) per massimizzare il valore degli investimenti effettuati. In altri termini, per i fondi speculativi, l'attivismo societario rappresenta una strategia tipicamente *ex ante*: dopo aver individuato una società con problematiche interne, i fondi in esame valutano se un intervento attivo nella *corporate governance* possa sortire un effetto vantaggioso. Qualora detto esame dia esito positivo, gli *hedge fund* provvedono ad acquistare quote di quella società, allo scopo di (i) risolvere le citate problematiche di *governance* interna; (ii) aumentare il valore del patrimonio societario.

I gestori di *hedge fund* hanno altresì maggiore interesse a svolgere attività di *engagement* dirette ad accrescere il valore delle società oggetto di investimento in quanto possono beneficiare in misura più consistente del valore creato, poiché essi, normalmente, acquisiscono partecipazioni di maggiore dimensione rispetto a quelle detenute dagli investitori istituzionali non attivisti, e godono di un sistema commissionale maggiormente remunerativo¹⁷³. Inoltre, considerato il minor numero di partecipazioni detenute, l'incremento di valore di ciascuna di esse incide maggiormente sul rendimento complessivo del fondo¹⁷⁴. Il maggior grado di concentrazione del portafoglio favorisce il maggior impegno nell'*engagement* anche per un ulteriore duplice ordine di ragioni. In primo luogo, esso limita un potenziale disincentivo al quale sono

cluding control contests, activist campaigns, or mergers. The prospect of such events – and the power of index providers in those events ... provides a powerful incentive to portfolio company managers to respond to the desires, however economically expressed, of the index provider agents".

170 G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 15.

171 J. Fisch, A. Hamdani, S. Davidoff Solomon, *Passive Investors*, cit., 28.

172 V. *supra* par. 1.1.

173 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 104, i quali osservano come "a hedge fund manager that is able to increase the value of a position in a portfolio company through investments in stewardship will capture 20 percent of this increase, an order of magnitude more than the percentage of any value increase that a mutual fund manager would be able to capture"; E. Rock, *Institutional Investors*, cit., 382. Inoltre, in linea con quanto osservato nel testo, le analisi di mercato attestano che esperienze di *engagement* attivo aumentano notevolmente la mole di guadagno degli investitori istituzionali: cfr. Report della Conference Board statunitense del 2010 il quale ha stimato che il mercato degli *hedge fund* e dei fondi di investimento alternativi è passato dalla gestione di circa 2 miliardi di dollari nel 1990 a 1.5 trilioni di dollari nel 2009.

174 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 105.

esposti gli investitori istituzionali non attivisti riducendo la probabilità che più *hedge fund* detengano partecipazioni nella medesima società e, dunque, che fondi concorrenti possano approfittare delle iniziative di *engagement* da altri promosse¹⁷⁵. In secondo luogo, il più contenuto numero di partecipazioni detenute consente di dedicare maggiori risorse al monitoraggio di ciascuna delle società incluse in portafoglio ed all'*engagement* con esse¹⁷⁶.

Oltre a ciò, poiché i principali *hedge fund* attivisti non appartengono normalmente a gruppi finanziari più articolati, comprendenti entità che svolgono attività diverse¹⁷⁷, essi non sono esposti ai potenziali conflitti di interessi che possono, invece, interessare gli investitori istituzionali non attivisti parte di gruppi aventi tali caratteristiche¹⁷⁸. Per la medesima ragione nonché per le strategie di investimento adottate¹⁷⁹, i gestori di *hedge fund* non sono disincentivati a prendere posizioni contrarie a quelle degli amministratori o ad avviare iniziative di *engagement* di carattere maggiormente conflittuale¹⁸⁰.

Tanto osservato, va, per altro verso, considerato che anche l'attivismo dei fondi speculativi presenta taluni limiti che possono ridurre i potenziali positivi effetti sulla *governance* delle società quotate. Anzitutto, va considerato che gli *hedge fund* attivisti hanno interesse ad avviare iniziative dirette al miglioramento della *governance* esclusivamente in relazione alle società quotate che presentano una significativa *underperformance* in quanto soltanto in tali condizioni gli interventi attuati dagli investitori attivisti possono generare rendimenti da essi considerati adeguati, anche in considerazione dei costi sostenuti¹⁸¹. Di conseguenza, le società che non presentano tali caratteristiche restano escluse dall'attività degli *activist hedge funds*, i quali non hanno adeguati incentivi ad impegnarsi nell'*engagement* con esse¹⁸².

Inoltre, come noto, vi sono discordanti opinioni in merito al fatto che l'intervento degli *hedge fund* attivisti produca effettivamente benefici per le società *target*. Parte della dottrina ritiene, infatti, che gli *hedge fund* attivisti siano interessati ad ottenere profitti nel breve periodo a scapito della creazione di valore da parte della società nel lungo periodo¹⁸³. Secondo altra parte della dottrina, tuttavia, non vi sono evidenze empiriche che dimostrino la negativa incidenza dell'intervento di soci attivi-

175 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 105.

176 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 105.

177 J. Morley, *Too Big to Be Activist*, cit. 1 ss.

178 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 105.

179 V. *supra* par. 1.1.

180 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 105 s.

181 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 106.

182 G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 32.

183 J. C. Coffee, D. Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Journal of Corporation Law*, 2016, 545 ss.; L. E. Strine, Jr., *Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, in *Columbia Law Review*, 2014, 449 ss.; E. de Haan, D. F. Larcker, C. McClure, *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions*, ECGI - Finance Working Paper No. 577/2018, 2018, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3260095>.

sti sulla *performance* di lungo periodo della società¹⁸⁴; inoltre, in ogni caso, gli *hedge fund* attivisti assumono un ruolo determinante in quanto, a differenza degli investitori istituzionali non attivisti, hanno – secondo le argomentazioni in precedenza illustrate – adeguati incentivi ad impegnarsi in iniziative dirette al miglioramento della *governance* delle società partecipate¹⁸⁵.

Considerati i non coincidenti vincoli ed incentivi esistenti per le diverse tipologie di investitori istituzionali è rilevante osservare come, nella prassi, si registrino forme di "collaborazione" tra diversi investitori al fine superare potenziali disincentivi all'avvio di iniziative di *engagement* individuali.

Sulla base di quanto appena osservato, una prima forma di collaborazione può registrarsi tra investitori istituzionali attivisti e non attivisti. Infatti, gli *hedge fund* attivisti – i quali normalmente acquistano partecipazione di minoranza, di regola non eccedenti il 10% – hanno interesse a cercare il consenso degli investitori istituzionali non attivisti e – considerato il loro rilevante peso nell'azionariato di molte società quotate –, soprattutto, dei più importanti gestori dei fondi passivi¹⁸⁶.

Talune analisi empiriche mostrano che gli investitori istituzionali non attivisti tendono per lo più a votare con gli amministratori e a non supportare le proposte avanzate dagli investitori attivisti¹⁸⁷. Nonostante ciò, vi sono indici di un parziale, progressivo mutamento di approccio da parte di alcuni investitori istituzionali non attivisti e, in particolare, dei tre principali gestori di fondi di investimento passivi i quali con maggiore frequenza (seppur ancora in un numero minoritario di casi) supportano le iniziative degli investitori attivisti. L'osservazione di alcuni casi che hanno avuto particolare risalto¹⁸⁸ e un recente studio mostrano che una maggiore presenza di fondi passivi è positivamente correlata con un più elevato numero di iniziative dei fondi attivisti¹⁸⁹. In aggiunta, il fatto che il supporto dei maggiori gestori di fondi passivi può rivelarsi determinante per il successo delle loro campagne, potrebbe

184 L. A. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *Columbia Law Review*, 2015, 1085; L. A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Columbia Law Review*, 2013, 637; N. Gantchev, O. Gredil, C. Jotikasthira, *Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism*, ECGI Finance Working Paper No. 562/2018, 2018, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=2356544>, secondo i quali l'attivismo potrebbe avere effetti benefici anche sulle società concorrenti di quelle oggetto delle iniziative degli investitori attivisti: anche le società che non figurano tra i target di questi ultimi potrebbero essere, infatti, indotte ad implementare volontariamente soluzioni analoghe a quelle proposte dagli *hedge fund* attivisti al fine di prevenire l'eventuale interventi di questo ultimi; N. Gantchev, M. Sevilir, A. Shivdasani, *Activism and Empire Building*, ECGI Finance Working Paper No. 575/2018, 2018, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=3062998>.

185 L. A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems*, cit., 107.

186 R. J. Gilson, J. N. Gordon, *The Agency Costs*, cit., 896 ss., "While activist investors frame and seek to force governance/performance changes, they are successful only if they can attract broad support from institutional investors capable of assessing alternative strategies presented to them, even if they will not formulate the strategies themselves".

187 Cfr. A. Brav, W. Jiang, T. Li, *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3101473, 9 ss. La tendenza di una larga parte degli investitori istituzionali a non supportare le iniziative di fondi attivisti può trovare giustificazione, ad esempio, nella volontà di non pregiudicare i rapporti gli amministratori e il *management* della società di partecipata, compromettendo così ulteriori opportunità di business con quest'ultima.

188 Cfr. G. Strampelli, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, cit., 22.

189 I. R. Appel T.A. Gormley, D. B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, 2016, disponibile sul sito <http://www.nber.org/papers/w22707>.

indurre gli investitori attivisti ad orientare le loro strategie verso obiettivi di lungo termine ed a prestare maggiore attenzione alla creazione di valore nel lungo periodo ed ai profili c.d. *environmental, social and governance*, in linea con le preferenze degli investitori passivi¹⁹⁰.

Con crescente frequenza si osserva, inoltre, la tendenza degli investitori istituzionali non attivisti a collaborare tra loro per ripartire i costi dell'*engagement* e limitare il potenziale disincentivo all'avvio di attività di *engagement* derivante da forme di *free riding* da parte di altri investitori. In particolare, la collaborazione tra investitori è favorita, in alcuni Paesi, dall'esistenza di istituzioni, di diversa natura, che favoriscono il coordinamento degli investitori istituzionali ai fini dell'*engagement* con le società partecipate. Oltre ad Assogestioni che, come ricordato, svolge un ruolo centrale nella presentazione da parte degli investitori istituzionali di liste di minoranza per la nomina degli organi sociali, possono menzionarsi, ad esempio, l'Investor Forum inglese¹⁹¹, una "*member-founded not-for-profit organization*" (alla quale partecipano numerosi investitori istituzionali inglesi ed esteri) costituita nel 2014 sulla scorta delle raccomandazioni emerse dalla c.d. *equity markets review* promossa dal Governo inglese che aveva ravvisato la necessità di una istituzione volta a favorire il coordinamento degli investitori istituzionali¹⁹². Analoga funzione è svolta in Giappone dall'*Institutional Investors Collective Engagement Forum* costituito nel 2017, in attuazione della raccomandazione contenuta nello *Stewardship Code* giapponese ai sensi della quale "*[I]n addition to institutional investors engaging with investee companies independently, it would be beneficial for them to engage with investee companies in collaboration with other institutional investors (collective engagement) as necessary*".

2.2 I vincoli giuridici alle politiche di *engagement*

Azione di concerto

Le politiche e le discipline di *engagement* sembrerebbero incontrare, altresì, alcuni limiti di ordine giuridico.

Vi è anzitutto da considerare la disciplina italiana ed europea del concerto (e dell'azione di concerto) in materia di OPA e di trasparenza delle partecipazioni societarie le quali - pur nella prospettiva di assicurare un funzionamento efficiente del mercato delle partecipazioni - guardano con diffidenza alle forme di coordinamento tra gli azionisti, sospettando che con esse si possano realizzare forme occulte di

190 I. R. Appel T.A. Gormley, D. B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants*, cit. 29.

191 Per una sintesi delle attività di *engagement* promosse dall'Investor Forum si veda la pagina <https://www.investorforum.org.uk>.

