UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BRESCIA

DOTTORATO DI RICERCA IN

Business and Law - Istituzioni e impresa: valore, regole e responsabilità sociale

settore scientifico disciplinare

Diritto Commerciale (IUS/04)

XXIX° CICLO

TITOLO TESI

La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate

RELATORE

Ch.mo Prof. Enrico Ginevra

DOTTORANDO

Dott.ssa Chiara Presciani

INDICE

CAPITOLO I
LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

1.	Introduzione e impostazione del problema.	1
1.1.	Investitori istituzionali e trasparenza del mercato azionario.	1
1.2.	Alcune considerazioni preliminari: il concetto "relativo" di trasparenza.	5
2.	La trasparenza sul portafoglio azionario: c.d. *mandatory portfolio disclosure.*	7
2.1.	La disciplina americana in tema di *portfolio disclosure*: *Section* 13(f), *Security Exchange Act* 1934.	7
2.1.1.	Profilo oggettivo e soggettivo della disposizione.	7
2.1.2.	La difficile individuazione degli interessi sottesi.	12
2.2.	(segue) la trasparenza sul portafoglio titoli delle *Investment Companies*.	17
2.3.	(segue) l'opacità del portafoglio titoli degli *hedge funds*.	20
2.4.	La disciplina comunitaria e domestica in tema di *portfolio disclosure*: le Direttive UCTIES IV e AIFMD e il relativo recepimento.	21
2.4.1.	Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi Oicvm.	22
2.4.2.	Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi alternativi.	23
3.	La trasparenza sulle politiche di voto e sui voti espressi: c.d. *mandatory voting disclosure*.	25
3.1.	La disciplina americana in tema di *voting disclosure*: la *Rule* 30b1-4 ai sensi dell'*Invesment Company Act*.	26
3.1.1.	Il contenuto della disciplina.	26
3.1.2.	La *ratio* della norma indicata dalla SEC: critica.	28
3.2.	La disciplina unionista e domestica in tema di *mandatory voting disclosure*.	33
3.3.	Il dibattito europeo sulla *mandatory voting disclosure*.	37
3.3.1.	Gli esordi del dibattito: l'*Action Plan* del 2003.	37
3.3.2.	L'evoluzione successiva del dibattito: la settorializzazione della *mandatory voting disclosure*.	40
3.3.3.	Le ulteriori iniziative comunitarie: i Libri Verdi sul governo societario e il nuovo *Action Plan* del 2012.	42
3.4.	La proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*: l'introduzione della *disclosure* sull'*engagement policy*.	44
3.4.1.	Profilo oggettivo e soggettivo della *disclosure* proposta.	44
3.4.2.	La perplessità sulla *ratio* della disposizione proposta.	49
4.	La trasparenza in caso di acquisto del controllo da parte di un FIA.	52
5.	In sintesi.	55

CAPITOLO II
LA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI COMUNI

SEZIONE I

Lineamenti generali

1. Introduzione: la trasparenza degli azionisti comuni nelle società quotate. 57
2. Il ruolo degli azionisti nella *corporate governance* delle società quotate. 59
2.1. *Agency problems*, apatia razionale e assetti proprietari. 59
2.2. (segue) Dal *one share one vote* all'*empty voting*. 65

SEZIONE II
Analisi Storico-Comparatistica

3. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto nordamericano: *Section* 13(d) e *Section* 13(g) del *Security Exchange Act*. 70
3.1. I presupposti della trasparenza: il concetto di *beneficial ownership.* 70
3.2. (segue) *Beneficial ownership*, derivati *cash settled* e il problema dell'*hidden ownership*. 72
3.3. Contenuto e funzione dell'informativa sugli assetti proprietari. 76
3.4. Prospettive di riforma. 80
3.4.1. Il termine di dilazione per la comunicazione all'emittente e alla SEC e l'effetto della trasparenza sul mercato del controllo. 81
3.4.2. Trasparenza sulle posizioni corte ed *empty voting*. 84
4. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto interno e comunitario. 85
4.1. Evoluzione della disciplina: cenni. 86
4.2. I presupposti della trasparenza: il concetto di "partecipazione rilevante". 89
4.3. (segue) *Decoupling* e derivati *cash settled*. 95
4.3.1. *Hidden ownership*: l'obbligo di *disclosure* della partecipazione in strumenti finanziari e della partecipazione aggregata. 95
4.3.2. *Empty voting*: la trasparenza sulle posizioni corte. 97
4.4. Il contenuto della trasparenza. 100