192 J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*, 2012, disponibile sul sito https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf, 51 ss.

controllo. Esse potrebbero rappresentare, allora, un freno alle politiche di *engagement* degli investitori istituzionali¹⁹³.

Come noto, il TUF (in attuazione delle Direttive europee Transparency¹⁹⁴ e OPA¹⁹⁵) dà esplicito rilievo al *concerto* tra soci al duplice fine di:

- a) garantire al mercato la trasparenza informativa (aggregata) in relazione all'esistenza di partecipazioni rilevanti detenute nel capitale sociale di una società quotata da una pluralità di soggetti che si trovano in una particolare situazione 'statica' di concerto conseguente all'esistenza di patti parasociali¹⁹⁶ e
- b) neutralizzare condotte (acquisti di concerto o *acting in concert*) elusive della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto¹⁹⁷ dando rilievo alle relazioni esistenti tra più soggetti – giuridicamente distinti – al fine di considerare come unitaria la partecipazione da questi detenuta in una società quotata¹⁹⁸.

Particolarmente rilevante, da quest'ultimo punto di vista, è il disposto dell'art. 109 TUF che impone l'obbligo di offerta pubblica di acquisto solidalmente in capo a tutti coloro che, agendo di concerto¹⁹⁹, e quindi perseguendo in modo coordi-

193 Per tutti si vedano R. Ghetti, La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti, in Giur. Comm., 2014, I, p. 754 e M. Gargantini, Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata, in Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, Torino, 2014, p. 2097 e ss. In particolare sul concerto all'interno della disciplina sull'OPA obbligatoria si veda: G. Guizzi e A. Tucci, Acquisti di concerto, in Le offerte pubbliche di acquisto (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 258 e ss.; M. Stella Richter, Trasferimento del controllo e rapporti tra soci, Milano, 1996 e A. Tucci, La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele, Milano, 2008.

194 L'art. 10, par. 1, lett. a) della Transparency (Direttiva 2004/109/CE) estende gli obblighi di notifica dalla stessa Direttiva previsti alle persone fisiche o giuridiche che abbiano concluso "un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione". Questa nozione di concerto non è stata modificata con la nuova Direttiva Transparency (Direttiva 2013/50/UE).

195 L'art. 2, par. 1, lett. d) della Direttiva OPA (Direttiva 2004/25/CE) definisce le persone che agiscono in concerto come "le persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto a ottenere il controllo della società emittente o a contrastare gli obiettivi dell'offerta".

196 Norme originariamente contenute a livello comunitario: a) nella Direttiva 88/627/CEE (relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa) ed attuate in Italia con il TUF e con il Regolamento Emittenti della Consob (Reg. n. 11971/1999), e b) successivamente nella Direttiva Transparency (Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato) non modificata sul punto dalla revisione effettuata dalla Direttiva 2013/50/UE.

197 Seppur il concetto di concerto, come noto, fu introdotto nel nostro ordinamento dalla Legge sulle privatizzazioni (L. 30 luglio 1994, n. 474), già in precedenza la Legge 149/1992 – che introdusse nel nostro ordinamento la disciplina dell'OPA prima ancora dell'adozione della Direttiva OPA 2004/25/CE – stabilì che chiunque avesse voluto acquisire il controllo di una società quotata (anche) attraverso la partecipazione a sindacati di voto sarebbe stato tenuto a promuovere un'offerta pubblica di acquisto.

198 Si ricorda qui che è stato il Decreto Legislativo 25 settembre 2009, n. 146 recante disposizioni integrative e correttive del d.lgs. n. 229/2007 (c.d. decreto correttivo) a novellare la disciplina dedicata dal TUF all'azione di concerto e ad introdurre una nozione di "persone che agiscono di concerto" all'art. 101-bis del TUF.

199 L'art. 101, comma 4-bis, TUF definisce le persone che agiscono di concerto come i "soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio".

nato un disegno unitario²⁰⁰, siano venuti a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva in una società quotata superiore alle percentuali indicate negli artt. 106 e 108 TUF²⁰¹.

La Consob dal canto suo - al duplice fine di assicurare agli investitori regole chiare in materia e di rendere la normativa in qualche modo flessibile ed in linea con le raccomandazioni dell'*European Securities Markets Expert Group (ESME)*²⁰² - ha esercitato la delega contenuta nel comma 4-*ter* dell'art. 101-*bis* del TUF individuando con proprio regolamento ipotesi di presunzioni relative a persone che agiscono di concerto nonché i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del medesimo comma 4²⁰³.

L'art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Emittenti ha così chiarito che il coordinamento tra azionisti non configura di per sé un'azione di concerto nei casi in cui lo stesso sia funzionale all'esercizio di diritti riconosciuti dal codice civile per reagire a condotte e atti che si assumono illegittimi (il diritto di impugnare delibere assembleari e del consiglio di amministrazione; il diritto di proporre l'azione di responsabilità nei confronti degli organi sociali; il diritto di promuovere le verifiche da parte dell'organo di controllo interno o di attivare il controllo giudiziario sulla gestione) o alla "presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli artt. 147-*ter* e 148 TUF, sempre che tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza".

Nonostante questi importanti chiarimenti la politica di *engagement* degli investitori istituzionali - come si accennava all'inizio del paragrafo e come ha sottolineato una attenta dottrina²⁰⁴ - potrebbe trovare ancora oggi un ostacolo nel rischio di poter ricadere nelle previsioni dell'art. 110-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF il quale ha indicato tra i diversi rapporti tra soci che determinano una presunzione assoluta di concerto (non vincibile con la prova contraria) l'esistenza di un patto parasociale anche nullo²⁰⁵. Posto infatti che la nullità di un accordo si ha anche (ai sensi dell'art.

200 In questi termini R. Weigmann, *Articolo 109*, in *Testo Unico della finanza*, Commentario diretto da Campobasso, II, Torino, 2002, p. 932.

201 Più ampiamente, sulle finalità e sui contenuti della norma, per tutti si vedano: C. Mosca, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, 2013; F.M. Mucciarelli, *Articolo 109*, in *Commentario al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e successive modificazioni* (a cura di F. Vella), Tomo II, Torino, 2012; G. Guizzi e A. Tucci, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter jr), Torino, 2011, p. 257 e ss.; M. Brunetta, sub art. 109, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto*, Commentario a cura di E. Pederzini, in *Leggi civ. comm.*, 2010; L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 104; P. Giudici, *L'acquisto di concerto*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 490 e ss.; L.A. Bianchi, sub art. 109, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti - L.A. Bianchi, I, Milano, 1999; M. Callegari, *Commento sub art. 109*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999.

202 Creato con la decisione della Commissione Europea 2006/288/CE.

203 Cfr. Delibera Consob n. 17731 del 2011.

204 G. Guizzi, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), Milano, 2015, p. 109 e ss.

205 La fattispecie del controllo, in realtà, viene ad integrarsi secondo il diritto italiano anche con la presenza di un presupposto ulteriore rispetto al coordinamento tra soci finalizzato al conseguimento del controllo: il successivo acquisto di azioni. Ma tale secondo requisito per gli investitori istituzionali, la cui attività si sostanzia proprio nella costante movimentazione del proprio portafoglio, si realizza praticamente sempre.

1325 c.c. richiamato dall'art. 1418 c.c.) nei casi in cui manchi un incontro formale delle volontà tra i soci, "si può avere concerto da patto anche nei casi di una mera volontà di coordinamento ma nella indeterminatezza del programma comune di azione", ossia allorquando le parti tengano una condotta "consapevolmente orientata allo scopo comune"²⁰⁶.

L'indeterminatezza che caratterizza la fattispecie del concerto pertanto non ha certamente rappresentato un incentivo verso forme di collaborazione tra azionisti.

Per questa ragione il dibattito europeo sull'azione di concerto si è da tempo concentrato sulla necessità di precisare ancora meglio i contorni del fenomeno, quale manifestazione di attivismo e cooperazione tra gli azionisti: di precisarne, in altri termini, la collocazione sistematica tra *concerto* e *coordinamento*²⁰⁷.

Già dal 2008 lo *European Securities Markets Expert Group* (ESME), in un Rapporto avente ad oggetto l'individuazione della fattispecie dell'azione di concerto²⁰⁸, ha avuto modo di evidenziare le differenti definizioni di concerto contenute nella Direttiva OPA e nella Direttiva Transparency. Successivamente, la Commissione Europea – nel 2010 col Libro verde sugli istituti finanziari²⁰⁹ e nel 2011 col Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario²¹⁰ – ha fatto propria l'esigenza manifestata dal mercato di introdurre regole più chiare ed uniformi a livello europeo circa la nozione di azione di concerto.

E sempre in questa prospettiva, nel Piano d'Azione del 12 dicembre 2012²¹¹ la Commissione Europea ha rinnovato la richiesta al legislatore europeo di precisare i contorni della fattispecie onde non ostacolare la cooperazione tra azionisti nell'esercizio dei diritti sociali mediante la modifica della Direttiva *Shareholders' Rights* 2007/36/CE di cui si è già parlato in precedenza.

Non sembra, ad ogni modo, che la disciplina in materia di concerto possa considerarsi un serio ostacolo all'assolvimento da parte degli investitori istituzionali dei propri doveri di *engagement*. È ben vero che la nozione di concerto, come appena osservato, si presenta fluida e di difficile precisazione sul piano applicativo. È anche vero, però, almeno per il mercato domestico, che il quadro normativo, soprattutto in ragione di quanto stabilito dall'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti, offre indicazioni sufficientemente attendibili per ritenere che il coordinamento tra azionisti non configura di per sé un'azione di concerto nei casi in cui lo stesso sia funzionale all'esercizio di diritti riconosciuti dal codice civile per *reagire* a condotte e atti degli

206 Guizzi, *cit.*, p. 121

207 E. Wymeersch, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 4 *European Company Law*, 4, 2007, p. 52; C. Mosca, *Azione di concerto e Opa obbligatoria*, Milano, 2013, p. 99 e ss.; S. Alvaro – B. Lupini, *Le linee di azione della Commissione Europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico Consob n. 3, aprile 2013.

208 ESME, *Preliminary views on the definition of 'acting in concert' between Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 17 november 2008.

209 Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione del giugno 2010.

210 Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario del 5 aprile 2011.

211 Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili del 12 dicembre 2012.

amministratori o del socio di controllo che si assumano illegittimi. A riprova di ciò milita il dato empirico di cui si è trattato in precedenza e che dimostra come in termini relativi – ossia in rapporto al numero di società quotate presenti nei rispettivi mercati borsistici – in Italia l'attivismo dei soci sia più diffuso rispetto a Paesi come Stati Uniti e Regno Unito e, quindi, come nel nostro Paese l'*engagement* degli investitori istituzionali tradizionali trovi un clima favorevole. Del resto, una volta accertato che l'*engagement* costituisce un obiettivo normativo funzionale ad assicurare una gestione equilibrata delle società quotate, diviene indispensabile orientare l'interpretazione del sistema nel senso di garantire il conseguimento di quell'obiettivo. In questa prospettiva, appare dunque coerente fornire una ricostruzione della fattispecie di concerto che non ostacoli forme di coordinamento o di organizzazione degli investitori istituzionali rivolte a disciplinare il comportamento manageriale. Infatti, se può essere inefficiente per il singolo investitore impegnarsi individualmente in iniziative di monitoraggio dell'organo amministrativo, è anche immaginabile che sia invece del tutto razionale per quello stesso investitore organizzare forme di coordinamento con altri azionisti affinché l'attività di monitoraggio sia fornita collettivamente ⁽²¹²⁾.

Proprio l'accento posto sul carattere "reattivo" del coordinamento postulato dalla disciplina appena menzionata potrebbe, peraltro, indurre a una diversa conclusione in relazione all'attivismo degli *hedge funds* ed in particolare rispetto a quelle tattiche consistenti nel radunare attorno a un fondo speculativo che assume l'iniziativa (il c.d. "*leading activist*") altri fondi orientati ad un medesimo obiettivo in funzione di attivisti periferici (c.d. "*wolf pack tactic*"), i quali, dopo essere stati contattati dal fondo "guida" *prima ancora di comunicare al mercato il superamento di una soglia partecipativa rilevante* in materia di assetti proprietari ⁽²¹³⁾, acquistano azioni della *target* per assicurare al fondo attivista il necessario sostegno assembleare, soprattutto ove sia programmata una sollecitazione delle deleghe volta alla revoca di alcuni soltanto degli amministratori in carica e alla loro sostituzione con altrettanti candidati, senza che trovi dunque applicazione il meccanismo del voto di lista

Flussi informativi tra soci e amministratori: il problema della comunicazione selettiva di informazioni privilegiate

Un secondo potenziale limite giuridico alle politiche di *engagement* è rappresentato dalla mancanza di una disciplina che regoli in Italia ed in Europa i flussi informativi tra singoli soci o alcuni soci e il consiglio di amministrazione. Problema, questo, sviluppatosi da molto tempo nella prassi societaria e di cui di recente si sta occupando la dottrina a seguito della sempre maggior presenza nell'azionariato di

212 E.B Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, cit., 466.

213 Cfr. J.C.Coffee jr, *The Agency Cost of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality*, in ECGI, *Law Working Paper* N° 373/2017, November 2017, specie 31 ss, ove la proposta di estendere la definizione di "group" rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione al mercato di cui alla *Section 13(d)(3)* del *Williams Act* anche all'ipotesi del "*wolf-pack*" allestito da fondi speculativi (e ove altresì si legge l'icastica osservazione secondo cui "*By ignoring the 'wolf pack', the SEC is increasingly playing the ostrich, and rendering itself irrelevant*").

investitori istituzionali che richiedono un *monitoring* sull'operato dell'organo amministrativo non ridotto ai 'tradizionali' canali informativi assembleari.

Da questo punto di vista vale la pena ricordare che il diritto societario italiano ha disciplinato la materia dei flussi informativi statuendo una regola apparentemente molto chiara: in linea generale i soci (anche se detentori di una partecipazione qualificata o rilevante) non hanno un diritto soggettivo *individuale* ad ottenere informazioni dagli amministratori in sede diversa da quella assembleare (e pre-assembleare)²¹⁴ se non per esaminare il libro dei soci e delle adunanze e delle deliberazioni assembleari²¹⁵. Ciò in quanto nel diritto societario il diritto di informazione dei soci è stato sacrificato a favore dell'interesse alla riservatezza della società.

Il diritto del socio a ricevere dagli amministratori determinate informazioni (che sono particolarmente numerose nelle società quotate) è dunque un diritto "generale" di cui gode indistintamente tutto il mercato (piccoli o grandi azionisti, potenziali investitori, ecc.) e che si manifesta indipendentemente da qualsiasi richiesta o sollecitazione da parte dei soci stessi²¹⁶.

Il fatto che il nostro ordinamento non riconosca in capo al singolo socio un diritto individuale ad ottenere informazioni dal consiglio di amministrazione non significa che eventuali richieste in questo senso siano vietate in linea di principio.

Al di là dell'informativa prevista dalla legge, resta infatti in capo agli amministratori la facoltà di stabilire quali ulteriori informazioni possano essere comunicate ad uno o più soci (o a tutti i soci) in presenza di determinate condizioni. Tale scelta dovrà essere compiuta evidentemente comparando tra loro le esigenze di riservatezza della società e l'interesse del mercato alla divulgazione delle stesse²¹⁷.

214 A. Stagno D'Alcontres, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca borsa e tit.cred.*, I, 1999, p. 315.

215 Solo la disciplina dei gruppi prevede una eccezione a questo principio generale laddove diverse norme riconoscono in capo al solo socio controllante un diritto ad ottenere dalla società controllata una serie importante di informazioni. Sul punto si vedano per tutti: P. Abbadessa, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 16-17-18 novembre 1995, vol. I, Milano, 1996, p. 567; F. Bonelli, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 681; V. Giorgi, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005; U. Tombari, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 65 e ss.; F. Annunziata, *Informazione societarie e organizzazione d'impresa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 6; A. Giannelli e C. Mosca, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, relazione presentata al III convegno nazionale organizzato da Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma 10-11 febbraio 2012; M. Maugeri, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.

216 La situazione della capogruppo si presenta, in vero, diversa in quanto in questo caso lo scambio informativo tra l'organo amministrativo della quotata eterodiretta e l'organo amministrativo della capogruppo non appare tanto funzionale all'esercizio di un *diritto* di voto in assemblea quanto piuttosto all'esercizio di un *potere* di pianificazione della realtà di gruppo il quale presuppone, per essere correttamente esercitato, la preventiva conoscenza delle informazioni finanziarie e operative rilevanti delle imprese soggette a quel potere: e v. M. Maugeri, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, 908 ss.

217 Tombari, *cit.*, p. 67. Peraltro, la disciplina contenuta nel Regolamento UE n. 596/2014 in materia di abusi di mercato ("MAR") dimostra come l'ordinamento protegga l'interesse dell'emittente a posticipare la comunicazione di informazioni privilegiate la cui immediata divulgazione al pubblico potrebbe danneggiare "i legittimi interessi dell'emittente": si tratta della disciplina del ritardo di cui all'art. 17, par. 4, MAR la quale attesta la possibilità che, alle condizioni indicate dalla citata norma, l'interesse dell'emittente prevalga sull'interesse del mercato alla completezza dell'informazione (M. Maugeri, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, *cit.*, 921 ss.).

Il problema in questi casi si pone soprattutto qualora l'informativa sia resa *selettivamente* a favore di uno o più soci e non all'intera compagine sociale²¹⁸. Non si verte, in questo caso, solo nell'ambito del tema della legittimità dell'informativa resa (ossia sull'*an*) ma si ha riguardo anche, e principalmente, alle modalità con cui essa viene resa, ossia la procedura che il consiglio di amministrazione deve seguire nel fornire ai soci informazioni ulteriori rispetto a quelle imposte dalla legge (il *quomodo*).

Il problema si pone evidentemente in relazione alle interlocuzioni che il consiglio di amministrazione (o un singolo amministratore su incarico dell'organo amministrativo) può avere tanto con il socio di maggioranza quanto con investitori istituzionali o singoli soci in generale.

Per comprendere bene il tema occorre inquadrarlo correttamente da un punto di vista sistematico collocandolo nell'ambito dei rapporti che, dal punto di vista economico, intercorrono tra *principal* (ossia tra gli azionisti quali 'proprietari') ed *agent* (gli amministratori) e più in particolare nella funzione di controllo che il primo svolge nei confronti del secondo attraverso le informazioni disponibili.

Le posizioni della dottrina sul punto sono diverse.

Una parte di essa ritiene che l'informativa selettiva tra consiglio di amministrazione (o singoli amministratori) e singoli soci debba ritenersi illegittima sia perché violerebbe il principio di parità di trattamento dei soci sia perché, conseguentemente, altererebbe il rapporto di controllo tra *agent* e *principal* privilegiando taluni di questi ultimi²¹⁹.

Altra parte ritiene invece che la legittimità della trasmissione di informazioni da un amministratore ad un socio (ed in particolare il socio di maggioranza) non sarebbe altro che il riconoscimento di una prassi societaria consolidata²²⁰.

Una tesi intermedia ammetterebbe invece la comunicazione tra amministratori e singoli soci "nella misura in cui la comunicazione selettiva di informazioni non pregiudichi la posizione degli altri soci, né il funzionamento del mercato"²²¹. Un esempio di comunicazione selettiva legittima può ritenersi l'informativa resa dagli amministratori a favore di un singolo socio che intenda cedere la propria partecipazione sociale e consistente nella comunicazione al potenziale acquirente di una serie di notizie attinenti alla società nell'ambito di una *due diligence* richiesta²²²: sempre che, beninteso, la comunicazione di tali informazioni realizzi un interesse della socie-

218 Si deve rilevare comunque che ciò che MAR vieta non è la comunicazione selettiva in sé, quanto piuttosto l'eventualità che essa avvenga senza una causa di giustificazione: v. M. Maugeri, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, cit., 930 ss.; Id., *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 285 ss.

219 A. Bartalena, Art. 180 TUF, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, Commentario (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), 1990, p. 2010.

220 A. Tucci, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2007, pp. 448 e 450.

221 Giannelli e Mosca, *cit.* e Tombari, *cit.*

222 Tombari, *cit.*

tà *target* la cui sussistenza gli amministratori dovranno allora adeguatamente motivare ⁽²²³⁾.

Tanto osservato, sembra, più in generale, potersi osservare che la disciplina degli abusi di mercato contenuta nel regolamento 596/2014/UE ("MAR") non preclude eventuali dialoghi tra l'organo amministrativo. In particolare, tale forma di confronto extra-assembleare deve ritenersi lecita ogni qual volta non implichi la comunicazione di informazioni privilegiate (ossia informazioni che, da sole, non hanno un'influenza rilevante sul prezzo di borsa). In primo luogo, la disciplina degli abusi di mercato dettata dal MAR e il correlato obbligo di *disclosure* non riguarda informazioni non privilegiate, come si evince, indirettamente, dalla definizione delle medesime di cui all'art. 7 del MAR²²⁴. In secondo luogo, per quanto la prassi dei dialoghi tra gli amministratori ed uno o più soci sollevi interrogativi sotto tale profilo, un divieto non sembra imposto neppure dal principio di parità di trattamento informativa dei soci e degli investitori. In base alla disciplina degli abusi di mercato dettata dal MAR, infatti, l'obbligo di assicurare la parità informativa sussiste soltanto per informazioni privilegiate le quali devono essere tempestivamente rese note al mercato ai sensi dell'art. 17, mentre eguale dovere non sussiste per le informazioni non privilegiate ai sensi dell'art. 7 MAR. Inoltre, la deroga al principio di parità di trattamento che ne deriva è, di regola, da considerarsi nell'interesse della società e non meramente arbitraria ma fondata sulla caratteristiche (in particolare, il "grado" di impegno nel monitoraggio delle società partecipate) che gli investitori istituzionali coinvolti nei dialoghi con l'organo amministrativo²²⁵.

Ciò è, del resto, coerente con quanto previsto dal considerando 19 del MAR il quale espressamente afferma che "il presente regolamento non ha lo scopo di vietare le discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente. Relazioni di questo tipo sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate dal presente regolamento".

Va tenuto presente, infatti, che favorire un miglior esercizio dei poteri di *monitoring* da parte degli investitori istituzionali (non controllanti) nonché creare rapporti maggiormente stretti ed attivi con il *management* quale strumento per la valorizzazione dell'impegno a lungo termine degli stessi è uno degli obiettivi che si è posto il legislatore europeo soprattutto nel contesto della Direttiva *Shareholders' Rights* di cui si è già fatto cenno in precedenza.

Inoltre, l'engagement si inquadra in un più ampio dibattito che si è sviluppato in tutto il mondo circa la necessità di istituzionalizzare forme di incontro tra investitori istituzionali e amministratori di società quotate per uno scambio di informazioni e per un confronto sulle strategie gestionali e che ha portato anche a vedere svilupparsi delle pratiche di *engagement* (o ingaggio) degli investitori istituzionali con

223 M.Maugeri, Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate, cit., 291.

224 G. Strampelli, Engagement degli investitori istituzionali, cit., 417 ss.

225 Hirt, Hopt, Mattheus, Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, in AG 2016, 738.

la società²²⁶; pratica che indica "ogni iniziativa volta a garantire che gli azionisti ottengano valore dalle loro aziende affrontando efficacemente i problemi relativi alla *underperformance*"²²⁷. Negli Stati Uniti tale dibattito ha portato, ad esempio, all'elaborazione di procedure applicative in materia di *Shareholder-Director Exchange* nonché alla creazione, all'interno del consiglio di amministrazione, di veri e propri comitati per le relazioni con gli azionisti²²⁸.