SEZIONE III
La funzione della trasparenza sull'azionariato rilevante

5. La *ratio* della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti. 102
5.1. La strumentalità dell'art. 120 al mercato del controllo: la capacità di disvelare potenziali *change of control* (critica). 103
5.2. (segue) la tutela del mercato del controllo. 107
5.3. L'efficienza del mercato dei capitali nella sua funzione di *pricing*: critica. 109
5.3.1. I meccanismi di efficienza del mercato. 111
5.3.2. La trasparenza ex art. 120 come forma di integrazione della disciplina sul *price sensitive*: critica. 114
5.3.3. L'incapacità della disciplina ex art. 120 T.u.f di rispecchiare nel prezzo il livello del rischio di *moral hazard*. 117
5.3.4. L'incapacità della disciplina ex art. 120 nel favorire il *trade decoding*. 120
5.4. Il corretto funzionamento dei meccanismi interni di *corporate governance*. 122
5.4.1. La collaborazione tra azionisti: dal libro soci alla *disclosure ex* art. 120 T.u.f. 123
5.4.2. L'identificazione dei centri in cui si annida il rischio di *moral hazard.* 130

6. La trasparenza sui patti parasociali *ex* art. 122 T.u.f. 132
6.1. Le esigenze connesse al supplemento informativo: la tutela del mercato del controllo. 135
6.2. Le esigenze connesse al supplemento informativo: profili di *governance*. 136

CAPITOLO III
LE FUNZIONI DELLA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

1. Introduzione. 141
2. Gli azionisti istituzionali "tradizionali" e ruolo nella *governance*. 142
2.1. I limiti normativi all'attivismo: tetti partecipativi e divieti di controllo e di influenza notevole. 144
2.2. Gli ostacoli fisiologici all'attivismo: *shortermism* ed elevato livello di diversificazione. 150
2.3. Gli ostacoli patologici all'attivismo: il *moral hazard*. 153
3. La funzione della trasparenza degli azionisti istituzionali tradizionali. 157
3.1. Portafoglio titoli e *voting strategies* come forme di integrazione trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: la presunzione di attivismo e dialogo extra-assembleare. 157
3.2. (Segue) Portafoglio titoli e strategie di voto come forme di integrazione della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: l'individuazione dei centri in cui si annida il rischio di *moral hazard*. 165
3.3. La trasparenza sui patti parasociali degli azionisti istituzionali. 170
3.4. Profili macroeconomici dell'informazione sul portafoglio titoli. 172
4. L'attivismo degli *Hedge funds.* 174
4.1. Strategie degli *hedge funds* e superamento della "reticenza razionale". 174
4.2. Il ruolo nella *governance*: "*bright side*" e "*dark side*" dell'attivismo degli *hedge funds*. 177
4.3. Limiti normativi all'attivismo di controllo degli *hedge funds*: divieto di disaggregazione *ex* art. 46, co. 4 T.u.f. e collaborazione tra "industria" e "finanza". 183
4.4. (segue) La collaborazione tra "industria" e "finanza" fuori dalle operazioni di *asset stripping*. 186
5. La funzione della trasparenza (e dell'opacità) degli *hedge funds.* 188
5.1. La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: l'innalzamento delle soglie di rilevanza ai fini della *disclosure ex* art. 120 T.u.f. 189
5.2. La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti istituzionali "tradizionali": la riservatezza del portafoglio titoli. 192
5.3. La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli altri azionisti: le informazioni aggiuntive in caso di conquista del controllo. 195
5.3.1. Politica per la comunicazione interna ed esterna relativa all'emittente. 198
5.3.2. Politica per la gestione dei conflitti di interesse endosocietari. 200
5.4. La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: le informazioni aggiuntive fuori dai casi di conquista del controllo. 202
6. Profili critici dell'attuale disciplina e prospettive di riforma: la proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*. 204
6.1. L'informazione sugli orizzonti temporali. 204