Ruolo e responsabilità degli amministratori nominati da investitori istituzionali

Per delineare compiutamente il quadro giuridico entro il quale si concretizzano i compiti di monitoraggio degli investitori istituzionali, occorre altresì tener conto del fatto che la disciplina italiana della società per azioni quotata si caratterizza indubbiamente per l'esistenza di un regime peculiare in materia di composizione e di elezione dell'organo amministrativo (e di controllo). Si tratta del c.d. voto di lista.

Col voto di lista si è voluto creare una sorta di sub-procedimento all'interno del più ampio procedimento di nomina degli amministratori²²⁹. Un sub-procedimento volto a consentire alla minoranza qualificata dal possesso di una data percentuale del capitale sociale (identificabile, nella maggior parte dei casi, proprio negli investitori istituzionali)²³⁰ di eleggere all'interno del consiglio propri rappresentanti²³¹.

226 A livello pratico le procedure di engagement, in genere attuate secondo un approccio graduale, includono "sistemi di *monitoring* delle società partecipate, di incontro se del caso con il presidente di una società, il *lead independent director* o il *management*, una strategia di intervento qualora ciò sia ritenuto opportuno e una politica in materia di diritto di voto e di divulgazione del voto" (D. Walker, *A review of corporate governance in the UK banks and other financial industry entities*, The Walker Review Secretariat, London, 2009, pp. 72-73).

227 D. Konigsburg, *Shareholder rights and stakeholder relations*, in *Governance and Risk*, McGraw-Hill, 2004, p. 61 e ss.; D. Walker, op.cit., pp. 70 e ss.; R. Romano, *Less is more: making institutional investors activism a valuable mechanism of corporate governance*, in *Corporate Governance Regimes*, Oxford, 2002, p. 507 e ss.

228 J. Kim e J.D. Schloetzer, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, in *The Conference Board Director Notes*, Ottobre 2013, consultabile all'indirizzo web: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2335489>; P. Montalenti, *Investitori istituzionali amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, 1, p. 7.

229 Sul punto per tutti cfr.: S. Alvaro, G. Mollo e G. Siciliano, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 1, novembre 2012, p. 6 e ss.; M. Campobasso (a cura di), *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, VII ed., 2010, p. 316; M. Stella Richter, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in *AA.VV., Studi per F. Di Sabato*, Napoli, 2009, p. 9; A. Tucci, *L'esercizio del voto*, in R. Lener - A. Tucci (a cura di), *Le società di capitali L'assemblea nelle società di capitali*, in M. Bessone (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. XVII, Padova, 2000, p. 168; A. Serra, *L'assemblea: Procedimento*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale), vol. 3, *Assemblea*, Torino, 1994, p. 65; C. Angelici, *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. del Dir.*, vol. XLIII, Milano, 1990, p. 977 e 986.

230 Sul punto, per tutti, si veda P. Montalenti, *Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio*, in *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, p. 31.

231 Le ragioni sottostanti all'idea di coinvolgere le minoranze nella gestione della società paiono riconducibili alla esigenza di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, nella convinzione che l'esistenza di amministratori non nominati dalla maggioranza possa mitigare il rischio di una gestione più propensa a realizzare gli interessi dell'azionista (o degli azionisti) di controllo piuttosto che volta alla realizzazione di un interesse comune a tutti i soci (In questi termini G. Guizzi, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corriere Giuridico*, 2007, p. 301). Da questo punto di vista si può discutere se il consiglio di amministrazione, ossia l'organo gestorio della società, sia la sede più idonea per la composizione di interessi potenzialmente divergenti tra maggioranza e minoranza (o anche solo di diverse 'visioni' del medesimo interesse socia-

Il voto di lista, però, non disciplina il funzionamento e i compiti del consiglio di amministrazione, ma soltanto la sua composizione. La nomina di amministratori "di maggioranza" o "di minoranza" – al pari della nomina di amministratori uomini o donne e nel rispetto delle regole sulle quote di genere – non ha infatti alcuna incidenza sulle funzioni svolte dagli amministratori.

I compiti e le funzioni del consiglio di amministrazione di una società quotata (al pari di una non quotata)²³² si ricavano invece essenzialmente dalle disposizioni di diritto comune contenute nel codice civile in materia di società per azioni (art. 2380-*bis*, 2381 e 2388 c.c.). Ciò in quanto, nonostante l'indubbia centralità che riveste il Consiglio di amministrazione (o il consiglio di sorveglianza o il consiglio di gestione) nella *corporate governance* di una società quotata, il testo unico della finanza non contiene disposizioni specifiche in materia di attribuzioni e funzioni dell'organo gestorio.

Inoltre, il codice civile prevede che, nel modello tradizionale, al consiglio di amministrazione vengano intestate sia le funzioni di supervisione strategica e di gestione della società sia buona parte delle funzioni di controllo e che tutte queste funzioni debbano essere esercitate dal consiglio in forma "collegiale", ossia come *plenum* (v. artt. 2380-*bis* e 2381 c.c.).

In altre parole, ciò che si vuole evidenziare qui è che, pur in presenza del meccanismo del voto di lista, una volta esaurito il procedimento di nomina, nasce tra la società e gli amministratori un rapporto di amministrazione disciplinato in larga parte dal codice civile e che riconosce agli amministratori uguali diritti e uguali doveri, l'obbligo di agire collegialmente (e non disgiuntamente) e un identico obiettivo: realizzare l'interesse sociale²³³. Si può cioè dire che al legame tra candidato alla

le), ma non c'è dubbio che una scelta in questo senso è stata fatta da diversi anni dal nostro legislatore, prima per le società privatizzate e poi per tutte le società quotate. Come ha osservato la dottrina tali clausole vorrebbero in qualche modo riprodurre nel diritto societario "quei principi di democrazia politica che sostituiscono al sistema maggioritario quello proporzionale, garantendo anche alle minoranze di entrare a far parte dei collegi politici o amministrativi" In questi termini F. Galgano – R. Genghini, *Le nuove società di capitali e cooperative - Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, terza ed., Padova, 2006, p. 431. Sul punto anche: G. Scafi, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1971, p. 40; P.M. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria*, Torino, 2000; G. Bianchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2003, p. 96.

232 Secondo la legge il regime delle funzioni e di funzionamento dell'organo gestorio di un emittente è in larga parte il medesimo di quello di una qualsiasi società per azioni chiusa, sia pure con gli adattamenti derivanti dall'applicazione delle disposizioni speciali relative alla sua composizione di cui si dirà in seguito. Sul punto, più ampiamente, si veda: L.A. Bianchi, *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 832.

233 La Riforma del diritto societario del 2003 [come ricorda F. Bonelli, *Gli amministratori a dieci anni dalla riforma del 2003*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli* (a cura di M. Vietti), Torino, 2014, p. 107 e ss.], ha riconosciuto solamente i seguenti specifici poteri in capo ai singoli amministratori (generalmente identificabili come i 'non esecutivi'):

- 1) Il potere di informazione. L'art. 2381, comma 6, c.c. dispone che "gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società"; mentre il comma 5 del medesimo articolo dispone che gli organi delegati riferiscono sulle attività svolte (e "sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale" secondo l'art. 150 TUF) al consiglio di amministrazione "con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi" che diventano "ogni tre mesi" per le società quotate (art. 150 TUF);
- 2) Il potere di esprimere e far verbalizzare il proprio dissenso relativamente alle proposte di delibere consiliari;
- 3) Il potere di impugnare le delibere consiliari o assembleari.

carica e socio (o gruppo di soci) che lo ha nominato si sostituisce un nuovo rapporto, quello tra amministrazione e società.

Tant'è che dopo la nomina né il codice civile né il testo unico della finanza distinguono tra amministratori di maggioranza e di minoranza²³⁴. Al tempo stesso i rapporti tra singoli amministratori e soci scolorano e lasciano spazio all'organizzazione societaria.

L'introduzione del voto di lista non ha pertanto avuto effetti diretti sui diritti e doveri degli amministratori, sulle loro funzioni, sulla struttura e sulle regole di funzionamento del consiglio di amministrazione.

È stata invece l'autodisciplina delle società quotate che, inserendosi in uno spazio in qualche modo lasciato all'autonomia privata ed enfatizzando il rilievo della dimensione procedimentale dell'azione dell'organo amministrativo (con la emersione dei pareri e di alte attività istruttorie)²³⁵ ha sostanzialmente riconosciuto taluni compiti particolari in capo agli amministratori indipendenti (spesso espressione della "minoranza").

Larga parte della dottrina ha evidenziato come l'elezione di amministratori di minoranza possa consentire di rappresentare efficacemente la posizione di una minoranza all'interno dell'organo di gestione (soprattutto in relazione alle operazioni con parti correlate), contribuendo così ad una più incisiva tutela della stessa minoranza²³⁶ oltre che ad arricchire il momento della decisione collegiale portando spesso l'esperienza proveniente dai mercati. Al tempo stesso è stato osservato che, nella grande società azionaria che si rivolge al mercato del capitale di rischio (quale è la società quotata), non essendo più l'assemblea il luogo di confronto tra le diverse componenti sociali²³⁷, soltanto all'interno del consiglio di amministrazione si potrà avere una composizione degli interessi sociali, prima ancora che di ponderazione dell'interesse sociale²³⁸.

Così, il Codice di autodisciplina ha raccomandato alle società quotate la costituzione di comitati interni al consiglio con funzioni consultive, istruttorie e propul-

Per inciso si ricorda qui che il potere del singolo amministratore di richiedere informazioni non gli consente però di avere anche un'autonoma potestà di indagine (Cfr. Cass. Pen., Sez. V, 19 giugno 2007, n. 23838) e di accesso alle funzioni aziendali.

234 Soltanto agli amministratori indipendenti la legge ha implicitamente attribuito il compito di verificare la correttezza e trasparenza del procedimento deliberativo del consiglio e di presidiare determinate aree come quella del conflitto di interesse (nelle operazioni con parti correlate e in caso di OPA).

235 Enfatizzazione ben colta da M. Stella Richter, Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni giuridici Consob, n. 9, ottobre 2015, p. 71.

236 F. Denozza, L'amministratore di minoranza e i suoi critici, in Giur. comm., 2005, I, 767; M. Stella Richter jr., Adegua-menti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio, in Società, 2006, 533; G. Presti - F. Maccabruni, Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni, in A.G.E., n. 1/2003, 111 e ss.

237 B. Libonati, Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate, in Riv. soc., 2001, 102.

238 Sul tema si vedano tra i tanti: M. Stella Richter jr., Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito, in Giur. comm., I, 2006, 206; id., Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati, in AA.VV., Studi per F. Di Sabato, Napoli, 2009; id., Adegua-menti statutari, cit.; G. Guizzi, Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quo-tate: spunti per una riflessione, in Corriere Giuridico, 2007, 301.

sive²³⁹ la cui maggioranza (per il comitato nomine) o totalità (per i comitati remunerazione e controllo rischi) dei componenti deve essere rappresentata da amministratori indipendenti ed i cui poteri comprendono quello di accedere (come *plenum*) alle informazioni e alle funzioni diverse aziendali.

In secondo luogo, proprio il Codice di *Stewardship* ha cercato di fornire una cornice procedurale per il "*director access*", cioè per la possibilità per gli investitori istituzionali di interloquire eventualmente anche direttamente con i membri del consiglio di amministrazione qualora dall'attività di monitoraggio emergano elementi di preoccupazione che i tradizionali interlocutori all'interno della società (*investor relator* e *managers*) non riescono a fugare.

La creazione di questo canale – che nasce anche dalla specificità italiana del sistema del voto di lista che attribuisce alle minoranze, spesso organizzate da Assogestioni, l'elezione di almeno un amministratore – non trova riscontro nell'esperienza internazionale e ha sollevato alcune perplessità da parte delle società quotate, perché sembra mettere in discussione proprio quell'approccio funzionale che dovrebbe ispirare l'individuazione degli interlocutori degli azionisti all'interno del consiglio di amministrazione. L'attuale formulazione del Codice di *Stewardship*, tuttavia, coerentemente con un simile approccio di natura funzionale, raccomanda che gli amministratori incontrino "i competenti membri degli organi di amministrazione e/o controllo (ovvero il presidente dell'organo amministrativo, gli amministratori con deleghe, il *lead independent director*, il presidente dell'organo di controllo, il presidente di un comitato endoconsiliare o altri amministratori indipendenti, anche di minoranza, tenendo anche conto della ripartizione delle funzioni all'interno degli organi sociali)".

Quello posto dal Codice di *Stewardship* è un tema importante che non riguarda un possibile diverso trattamento degli amministratori di maggioranza o di minoranza nei rapporti con gli azionisti, ma piuttosto la definizione di principi condivisi per realizzare modalità di *director access* efficaci, sia nel dare spazio e rilevanza alla voce anche critica degli investitori istituzionali, sia nell'assicurare un interesse della stessa società a valorizzare tale tipo di interlocuzione, tenendo conto della ripartizione delle competenze all'interno degli organi sociali e nel rispetto dell'integrità della gestione informativa²⁴⁰.

Proprio perché gli amministratori detengono molte informazioni *price sensitive* che possono essere impropriamente usate per speculazioni di breve periodo, lo

239 Si veda l'art. 4 del Codice di Autodisciplina delle società quotate.

240 Come si è avuto già modo di osservare, infatti, il Codice di *Stewardship* ha individuato un canale di dialogo con gli amministratori di minoranza eletti dalle società di gestione del risparmio, indipendentemente dalle funzioni da questi svolte nel consiglio di amministrazione e nei comitati. Il Principio 2 dello *Stewardship Code* italiano prevede proprio che l'attività di monitoraggio possa essere svolta tramite "un adeguato numero di componenti indipendenti, anche di minoranza, negli organi sociali degli emittenti quotati". Il principio 3 prevede che le Società di gestione stabiliscano le circostanze che richiedano un intervento attivo presso l'emittente quotato partecipato per valutare periodicamente i risultati della società. In particolare, le società di gestione dovrebbero decidere se e come discutere con i competenti membri, anche di minoranza, degli organi di amministrazione e controllo, ovvero con i soggetti da questi incaricati, dell'emittente quotato partecipato le eventuali preoccupazioni o problematiche riscontrate nello svolgimento dell'attività di monitoraggio.

Stewardship Code italiano, al fine di prevenire l'eventualità che nel corso degli incontri con gli emittenti siano comunicate loro informazioni privilegiate prevede espressamente che "nell'ambito delle attività di intervento ed engagement, le Società di gestione chiedono agli emittenti quotati partecipati e ai loro consulenti di assicurare che eventuali informazioni che potrebbero compromettere la capacità di negoziare le azioni di detti emittenti non siano comunicate senza preventivo consenso". Lo stesso Codice di *Stewardship*, inoltre, considera l'eventualità che l'investitore che ha avviato un determinato intervento di *engagement* coinvolga altri investitori istituzionali e indica i modi in cui queste consultazioni con gli investitori istituzionali possono avvenire precisando, in particolare, che le interlocuzioni con le società partecipate devono svolgersi all'interno di una procedura organizzata e collegiale che:

- 1) garantisca il rispetto del generale principio di assenza di vincolo di mandato con gli azionisti che hanno presentato o votato la loro candidatura;
- 2) preveda espressamente l'impegno di detti componenti degli organi sociali a non divulgare informazioni sensibili o riservate in occasione di tali confronti;
- 3) preveda una tempestiva informativa agli organi sociali dell'emittente circa le modalità e i contenuti degli incontri.

3 La prospettiva

3.1 I risultati dell'indagine

Le considerazioni formulate in precedenza offrono un mosaico variegato le cui tessere non sono agevolmente componibili. L'analisi comparatistica ha rivelato, anzitutto, una larga diffusione dei codici di *stewardship*. Questo dato potrebbe interpretarsi nel senso di una comune risposta a una esigenza largamente avvertita a livello internazionale: quella di un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel controllo delle scelte d'impresa, affinché le stesse siano orientate a promuovere una crescita di valore delle azioni sostenibile nel lungo termine. L'indagine ha altresì evidenziato come l'esercizio di una attività di monitoraggio sulla gestione dell'impresa da parte degli investitori istituzionali non incontri significativi limiti nell'ordinamento giuridico vigente in Italia: in particolare, né la disciplina dell'azione di concerto, né quella in materia di trattamento delle informazioni privilegiate sembrano costituire ostacoli rilevanti alla possibilità per uno o più investitori istituzionali, in coordinamento tra loro, di esercitare forme di controllo e vigilanza sulla correttezza delle decisioni imprenditoriali delle società emittenti azioni inserite nei portafogli gestiti.

Non mancano, tuttavia, le ambiguità. Esse nascono anzitutto sul piano terminologico atteso che non è facile dare una definizione stringente di "*stewardship*"⁽²⁴¹⁾ né, conseguentemente, distinguere tale nozione da quelle limitrofe di "attivismo" o di "*engagement*". In questa sede si è tentato di inquadrare l'attività di *stewardship*

241 A. Reisberg, *The UK Stewardship Code: On the road to nowhere?*, in <http://discovery.ucl.ac.uk/1464513/1/The%20UK%20Stewardship%20Code%20February%202015.pdf>.

in senso *funzionale*, sottolineando come essa si caratterizzi per il fatto di essere rivolta alla realizzazione di un interesse altrui (e cioè quello dei partecipanti ai fondi gestiti o comunque dei beneficiari finali dei risultati della gestione dell'investimento). In questa prospettiva, l'attività di *stewardship* sembra presentare una maggiore ampiezza concettuale rispetto a quella propria del fenomeno dell'*engagement*, ricomprendendo non solo iniziative tendenti al confronto e al dialogo con il consiglio di amministrazione sulle politiche finanziarie e sulle strategie d'impresa ma, più in generale, l'esercizio di tutti i diritti e i poteri inerenti alla (e tendenti a proteggere il valore della) partecipazione azionaria. Al tempo stesso, l'espressione *stewardship* appare designare un fenomeno diverso dall'attivismo in quanto, a differenza di quest'ultimo (che, come indica l'etimo, si traduce in comportamenti attivamente volti a imporre cambiamenti nelle dinamiche societarie di imprese *target* sottovalutate dal mercato), le iniziative di *stewardship* manifestano un carattere tendenzialmente "reattivo" dinanzi a vicende di cattiva gestione societaria o a proposte degli *incumbent* potenzialmente penalizzanti per gli interessi o le ragioni degli azionisti di minoranza o del mercato.

Ma un tasso consistente di ambiguità nell'inquadramento del ruolo che i codici di *stewardship* possono svolgere emerge soprattutto dalla analisi dell'assetto di incentivi, forse il profilo più delicato del problema. Infatti, potrebbe rivelarsi illusorio l'auspicio che taluni investitori istituzionali, ancorché abbiano aderito a un codice di "autodisciplina" nello svolgimento delle funzioni di *stewardship*, sostengano poi effettivamente e individualmente costi per la generazione di un "bene collettivo" (quale deve considerarsi il monitoraggio delle scelte compiute dal socio di controllo e/o dagli amministratori della società partecipata) di cui poi fruiranno anche coloro che non hanno concorso alla sua produzione (e, soprattutto, eventuali gestori concorrenti che avessero in portafoglio azioni della stessa società). Questa carenza di incentivi potrebbe, in primo luogo, minare il raggiungimento di talune finalità di *engagement* fissate dalla SHRD. Non è chiaro, inoltre, quale sia l'assetto di incentivi della "classe" di investitori istituzionali che meglio si attaglia al paradigma dell'azionista di lungo termine, vale a dire gli investitori c.d. "passivi": se, da un lato, essi si vedono "costretti" a mantenere in portafoglio azioni delle società che compongono l'indice assunto come *benchmark* e quindi sembrerebbero portatori di uno specifico interesse a impegnarsi attivamente nel controllo delle scelte gestorie degli amministratori, dall'altro la estesa diversificazione (e quindi la ridotta entità delle singole partecipazioni detenute in portafoglio) potrebbe rendere per questa tipologia di investitori inefficiente sostenere i costi elevati di monitoraggio sull'andamento della singola società partecipata.

Proprio queste ultime considerazioni in materia di incentivi inducono allora a dedicare alcune brevi riflessioni conclusive sulle implicazioni ricavabili dalla analisi sin qui svolta e, in particolar modo, a interrogarsi sulla possibilità di elaborare modalità di intervento normativo tendenti a rivalutare sul piano giuridico il ruolo dei codici di *stewardship* quale strumento di attuazione delle politiche di *engagement* da parte degli investitori istituzionali.

3.2 Le implicazioni di *policy*

Un tentativo di rivalutazione del ruolo dei codici di *stewardship* deve muovere dalla funzione *segnaletica* che l'adesione al codice può sviluppare in ordine alla serietà e alla qualità dell'impegno dedicato dal singolo investitore istituzionale al monitoraggio delle società partecipate e quindi all'incremento del valore e della redditività del portafoglio azionario detenuto ⁽²⁴²⁾.

Questa funzione *segnaletica* si manifesta in una duplice direzione. Da un lato, essa può considerarsi indirizzata nei confronti dei beneficiari finali degli effetti economici dell'investimento (ad es., gli aderenti al fondo pensione o i partecipanti al fondo comune di investimento), i quali, grazie alla adesione al codice adeguatamente pubblicizzata nel sito Internet dell'investitore istituzionale nonché nella documentazione informativa concernente l'adesione al fondo, hanno modo di valutare e verificare consapevolmente l'ampiezza e la costanza dell'impegno del gestore nel partecipare alle principali vicende assembleari delle società in portafoglio e nel controllare l'operato degli amministratori. Essi possono, in questo modo, valutare anche l'impatto di tale impegno sui risultati della gestione del loro investimento (ed eventualmente, ove il gestore sia rimasto "passivo", reagire con l'uscita dall'investimento).