6.2. Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla trasparenza sulla "sintesi" alla trasparenza sulle intenzioni. 206
6.3. (segue) Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla scelta delle modalità di comunicazione al *comply or explain*. 211
6.3.1. La proposta di introduzione del meccanismo di *comply or explain*: critica. 212
6.3.2. La pubblicazione sul sito internet della società: critica. 215

BIBLIOGRAFIA. 217

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

SOMMARIO: **1.** Introduzione e impostazione del problema. - **1.1**. Investitori istituzionali e trasparenza del mercato azionario – **1.2.** Alcune considerazioni preliminari: il concetto "relativo" di trasparenza. - **2.** La trasparenza sul portafoglio azionario: c.d. *mandatory portfolio disclosure*. - **2.1.** La disciplina americana in tema di *portfolio disclosure*: *Section* 13(f), *Security Exchange Act* 1934. - **2.1.1.** Profilo oggettivo e soggettivo della disposizione. – **2.1.2.** La difficile individuazione degli interessi sottesi. - **2.2.** (segue) la trasparenza sul portafoglio titoli delle *Investment Companies*. - **2.3.** (segue) l'opacità del portafoglio titoli degli *hedge funds*. - **2.4.** La disciplina comunitaria e domestica in tema di portfolio disclosure: le Direttive UCTIES IV e AIFMD e il relativo recepimento. - **2.4.1.** Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi Oicvm. - **2.4.2.** Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi alternativi. - **3.** La trasparenza sulle politiche di voto e sui voti espressi: c.d. *mandatory voting disclosure*). - **3.1.** La disciplina americana in tema di *voting disclosure*: la *Rule* 30b1-4 ai sensi dell'*Invesment Company Act*. - **3.1.1.** Il contenuto della disciplina. - **3.1.2.** La *ratio* della norma indicata dalla SEC: critica. - **3.2.** La disciplina unionista e domestica in tema di *mandatory voting disclosure*. – **3.3.** Il dibattito europeo sulla *mandatory voting disclosure*. - **3.3.1.** Gli esordi del dibattito: *l'Action Plan* del 2003. - **3.3.2.** L'evoluzione successiva: la settorializzazione della *mandatory voting disclosure*. - **3.3.3.** Le ulteriori iniziative comunitarie: i Libri Verdi sul governo societario e il nuovo *Action Plan* del 2012. - **3.4.** La proposta di modifica della Direttiva *Shareholder Right*: l'introduzione della *disclosure* sull'*engagement policy*. - **3.4.1.** Profilo oggettivo e soggettivo della *disclosure* proposta. - **3.4.2.** La perplessità sulla *ratio* della disposizione. - **4.** La trasparenza in caso di acquisto del controllo da parte di un FIA. - **5.** In sintesi.

1. Introduzione e impostazione del problema.

1.1. Investitori istituzionali e trasparenza del mercato azionario.

Il tema degli azionisti istituzionali può essere considerato uno degli ambiti di ricerca che hanno maggiormente interessato la letteratura (tanto economica quanto giuridica) degli ultimi 20-30 anni. Si tratta, come noto, di una categoria di investitori estremamente ampia, ma nella presente trattazione la nozione verrà utilizzata riferendosi esclusivamente a quegli operatori professionali dediti alla gestione collettiva del risparmio, che aggregano risorse provenienti dalla propria clientela (soprattutto, ma non solo, rappresentata da risparmiatori) e le destinano al mercato azionario, con l'incarico di massimizzarne il valore e la redditività[1]. L'analisi di tale fenomeno –

[1] Si badi che spesso il concetto di investitore istituzionale viene utilizzato per ricomprendere anche enti che non si occupano di gestione collettiva del risparmio e che non hanno come attività prevalente (od esclusiva) quella di investire nel mercato (es. banche). Nel senso del testo v. *ex multis*: COSTI, *La disciplina del mercato immobiliare*[10], Torino, 2016; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc*., 2013, 202; GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*

risalente nel tempo, ma in costante crescita – è stata condotta da più punti di vista. Così, ad esempio, è stato ampiamente studiato il rapporto fiduciario intercorrente tra l'investitore istituzionale e il cliente, approfondendo l'ampia produzione normativa volta a imporre regole di comportamento funzionali a tutelare il secondo nei confronti del primo. Altri studi, all'opposto, si sono focalizzati sul ruolo ricoperto dagli azionisti istituzionali nell'ambito delle società partecipate, al fine di comprendere come tali soggetti potessero distinguersi rispetto ad altri azionisti "comuni" nelle dinamiche di *corporate governance* degli emittenti. Ancora, non è mancato chi si è concentrato sui profili più prettamente macroeconomici, ponendo l'accendo sull'impatto che l'operatività degli investitori istituzionali dispiega sulle dinamiche di mercato, attesa la capacità degli stessi di movimentare grandi quantità di risorse.