Ma l'adesione al codice appare, a ben vedere, idonea a dispiegare una funzione *segnaletica* anche nei confronti degli altri azionisti della società partecipata, soprattutto in costanza di campagne avviate da fondi attivisti. Deve osservarsi, infatti, che gli azionisti estranei al gruppo di controllo non hanno il più delle volte modo di valutare se la proposta di un attivista che si contrapponga al *management* sia "positiva" o "negativa" per il loro investimento, a causa delle asimmetrie informative da cui sono afflitti. In questo caso, la circostanza che la formulazione della proposta assembleare o l'iniziativa presa dall'attivista corrisponda a un modello di comportamento preventivamente individuato e descritto nel codice di *stewardship* o provenga comunque da un investitore che non solo ha aderito al codice ma vi ha dato attuazione costante nel tempo dichiarando e motivando al pubblico le proprie scelte di voto e di *engagement* può concorrere a mitigare il problema di selezione avversa (che altrimenti riduce le probabilità di successo dell'iniziativa), ad accrescere la credibilità dell'attivista, rafforzando contestualmente il ruolo del codice come strumento di orientamento delle scelte di monitoraggio degli azionisti istituzionali nei confronti degli amministratori delle società partecipate. Funzione *segnaletica* tanto più importante in quanto il successo dell'iniziativa dipenderà il più delle volte dal supporto degli azionisti esterni, atteso il fatto che l'attivista non dispone di un pacchetto sufficiente per prevalere da solo in sede assembleare. In questa prospettiva, il codice di *stewardship*, declinando in via preventiva modelli di comportamento accettati da un numero elevato di operatori di una determinata comunità finanziaria (cioè di coloro che avranno aderito al codice), potrebbe assolvere il compito di "distinguere"

242 Sull'importanza della funzione *segnaletica* delle scelte di autonomia privata nel diritto societario v. M. Maugeri, Capitale di debito, Minibond e informazione "imperfetta" del mercato, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob, Quaderno giuridico Consob a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 245 ss., specie 250 ss.; ID., Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione *segnaletica* del capitale nel diritto europeo armonizzato, in Riv. dir. comm., 2016, I, 1 ss.

le iniziative di attivismo/*engagement* "vantaggiose" per l'intera compagine sociale (in quanto volte a contrastare una gestione inefficiente dell'impresa) da quelle che, pur suscettibili di incrementare il valore delle azioni nel breve periodo, si rivelano potenzialmente pregiudizievoli nel medio e lungo periodo.

Al tempo stesso, l'adesione al codice di *stewardship* sembra potersi candidare ad assolvere una funzione segnaletica *anche nei confronti degli amministratori della società partecipata* i quali avrebbero come interlocutore un investitore orientato a promuovere una politica di creazione di valore nel medio e lungo termine e, in questa prospettiva, potrebbero manifestare una maggiore disponibilità ad avviare un dialogo volto a chiarire obiettivi e strategie industriali della società, se non addirittura a confrontarsi su operazioni di ristrutturazione societaria: quelle, in definitiva, preferite dagli attivisti tradizionali perché idonee a tradursi in profitti di breve termine (laddove azionisti orientati al medio e lungo termine vedranno con favore simili operazioni solo comportano un utilizzo più efficiente delle risorse interne all'impresa) (243). Questa disponibilità al dialogo degli emittenti potrebbe anche trovare manifestazione nell'ambito di apposite procedure interne predisposte per regolare i rapporti con gli investitori istituzionali, e redatte tenendo conto eventualmente anche della scelta dei potenziali interlocutori di aderire a un codice di *stewardship* e di privilegiare quindi una prospettiva di lungo periodo, attenta anche a profili di sostenibilità e responsabilità sociale.

Qualsiasi istituto giuridico o qualsiasi scelta negoziale può dirsi, tuttavia, provvista di portata segnaletica nei confronti del mercato solo in quanto sia *credibile* e quindi comporti un *costo* per chi emette il segnale: se tutte le imprese del settore potessero emettere il medesimo segnale, questo perderebbe infatti ogni significato (244). È, dunque, necessario, nella prospettiva appena delineata, ipotizzare alcuni incentivi che inducano gli investitori istituzionali "virtuosi" a sopportare tale costo. Simili incentivi possono in vero ipotizzarsi su più livelli: sul piano reputazionale; sul piano dell'allocazione economica del costo derivante dalla adesione; o infine su quello della rilevanza giuridica dell'adesione al codice.

Sul piano *reputazionale* un incentivo alla costante applicazione del codice di *stewardship* al quale un determinato investitore istituzionali ha dichiarato di aderire potrebbe provenire dalla previsione di un sistema di *rating*, gestito da un soggetto terzo, che classifichi gli investitori in base alle modalità applicative del codice effettivamente seguite dai diversi investitori istituzionali. In questo modo, infatti, ai costi sostenuti per adeguare la propria condotta alle raccomandazioni del codice di *stewardship* al quale si dichiara di aderire corrisponderebbe un potenziale vantaggio in termini di immagine suscettibile di attrarre la parte di clientela che valuta in modo particolarmente positivo una condotta attiva degli investitori istituzionali in relazione alle tematiche legate alla *corporate governance* delle società oggetto di investimento.

243 Per uno spunto in questa direzione v. M. Ruffer, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft: ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance*, Zürich, 2000, 459.

244 M. Maugeri, *Capitale di debito, Minibond e informazione "imperfetta" del mercato*, cit., 251.

Un simile sistema di *rating* esterno relativo alle concrete modalità di attuazione dei codici di *stewardship* è stato implementato nel Regno Unito dal *Financial Reporting Council* (FRC)²⁴⁵. A partire dal 2016, quest'ultimo classifica (suddividendoli in due categorie: *Tier 1*, *Tier 2*²⁴⁶) gli investitori istituzionali che dichiarano di aderire allo *UK Stewardship Code* in base alla qualità delle informazioni contenute nei loro *Code statements* recanti, in base al principio *comply or explain*, l'illustrazione delle modalità di attuazione dello *Stewardship Code*.

Gli effetti di un simile sistema di *rating* risultano però, almeno in parte, controversi. Secondo i dati diffusi dal FRC nel 2016 ²⁴⁷ 80 investitori istituzionali sono stati classificati nel *Tier 1* e 40 nell'originario *Tier 3*. Di questi ultimi circa 20 hanno migliorato la qualità dell'informazione resa in merito alle modalità di applicazione dello *UK Stewardship Code* e sono stati riclassificati nel *Tier 2*. I restanti 20 investitori classificati nel *Tier 3* hanno, tuttavia, preferito ritirare la loro adesione allo *UK Stewardship Code*. E proprio tale circostanza sembra essere alla base della decisione del FRC di eliminare il *Tier 3*. Ciò, secondo il FRC, non dovrebbe però limitare l'efficacia del sistema di *rating* relativo alle modalità di applicazione del codice di *stewardship* in quanto la classificazione nei *Tier 1* e *2* conserva una rilevante funzione segnaletica²⁴⁸.

Sul piano *economico*, è immaginabile una disciplina che consenta al gestore/investitore istituzionale di imputare le spese relative all'attività di *engagement/stewardship* al patrimonio del fondo. Tale scelta non appare del tutto soddisfacente nella misura in cui l'imputazione delle spese di *engagement* al patrimonio del fondo, rendendo più costoso il prodotto finanziario di quel determinato investitore istituzionale, finisce con il collocarlo in una posizione di svantaggio competitivo rispetto ai concorrenti che, astenendosi razionalmente dal praticare alcuna forma di *stewardship*, riuscirebbero a offrire i propri strumenti finanziari a costi inferiori (beneficiando, nel contempo, dei vantaggi rivenienti dall'attività di *engagement* praticata dai gestori "attivisti").

Questo rilievo può essere tuttavia, se non neutralizzato, quanto meno attenuato *sul piano giuridico* ove si sia disposti ad accentuare il profilo di *doverosità* dell'attività di *stewardship* e ad intendere quindi quest'ultima non solo come stru-

245 FRC, *Tiering of Stewardship Code Signatories*, <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/uk-stewardship-code-statements>.

246 In base alla classificazione adottata dal FRC gli aderenti al codice inclusi nel *Tier 1* "provide a good quality and transparent description of their approach to stewardship and explanations of an alternative approach where necessary", mentre quelli rientranti nel *Tier 2* "meet many of the reporting expectations but report less transparently on their approach to stewardship or do not provide explanations where they depart from provisions of the Code". Sino al 2017 era previsto un ulteriore *Tier 3* nel quale erano inclusi gli aderenti allo *UK Stewardship Code* che "have not engaged with the process of improving their statements and their statements continue to be generic and provide no, or poor, explanations where they depart from provisions of the Code". Per i soggetti inclusi nel *Tier 3* era previsto altresì che "Significant reporting improvements need to be made to ensure the approach is more transparent".

247 FRC, *FRC removes Tier 3 categorisation for Stewardship Code signatories*, <https://www.frc.org.uk/news/august-2017/frc-removes-tier-3-categorisation-for-stewardship>.

248 Cfr. FRC, *FRC removes Tier 3 categorisation for Stewardship Code signatories*, "Tiers 1 and 2 show those willing to report transparently on their approach. This allows clients to discuss with asset managers their different approaches to stewardship, therefore ensuring they best meet their needs".

mento per migliorare il governo dell'emittente nell'interesse di tutti i suoi azionisti, e allora in una prospettiva di diritto societario (secondo l'impostazione coltivata dal legislatore europeo nella SRHD II), ma anche, e anzi principalmente, come *momento del processo di corretta gestione dell'investimento nell'interesse di tutti i partecipanti al fondo*, e allora in una prospettiva di diritto del mercato finanziario.

Se si fosse disposti a seguire questa impostazione, l'adesione al codice di *stewardship*, anche senza spingersi a prefigurare un sistematico obbligo di voto in sede assembleare o di esercizio di altri diritti individuali o poteri di fatto comunque inerenti alla partecipazione detenuta (impugnazione, presentazione congiunta di liste, dialogo con gli amministratori), potrebbe non solo, ed ovviamente, legittimare la scelta del gestore di imputare le spese di *stewardship* al patrimonio del fondo, ma potrebbe anche giustificare l'introduzione di regole volte ad assicurare una corretta rappresentazione al pubblico del grado di effettiva e analitica adesione al codice da parte del singolo investitore istituzionale. Ciò potrebbe realizzarsi anzitutto introducendo un principio normativo di "*comply-or-explain*" analogo a quello applicato per i codici di autodisciplina in materia di governo societario. In questo modo, l'investitore istituzionale sarebbe chiamato a dichiarare il proprio grado di adesione a codici di comportamento riconosciuti sul mercato e a motivare eventuali deroghe a singole disposizioni: una soluzione, questa, che può spiegarsi soprattutto con l'esigenza di rafforzare la "promessa" di serietà del gestore e che, soprattutto ove il codice diventi il "veicolo" per recepire e declinare la politica di *engagement*, appare coerente con la scelta operata dal legislatore europeo della SHRD (249).

Al tempo stesso, si dovrebbero immaginare meccanismi di verifica successiva in ordine al concreto ed effettivo mantenimento di quella "promessa". Tale verifica potrebbe essere affidata all'Associazione di categoria, all'Autorità di Vigilanza oppure, e secondo l'opzione forse preferibile, all'organo sociale dell'intermediario investito della funzione di controllo (e allora estendendo anche ai gestori non quotati la disposizione dell'art. 149, comma 1, lett. c-bis, t.u.f. in materia di doveri del collegio sindacale).

E sempre in questa angolazione visuale, si potrebbe, infine, forse giustificare (al pari di quanto avviene per l'adozione di una qualsiasi altro tipo di modello organizzativo o comportamentale) anche una "presunzione" di corretta attuazione del processo di investimento da parte del gestore ai fini del rispetto degli obblighi che la normativa di settore prevede in materia di organizzazione e procedure degli intermediari finanziari. Si tratterebbe, in altri termini, di valorizzare la scelta di adesione al codice di *stewardship* assegnando a quest'ultima, e proprio in quanto comporta un costo per l'investitore istituzionale (250), il ruolo di elemento in grado di concretizzare

249 Cfr. l'art. 3-*octies* che, come già osservato, statuisce l'obbligo degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di «comunicare al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento» e conseguentemente anche l'obbligo di fornire «una comunicazione chiara e motivata delle ragioni per cui hanno scelto di non adempiere a uno o più di tali obblighi».

250 Il discorso sviluppato nel testo presuppone, naturalmente, che l'adesione al codice sia accompagnata da una puntuale attuazione delle sue previsioni e da una analitica e trasparente motivazione delle scelte di volta in volta compiute nell'*engagement* come pure, e prima ancora, alla *selezione preventiva dei criteri oggettivi* in forza dei quali il gestore selezionerà le società da monitorare e orienterà le proprie decisioni di *stewardship*. Il che rende opportuno

le clausole generali che caratterizzano la disciplina della prestazione dei servizi e delle attività di investimento (e si pensi ovviamente all'art. 35-*decies*, lett. e, TUF o all'art. 3-*octies* della SHRD): un ruolo, questo, che pare potersi predicare in vero non solo per il codice di *stewardship* degli investitori istituzionali ma, più in generale, per qualsiasi manifestazione di "autodisciplina" del gestore che amministri l'altrui investimento (251).

un controllo sullo stato di attuazione delle previsioni del codice: un controllo che potrebbe realizzarsi anche attraverso il meccanismo del *rating* sopra menzionato, a testimonianza della complementarità (e non della reciproca esclusività) delle soluzioni rappresentate. Sul ruolo di *enforcement* dell'Autorità di Vigilanza in ordine alla corretta informativa al mercato circa il grado di effettiva adesione a codici di autodisciplina v. S. Alvaro, G. Siciliano, P. Ciccaglioni, *L'autodisciplina in materia di corporate governance – Un'analisi dell'esperienza italiana*, in Quaderni giuridici Consob, febbraio 2013, 58 s.

251 Per il tentativo di sviluppare questa prospettiva con riguardo ai codici di *corporate governance* v. M. Maugeri, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss. Sulla portata delle previsioni del codice di autodisciplina di Borsa Italiana v. ancora S. Alvaro, G. Siciliano, P. Ciccaglioni, *L'autodisciplina in materia di corporate governance*, cit., specie 49 ss.; nonché, in luogo di molti, P. Marchetti, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.; C. Di Noia, M. Milič, *Le novità del codice di autodisciplina in tema di remunerazioni: indennità e clawback clause*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2014, 373 ss.; C. Di Noia, E. Pucci, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 114 ss.; P. Sanfilippo, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929 ss.; M. Stella Richter jr, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 149 ss.; G. Presti, *Tutela del risparmio e codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2006, 47 ss.; N. Irti, *Due temi di governo societario (responsabilità amministrativa) - codici di autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 693 ss.

Bibliografia

- A. Admati, P. Pfleiderer, J. Zechner, Large shareholders activism, risk sharing and financial market equilibrium, in *Journal of Political Economy*, 1994, 102
- A. Admati, P. Pfleiderer, The "Wall Street Walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice, in *Review Financial Studies*, 2009, 2645 ss
- P. Abbadessa, La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995*, vol. I, Milano, 1996, p. 567
- A. Agapova, Conventional Mutual Index Funds versus Exchange Traded Funds, in *Journal Financial Markets*, 2011 323
- S. Alvaro, F. Annunziata, Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi, *Quaderno Giuridico Consob n. 17*, 2018
- S. Alvaro, B. Lupini, Le linee di azione della Commissione Europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano, *Quaderno giuridico Consob n. 3*, aprile 2013
- S. Alvaro, G. Mollo e G. Siciliano, Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 1, novembre 2012, p. 6 e ss.
- S. Alvaro, G. Siciliano, P. Ciccaglioni, *L'autodisciplina in materia di corporate governance*, in *Quaderni Giuridici Consob*, n. 2, febbraio 2013
- C. Angelici, Società per azioni e in accomandita per azioni, in *Enc. del Dir.*, vol. XLII, Milano, 1990, p. 977 e 986
- F. Annunziata, Informazione societarie e organizzazione d'impresa, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 6
- I.R. Appel, T.A. Gormley, D.B. Keim, Passive Investors, not Passive Owners, in *J. of Financial Economics*, 121 (2016)
- D. Arsaliodu, Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code, in *ECFR*, 3/2012, 342 ss.
- K. Back, T. Li, A. Ljungqvist, *Liquidity and governance*, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2350362&download=yes, 2015, 1 ss.

- S.M. Bainbridge, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, 2005, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=796227, 12
- A. Bartalena, Art. 180 TUF, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, Commentario (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), 1990, p. 2010
- L.A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Columbia Law Review*, 2013
- L.A. Bebchuk, A. Cohen, S. Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, giugno 2017, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 311, pp. 89-102
- L.A. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *115 Columbia Law Review*, 2015, p. 1085
- L.A. Bebchuk, S. Hirst, *Are Active Mutual Funds More Active Owners than Index Funds?*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 3 ottobre 2018
- L.A. Bebchuk, M. S. Weisbach, *The State of Corporate Governance Research*, 23 *Rev. Fin. Stud.*, 2010, 942
- M. Becht, J. Franks, J. Grant, H. F. Wagner, *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, Maggio 2017, *Review of Financial Studies*, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper No. 402/2014
- M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, in *Quaderni di Finanza Consob*, aprile 2015
- M. Belcredi, L. Enriques, *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: The case of Italy*, in *ECGI Law Working Paper n. 225/2013*
- G. Bianchi, *Gli amministratori di società di capitali*, Padova, 2003, p. 96
- L.A. Bianchi, *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 832
- L.A. Bianchi, *sub art. 109*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, I, Milano, 1999
- M. Bianchi, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, *Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 382/2015*, 5 e ss.

- B. Black, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, in *UCLA Law Review*, 1992, 39, p. 811-893
- B. Black, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, 1998, 459 e ss.
- B.S. Black, Shareholder Passivity Reexamined, in *Michigan Law Review*, 1990, 524
- F. Bonelli, Gli amministratori a dieci anni dalla riforma del 2003, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli* (a cura di M. Vietti), Torino, 2014, p. 107 e ss.
- F. Bonelli, Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 681
- F. Bordiga, Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 202 e ss.
- A. Brav, W. Jiang, S. Ma, X. Tian, *How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation?*, NBER Working Paper n. 22273 e in *Journal of Financial Economics* (JFE), luglio 2017
- A. Brav, W. Jiang, T. Li, Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests, 2018
- M. Brunetta, sub art. 109, in *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto*, Commentario a cura di E. Pederzini, in *Leggi civ. comm.*, 2010
- M. Callegari, Commento sub art. 109, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999
- M. Campobasso (a cura di), *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, VII ed., 2010, p. 316
- B. Cheffins, The Stewardship Code's Achilles' Heel, in *73 Modern Law Review* (2010), 1004 ss.
- I.H.Y Chiu, D. Katelouzou, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholder's Duties*, a cura di Birkmose, Kluwer Law International, 2017, 131 ss.
- S. Choi, J. Fisch, M. Kahan, The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?, in *Emory Law Journal*, 2010, 869 ss.
- W. Claxton-Smith, Companies and their Owners – How they Engage: A Historical and Personal Perspective, in *A Practical Guide to Corporate Governance*⁵, a cura di M.Cardale, London, Sweet&Maxwell, 2014, 25-004, 675

- J. Coates, G. Hubbard, Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, in *Journal of Corporation Law*, 2007
- J.C. Coates, IV, The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve, 2018
- J. Coffee Jr., Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1324-1326 (1991)
- J.C. Coffee jr, The Agency Cost of Activism: Information Leakage, Thwarted Majorities, and the Public Morality, in *ECGI, Law Working Paper N° 373/2017*
- J.C. Coffee, D. Palia, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, in *Journal of Corporation Law*, 2016, 545 ss.
- P. Collin-Dufresne, V. Fos, Do prices reveal the presence of informed trading?, in *Journal of Finance*, 2015, 1555 ss.
- M. Cossu, L'attivismo degli Investitori non istituzionali in Italia, in *Banca Borsa Tit di Credito*, giugno 2017, fasc. 3, pp. 398 e ss.
- R. Costi, L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, CEDAM, 2004, 269 e ss.
- R. Costi, Risparmio gestito e governo societario, in *Giur. comm.*, 1988, I, 313 e ss.
- K.J.M. Cremers, E. Giambona, S.M. Sepe, Y. Wang, *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value*, working paper, gennaio 2016
- K.J.M. Cremers, Q. Curtis, Do Mutual Fund Investors Get What They Pay for? Securities Law and Closet Index Funds, in *Virginia Law & Business Review*, 2016, 31 ss.
- E. Croci, Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund, Milano, 2011, FrancoAngeli Edizioni
- J.H. Davis, F.D. Schoorman, L. Donaldson, Toward a stewardship theory of management, in *Academy of Management Review*, 1997, 20-47
- E. de Haan, D. F. Larcker, C. McClure, *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions*, ECGI - Finance Working Paper No. 577/2018, 2018
- F. Denozza, L'amministratore di minoranza e i suoi critici, in *Giur. comm.*, 2005, I, 767
- C. Di Noia, M. Miliù, Le novità del codice di autodisciplina in tema di remunerazioni: indennità e clawback clause, in *Analisi giur. dell'economia*, 2014, 373 ss.
- C. Di Noia, E. Pucci, Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità, in *Riv. dir. soc.*, 2012. 114 ss.

- A. Edmans, G. Manso, Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders, in *Review Financial Studies*, 2011, 2399 ss.
- A. Edmans, V.W. Fang, E. Zur, The effect of liquidity on governance, in *Review Financial Studies*, 2013, 1443 ss.
- M.A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation*, Boston-Toronto, 1976, 53 e ss.
- L. Enriques, A. Romano, Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective, ECGI, Law Working Paper n. 393/2018
- L. Enriques, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, p. 104
- L. Enriques, Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation, in *Banca impr. soc.*, 2017, 20
- M. Erede, G. Sandrelli, Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance, in *Riv. Soc. fasc. 5*, 2013, 931 e ss.
- L.M. Fairfax, Mandating Board-Shareholder Engagement?, in *University of Illinois Law Review*, Vol. 2013, 821 e ss.
- E. Fama, M. Jensen, Separation of Ownership and Control, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pp. 301-325
- A. Faure-Grimaud, D. Gromb, Public trading and private incentives, in *Review Financial Studies*, 2004, 986 ss.
- M. Fenwick, E.P.M. Vermeulen, Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture', TILEC Discussion Paper DP2018-006, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3098235, 2018, 35 ss
- P. Ferro Luzzi, L'assetto e la disciplina del risparmio gestito, in *Riv. dir. Comm.*, 1998, 1, 198 e ss.
- J. Fisch, Relationship Investing: Will it Happen? Will it Work?, University of Pennsylvania, 1994, Faculty Scholarship Paper
- J. Fisch, A. Hamdani, S.D. Solomon, Passive Investors, ECGI, Law Working Paper n. 414/2018, Agosto 2018, 14 ss.
- H. Fleischer, C. Strothotte, Ein Stewardship Code für institutionelle Investoren: Wohlverhaltensregeln und Offenlegung der Abstimmungspolitik als Vorbild für Deutschland und Europa?, in *AG*, 2011, 221 ss.
- C. Flood, BlackRock's rivers of gold from active management, in *Financial Times*, 14 ottobre 2017

- F. Galgano, R. Genghini, Le nuove società di capitali e cooperative - Il nuovo diritto societario, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, terza ed., Padova, 2006, p. 431
- N. Gantchev, The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model, in *Journal of Financial Economics*, 107, 2013, p. 610 e ss.
- N. Gantchev, O. Gredil, C. Jotikasthira, Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism, ECGI Finance Working Paper No. 562/2018, 2018
- N. Gantchev, M. Sevilir, A. Shivdasani, Activism and Empire Building, in ECGI Finance Working Paper, n. 575, 2018
- M. Gargantini, Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2097
- G. Gasparri, I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti, in *Quaderni giuridici della CONSOB*, settembre 2017
- R. Ghetti, La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti, in *Giur. Comm.*, 2014, I, p. 754
- A. Giannelli e C. Mosca, Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina, relazione presentata al III convegno nazionale organizzato da Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma 10-11 febbraio 2012
- S. Gillan, L. Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, 2007
- S. Gillan, L. Starks, Corporate governance proposal and shareholders activism: the role of institutional investors, in *Journal of Financial Economics*, 2000, 57, p. 275-305
- S. Gillan, L. Starks, A survey of shareholders activism: motivation and empirical evidence, in *Contemporary Finance Digest*, 1998, 2, p. 10-34
- R.J. Gilson, J.N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, in 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013), 874 ss.
- V. Giorgi, Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società, Torino, 2005
- P. Giudici, L'acquisto di concerto, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 490 e ss.