Ora, l'analisi che il presente lavoro vuole condurre ha ad oggetto lo specifico argomento della trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate: tematica questa, di cui la dottrina già si è occupata, ma che ha per lo più inquadrato tra gli strumenti posti a tutela del risparmio (funzionale a mettere la clientela nella condizione di operare investimenti maggiormente consapevoli)[2], o dell'integrità e del corretto funzionamento del mercato. Su questi due fronti, ad esempio, è stato condotto il noto dibattito sull'opportunità di introdurre obblighi di *disclosure* in capo agli *hedge funds* i quali: se da un lato, sono stati per lungo tempo lasciati nell'ombra, tenuto conto della natura sofisticata della relativa clientela (e, come tale, non particolarmente bisognosa di tutela); dall'altro lato, soprattutto a seguito della grande crisi del 2008, le particolari tecniche di investimento di tali operatori (soprattutto l'ampio ricorso al *leverage*) hanno suscitato preoccupazioni di rischi sistemici che hanno indotto a prospettare forme di trasparenza finalizzate a consentire alle Autorità di Vigilanza dei mercati di tenerne monitorata l'operatività[3].

Nel presente lavoro, invece, si assumerà un'ottica prettamente societaria, ove le informative che gli azionisti istituzionali sono tenuti a divulgare verranno intese come uno strumento conoscitivo destinato ad affiancarsi alla generale trasparenza imposta a tutti gli

---

a cura di Maugeri, Milano, 2015, 115; ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, in OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing, 2013, 7.

[2] Tale atteggiamento "paternalistico" nei confronti dei beneficiari degli investitori istituzionali è stato storicamente assunto, ad esempio, dalla SEC: SEC, *Protecting Investors: A Half-Century Of Investment Company Regulation* (1992). Tuttavia, l'idea che la funzione della *disclosure* degli azionisti istituzionali fosse connessa alla protezione degli investitori è ampiamente presente anche in dottrina: v. ad es. nell'ordinamento americano la proposta di HU, *The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model*, in 60 *The Business Lawyer*, 1303 ss., finalizzata ad offrire una maggiore tutela agli investitori.

[3] ZINGALES, *Non sparate sugli hedge funds ma chiedete trasparenza*, in *Il sole 24ore*, 14 gennaio 2007. Sul dibattito statunitense in tema di regolamentazione degli *hedge funds* (ivi incluso il profilo della trasparenza) v. NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act*, in *La crisi dei mercati finanziari. Analisi e prospettive* a cura di Santoro, I, Milano, 2013, 201 ove ampi riferimenti della letteratura americana.

azionisti di società quotate (previste dalla Direttiva 2004/109/CE, c.d. "Direttiva Transparency" e trasposte nel nostro sistema negli artt. 120 e 122 T.u.f.) nel tentavo di correttamente identificarne la *ratio* sottesa. Si tratta di una visuale nuova per la scienza giuridica domestica, ma che è nota in altri ordinamenti (in *primis* in quello Usa) ed è approdata anche nelle istituzioni unioniste, le quali da più di un decennio si ripromettono di indurre nell'ambito della disciplina delle società quotate forme di *disclosure* più pregnanti per l'azionariato istituzionale[4].

Giova fin da subito avvisare che, ad oggi, nella parte IV del T.u.f., espressamente dedicata alla disciplina degli emittenti, non è dato rinvenire alcuna norma che imponga forme selettive di trasparenza da applicarsi *ad hoc* agli azionisti istituzionali. Piuttosto, gli obblighi di trasparenza in questione vengono dislocati confusamente in altre parti dell'ordinamento in cui si provvede a dettare la disciplina settoriale dei singoli azionisti istituzionali. L'analisi si appunterà (forse con una certa dose di necessario apriorismo, attesa la vastità degli obblighi di *disclosure* cui sono tenuti tali operatori) su tre specifiche informative rivolte ad investitori istituzionali operativi nel mercato azionario e, in particolare: *i)* l'art. 46, T.u.f., introdotto nel nostro sistema dal d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. (in sede recepimento della Direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi alternativi, c.d. "Direttiva Aifmd") ai sensi del quale gli azionisti istituzionali sono tenuti a rispettare specifici obblighi informativi là dove assumano il controllo di un emittente quotato; *ii)* la c.d. *voting policies disclosure*, ovvero la trasparenza sulle strategie di voto seguite dagli azionisti istituzionali [*ex* art. 37 del Reg. del. 231/2013/UE attuativo della Direttiva Aifmd, ed esteso a tutti gli azionisti istituzionali mediante il richiamato allo stesso contenuto nell'art. 34 Reg. cong. B.I.-Consob, (in materia di organizzazione e procedure degli intermediari, nella sua versione del adottata il 19 gennaio 2015)], sulla quale è peraltro pendente presso le istituzioni unioniste una proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE (c.d. "Shareholder Right Directive"), al fine di introdurre, per la prima volta, nel diritto delle società quotate, forme di trasparenza volte a gettar luce sull'impegno profuso dall'azionista nella *governance* delle società partecipate; *iii)* la c.d. *portfolio disclosure*, la cui rilevanza societaria (meno intuitiva rispetto alle *disclosure* precedenti) emerge soprattutto dal confronto comparatistico con l'ordinamento Usa, ove è prevista, oltre che nelle normative settoriali dei diversi azionisti istituzionali, anche nell'ambito del *Security Exchange Act* del 1933 - *Section* 13(f) -, ovvero nella disciplina relativa alle società quotate americane [e che è prevista nel nostro sistema nell'ambito della documentazione contabile periodica dei diversi fondi di investimento redatta ai sensi degli

[4] L'esigenza di un cambio di prospettiva nell'analisi degli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali era stata espressamente prospettata da PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in *Cardozo L. Rev.*, 23, 2002, 1422. Tale angolo visuale pare essere poi stato, implicitamente, accolto da quanti hanno proposto l'introduzione di forme di trasparenza più stringenti degli *hedge funds* al fine, non di presidiare i rischi sistemici di cui si è dato conto, quanto di evitare distorsioni nella *governance* degli emittenti: nel sistema italiano v. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur Comm.*, I, 2009, 885.

Allegati al Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 ("Reg. BI 2015") e sottoposti a trasparenza ai sensi degli artt. 2 e 3 del Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 5 marzo 2015, n. 30].

Nel Capitolo 1, oltre a indicare nel dettaglio il contenuto delle forme di trasparenza testé riportate (confrontando anche il nostro ordinamento con quello statunitense), si provvederà anche a dimostrare come le stesse risultino, invero, spesso scarsamente utili ai fini della tutela dei clienti dell'azionista istituzionale e meglio si inquadrino (anche) in un'ottica prettamente societaria. Tuttavia, come si avrà modo di appurare, la specifica identificazione degli interessi (societari) tutelati mediante tali informazioni risulta ancora piuttosto confusa e meritevole di approfondimento. Così terminata la prima parte dello studio (che potremmo definire "*destruens*") si procederà alla precipua identificazione degli interessi tutelati mediante le norme individuate (in una prospettiva, dunque, "*construend*"). La trasparenza, infatti, non è un valore in sé da perseguire sempre e comunque, sì da poter semplicisticamente considerare positivo ogni supplemento informativo normativamente imposto. Piuttosto, la trasparenza rappresenta lo strumento mediante il quale si tutelano specifiche esigenze conoscitive che talvolta possono peraltro entrare in tensione con altri interessi per i quali, viceversa, la riservatezza risulti maggiormente auspicabile. Ma non solo. Il fatto stesso che si tratti di obblighi di *disclosure* normativamente imposti, non a tutti gli azionisti, ma *solo* a quelli istituzionali (e talvolta, come si vedrà, solo ad alcune specifiche categorie degli stessi) implica la necessità di trovare una plausibile spiegazione a siffatta disparità di trattamento.

In tal senso, si capisce come la corretta comprensione della funzione delle diverse forme di trasparenza degli azionisti istituzionali passi per il tramite di una analisi che, a monte, meglio chiarisca la *ratio* sottesa agli obblighi di *disclosure* che l'ordinamento pone in capo a tutti gli azionisti, a prescindere dalla relativa natura giuridica. A tale obiettivo è dedicato il Capitolo 2, il quale, attraverso un approccio di analisi economica del diritto, partendo dalla spiegazione del ruolo che l'azionariato "comune" assume nella *governance* delle società quotate, sarà volto a spiegare (anche tramite un confronto comparatistico) la funzione degli artt. 120 e 122 T.u.f., specificamente dedicati alla trasparenza sugli assetti proprietari e sui patti parasociali: le uniche norme attualmente previste nel nostro ordinamento che impongono obblighi di trasparenza in capo agli azionisti di società quotate.

I risultati ottenuti saranno il punto di partenza per comprendere la finalità dei supplementi informativi sopra indicati. Così, nel Capitolo 3, sempre al fine di procedere ad un'analisi economica del diritto, si comprenderanno le peculiarità che caratterizzano gli azionisti istituzionali rispetto quelli "comuni", nonché le differenze intercorrenti tra diverse categorie di azionisti istituzionali, distinguendo, in particolare, tra quelli che verranno definiti azionisti istituzionali "tradizionali" (che offrono i propri servizi ad una clientela *retail*) ed *hedge funds* (che si rivolgono a clienti abbienti o professionali). Si potrà così definitivamente scoprire la sensatezza

(o l'insensatezza) delle disparità di trattamento derivanti dalle norme qui approfondite e valutare, se e in che limiti il nostro sistema correttamente bilanci gli interessi alla trasparenza con quelli all'opacità. Infine, si procederà anche ad una valutazione *de jure condendo* del disegno di direttiva attualmente pendente presso le istituzioni dell'UE al fine di farne emergere eventuali punti dolenti.

1.2. Alcune considerazioni preliminari: il concetto "relativo" di trasparenza.

Prima di procedere all'analisi comparatistica dei principali obblighi di *disclosure* degli azionisti istituzionali rilevanti per il mercato azionario, è opportuno, a monte, chiarire cosa debba intendersi per "trasparenza". Non si vuole annoiare il lettore in vacui studi etimologici[5], ma fornire un'analisi del concetto che possa essere utile al fine di correttamente comprendere le relative norme.

Sul punto non esiste una nozione giuridica di trasparenza, nonostante tale concetto venga utilizzato in diverse norme giuridiche e venga finanche considerato un principio cardine del mercato finanziario[6]. In generale, si può dire che per "trasparenza" normalmente si intende la facoltà di uno o più soggetti ad avere accesso ad una data informazione[7], che nello specifico settore del mercato azionario si traduce nella possibilità di conoscere diversi dati relativi agli emettenti strumenti finanziari.

Giova tuttavia far notare che la trasparenza non è un attributo del mercato valutabile in termini assoluti, ma piuttosto un concetto relativo, che dipende da: *i)* la quantità di informazioni rese accessibili (profilo *oggettivo*); e *ii)* il numero di soggetti che possono visionarle (profilo *soggettivo*).

Sotto il primo punto di vista, il legislatore (di ogni ordinamento) si assume il compito di selezionare l'*oggetto* degli obblighi di *disclosure*, ossia le informazioni che ritiene rilevanti[8] e per

[5] (dal latino) *trans parere* ovvero far apparire.

[6] V. *ex multis*, MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 25 che considera la trasparenza un "architrave" dei mercati finanziari; CERA, *L'informazione societaria in Italia: norme e interessi tra passato e futuro*, in Age, 2013, 26, la qualifica come un «principio assiale» nel diritto delle società quotate.

[7] Alcuni tentativi di definizione sono stati effettuati dalla dottrina in ambiti diversi dal mercato finanziario: v. ad esempio, BRAVO, *voce (commercio elettronico)*, in *Enc. Dir., Ann.*, V, Milano, 2012, 267 "la trasparenza del mercato, funzionale all'efficienza dei traffici e all'instaurazione di migliori dinamiche concorrenziali, si traduce in un diritto di informazione a favore dell'intero mercato, ossia di tutti i soggetti che nel mercato operano, siano essi consumatori, contraenti privi dello status di consumatori, altri imprenditori concorrenti o autorità pubbliche che presidiano il mercato. A tali diritti di informazione corrispondono dunque in maniera speculare gli obblighi informativi gravanti sul prestatore di servizi della società dell'informazione"

[8] La necessità che le informazioni siano rilevanti (o *material*) deriva dal fatto che una propagazione sul mercato di informazioni insignificanti renderebbe molto più difficile e costoso individuare quelle utili, a discapito della trasparenza stessa. Sul rischio di *overload information* v. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc*., 2014, 1010.

le quali impone la comunicazione. In tal senso, pertanto, le informazioni che gli azionisti istituzionali sono tenuti a svelare, (affiancandosi a quelle degli azionisti "comuni" e a quelle delle stesse società emittenti), incrementano il livello di trasparenza del mercato azionario, almeno là dove vengano considerati *material* per i soggetti che vi operano.

Avendo riguardo, invece, al profilo *soggettivo*, è possibile affermare che il mercato sarà tanto più trasparente quanti più soggetti hanno accesso alle informazioni. Questo secondo aspetto, in realtà, è scarsamente tenuto in considerazione ma sicuramente importante nell'ambito della presente trattazione. Normalmente, infatti, gli studi condotti sulla trasparenza del mercato azionario hanno riguardo ad informazioni *pubbliche*, ovvero messe a disposizione ad un numero indeterminato di soggetti[9], una tale connotazione non può predicarsi (almeno non sempre) agli obblighi di trasparenza degli azionisti istituzionali. Questi operatori, come già evidenziato, oltre che azionisti di società quotate sono anche i fiduciari di soggetti che gli affidano la propria personale ricchezza e ove spesso gli obblighi di trasparenza normativamente imposti vengono espressamente direzionati alla clientela, al fine di metterla nelle condizioni di fare investimenti consapevoli. In un'ottica di mercato azionario, chiaramente, ciò significa limitare la trasparenza.

Ciò tuttavia non deve essere eccessivamente sopravvalutato e senz'altro non pregiudica la possibilità di inquadrare tali obblighi di *disclosure* in una prospettiva societaria. In primo luogo, un limite alla trasparenza del mercato vi può essere solo là dove (a prescindere dal destinatario normativamente indicato) lo strumento concretamente utilizzato al fine di mettere l'informazione a disposizione del cliente sia contemporaneamente in grado di escludere l'accesso ad altri soggetti. Così, ad esempio, il frequente utilizzo dei siti internet da parte degli investitori istituzionali per comunicare con i beneficiari rende l'informazione, in realtà, pubblica. In secondo luogo, anche là dove effettivamente si utilizzino meccanismi che non consentono l'accesso diffuso all'informazione, è ben possibile che la stessa possa circolare in altro modo.

Si può così distinguere (almeno in via di approssimazione) tra forme di trasparenza "forti" ove l'informazione è resa *pubblica*, ovvero messa a disposizione di chiunque vi abbia un interesse; e forme di trasparenza "deboli" ove l'accesso all'informazione da parte dell'intero mercato è più

[9] Nell'ambito della trasparenza degli emittenti, il tema si è posto soprattutto avendo riguardo alle domande pre-assembleari che gli azionisti hanno diritto di porre sui punti all'ordine del giorno *ex* art. 127-*ter*, T.u.f. Più in particolare, il co. 1-*bis*, della citata norma, si limita a stabilire che, là dove sia stato previsto l'obbligo di fornire una risposta pre-assembleare, la stessa sarà fornita "*anche* mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito internet della società.". Dal tenore letterale della norma si è posto il quesito sull'ammissibilità di chiarimenti individualizzati che riservano l'accesso alla spiegazione al solo soggetto che ha posto il quesito: in senso favorevole BUSANI, *Il diritto di porre domande e l'obbligo della società di rispondere*, in *Società*, 2011, 434; MULA-BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "decreto correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, 188; PASQUARIELLO, *Sub art. 127-ter*, in AA.VV., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2011, 707; *contra*, Assonime, *La disciplina dell