- M. Goranova and L.V. Ryan, Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review, *Journal of Management*, 2014
- S. Grossman, O. Hart, Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 11, p. 42-64
- G. Guizzi, Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori* (a cura di M. Maugeri), Milano, 2015
- G. Guizzi, A. Tucci, Acquisti di concerto, in *Le offerte pubbliche di acquisto* (a cura di M. Stella Richter), Torino, 2011, p. 258
- G. Guizzi, Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione, in *Corriere Giuridico*, 2007, p. 301
- J. B. Heaton, All You Need is Passive. A Response to Professors Fisch, Hamdani, and Davidoff Solomon, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3209614, 4 ss.
- B. Heineman, 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, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Working Paper (2011)
- M. Heuser, Shareholder Activism. Aktienrechtliche Schranken für Anteilseigneraktivismus, Köln, Heymanns Verlag, 2012
- J. G. Hill, Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes, in *Law Working Paper n. 368/2017*, settembre 2017
- A. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms*, Cambridge, Harvard University Press, 1971
- H. C. Hirt, K. J. Hopt, D. Mattheus, Dialog zwischen dem Aufsichtsrat und Investoren, in *AG 2016*, 725 ss.
- B. Holmström, J. Tirole, Market Liquidity and Performance Monitoring, in *Journal of Political Economy*, 101, 1993, 678 ss.
- K. J. Hopt, The Dialogue Between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=303693>, 2017, 14 ss.
- S. Huddart, The effect of a large shareholder on corporate value, in *Management Science*, 1993, 39

- N. Irti, Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» - codici di autodisciplina), in *Giur. comm.*, 2003, I, 693 ss.
- M. Isaksson, S. Çelik, Equity markets, corporate governance and value creation, in *OPECD Journal*, 2013
- M. Jensen, W. Meckling, Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 20, p. 3-24
- M. Kahan, E. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Control, in *New York University Working Paper*, 2006
- J. Kay, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*, 2012
- A. Keay, Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight, in *Legal Studies*, 2014, 284 ss.
- J. Kim e J.D. Schloetzer, Global Trends in Board-Shareholder Engagement?, in *The Conference Board Director Notes*, Ottobre 2013
- A. Klein, E. Zur, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, in *Journal of Finance*, 2009, 64, p. 187
- D. Konigsburg, Shareholder rights and stakeholder relations, in *Governance and Risk*, McGraw-Hill, 2004, p. 61 e ss.
- C. Kahn e A. Winton, Ownership structure, speculation and shareholder intervention, in *Journal of Finance*, 1998, 53, p. 99-129
- J. Karpoff, P. Malatetsa, R. Walkling, Corporate governance and shareholders initiatives: Empirical evidence, in *Journal of Financial Economics*, 1996, 42, p. 365-395; E. Maug, Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?, in *Journal of Finance*, 1998, 53, p. 65-98
- P. Lee, Stewardship and Shareholder Activism, in *A Practical Guide to Corporate Governance*, a cura di M. Cardale, London, Sweet&Maxwell, 2014, 24-002, 636
- L. Libonati, Il ruolo dell'assemblea nel rapporto fra azionisti e società quotate, in *Riv. soc.*, 2001, 86 e ss.
- D.S. Lund, The Case against Passive Shareholder Voting, in *Journal of Corporation Law*, 2018, 515 ss.
- M.J. Mallow, J. Sethi, Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuck-Strine Debate, in *New York University – Journal of Law & Business*, 2016, p. 396

- J. Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Pincetown-Oxford, 2008
- P. Marchetti, Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.
- E. Maug, Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control, in *Journal of Finance* 53, 1998, 65 ss.
- M. Maugeri, Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri fiduciari del gestore, in *Rivista ODC*, n. 1/2016
- M. Maugeri, Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.
- M. Maugeri, Capitale di debito, Minibond e informazione "imperfetta" del mercato, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob*, Quaderno giuridico Consob a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 245 ss.
- M. Maugeri, Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 1 ss.
- M. Maugeri, Gruppi di società e informazioni privilegiate, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.
- M. Maugeri, Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 285 ss.
- M. Maugeri, Regole autodisciplinari e governo societario, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss.
- J. McCahery, Z. Sautner, L. Starks J., Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, in *Journal of Finance*, marzo 2010
- P. Montalenti, Investitori istituzionali, gruppi di società: i flussi informativi, in *Atti del Convegno CESIFIN "Informazione societaria e corporate governance nella società quotata"*, Milano, 2017
- P. Montalenti, Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, 1, p. 7
- P. Montalenti, Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 957
- P. Montalenti, Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci prospettive, proposte di restyling, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 1085
- P. Montalenti, Amministrazione, controllo, minoranze nella Legge sul Risparmio, in *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, p. 31

- A. Mooney, European active managers beaten by passives, 10-year study finds, in *Financial Times*, 1 ottobre 2018, <https://www.ft.com/content/c6183f2f-f58a-3569-a6ac-9d2b44adfe28>
- J. Morley, Too Big to Be Activist, 2018, disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3225555
- C. Mosca, Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato, *Riv. soc.*, fasc. 1, 2018
- C. Mosca, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, 2013
- F.M. Mucciarelli, Articolo 109, in *Commentario al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e successive modificazione* (a cura di F. Vella), Tomo II, Torino, 2012
- S. Nesbitt, Long term rewards from shareholders activism: a study of the CalPERS effect, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, 6, p. 75-80
- M. Notari, Diritti di voice degli azionisti e tutele delle minoranze, in *AA.VV., il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, 247 e ss.
- M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, il Mulino, 2004
- A. O'Rourke, *A new politics of Engagement: Shareholder activism for Corporate Social Responsibility*, giugno 2003
- A.M. Paces, Shareholders Activism in the CMU, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Bush, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Oxford, 2018, p. 507 e ss.
- F. Partnoy, T. Randall, Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation, in *Brookings-Nomura Papers on Financial Services*, eds. Fuchita, Yasuki and Robert E. Litan, Washington D.C, Brookings Institution Press, 2017
- M. Pellegrini, A. Troisi, Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione, in *AAVV, Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Padova, Cedam, 2016, 408 e ss.
- N. Pearson, K. Altman, Hedge Funds and Shareholders Activism, in *The Corporate Governance Adviser*, 2006
- G. Presti, F. Maccabruni, Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni, in *A.G.E.*, n. 1/2003, 111 e ss.
- G. Presti, Tutela del risparmio e codice di autodisciplina delle società quotate, in *Analisi giur. dell'economia*, 2006, 47 ss.

- A. Reisberg, The UK Stewardship Code: On the road to nowhere?, in <http://discovery.ucl.ac.uk/1464513/1/The%20UK%20Stewardship%20Code%20February%202015.pdf>
- E. Rock, Institutional Investors in Corporate Governance, University of Pennsylvania Law School, Research Paper No. 14-37, 2015
- E. Rock, The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism, in 79 Geo. L.J., 1991
- R. Romano, Less is more: making institutional investors activism a valuable mechanism of corporate governance, in Corporate Governance Regimes, Oxford, 2002, p. 507 e ss.
- R. Romano, Public pension fund activism in corporate governance reconsidered, in Columbia Law Review, 1993, 93, 795-853
- M. Ruffer, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft: ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich, 2000, 459
- P.M. Sanfilippo, Funzione amministrativa e autonomia statutaria, Torino, 2000
- P.M. Sanfilippo, I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement, in Riv. dir. comm., 2008, I, 929 ss
- G. Scalfi, Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni, in Riv. Soc., 1971, p. 40
- A. Serra, L'assemblea: Procedimento, in Trattato delle società per azioni (diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale), vol. 3, Assemblea, Torino, 1994, p. 65
- M.L. Schapiro, Remarks at the NACD Annual Corporate Governance Conference, ottobre 2010
- R. Sias, L. Starks, Institutional investors in equity markets, working paper non pubblicato, Washington State University, 1998
- P. Spolaore, Gestione collettiva del risparmio e responsabilità, in Rivista delle Società, fasc. 6, 2015, 1138 e ss.
- A. Stagno D'Alcontres, Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate, in Banca borsa e tit.cred., I, 1999, p. 315
- M. Steiger, Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Nomos, Baden-Baden, 2000, 74
- M. Stella Richter jr, Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio, in Riv. delle società, fasc. 1, 2016, 104 e ss.

- M. Stella Richter jr, Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma, in Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni giuridici Consob, n. 9, ottobre 2015, p. 71
- M. Stella Richter jr, L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti, in I contratti del mercato finanziario, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, Utet, 2010, p. 791 ss.
- M. Stella Richter jr, Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento, in L'attuazione della MiFID in Italia, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 444;
- M. Stella Richter jr, Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati, in AA.VV., Studi per F. Di Sabato, Napoli, 2009, p. 9
- M. Stella Richter jr, Trasferimento del controllo e rapporti tra soci, Milano, 1996
- M. Stella Richter jr, Commento all'art. 147-ter TUF, in Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, Tomo II, 4190 e ss.
- M. Stella Richter jr, Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio, in Società, 2006, 533
- M. Stella Richter jr, Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito, in Giur. comm., I, 2006, 206
- M. Stella Richter jr, Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione, in Riv. dir. comm., 2007, I, 149 ss.
- G. Strampelli, Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing, maggio 2018
- G. Strampelli, Knocking at the boardroom door: a transatlantic overview of director-institutional investor engagement in law and practice, in Virginia Law & Business Review, Vol. 12, 2018
- G. Strampelli, How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies, in Journal of Corporation Law, 2018, 96 ss.
- G. Strampelli, I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali, in Informazione societaria e corporate governance nella società quotata (a cura di U. Tombari), Torino, 2018, p. 97 e ss.

- L.E. Strine, Jr., Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law, in *Columbia Law Review*, 2014, 449 ss.
- U. Tombari, Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 65 e ss.
- A. Tucci, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Rimedi e tutele*, Milano, 2008
- A. Tucci, Il ruolo dei soci e i patti parasociali, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2007, pp. 448 e 450
- A. Tucci, L'esercizio del voto, in R. Lener - A. Tucci (a cura di), *Le società di capitali L'assemblea nelle società di capitali*, in M. Bessone (diretto da), *Trattato di diritto privato*, vol. XVII, Padova, 2000, p. 168
- D. Walker, A review of corporate governance in the UK banks and other financial industry entities, *The Walker Review Secretariat*, London, 2009, pp. 72-73
- M. Wang, Which types of institutional investors constrain abnormal accruals?, in *Corporate Governance: An International Review*, 2014, 52, pp. 43-67
- R. Weigmann, Articolo 109, in *Testo Unico della finanza, Commentario diretto da Campobasso*, II, Torino, 2002, p. 932
- J. Westphal, E. Zajac, A behavioural theory of corporate governance: Explicating the mechanism of socially situated and socially constituted agency, in *The Academy of Management Annals*, 2013, 7, pp. 605-659
- S. Wong., Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, pp. 406-411, July/August 2010
- E. Wymeersch, Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?, 4 *European Company Law*, 4, 2007, p. 52
- M. Zenner, D. Shivdasani, P. Darius, *Hedge Funds at the Gate*, Citigroup Global Markets Working Paper, 2005
- A. Zoppini, Il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo, in *Atti del Convegno CESIFIN "Informazione societaria e corporate governance nella società quotata"*, Milano, 2017

Recenti pubblicazioni

- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati
in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance
of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia.
Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies
listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential
and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini

- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione
 Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventrizzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
 CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
 Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
 Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso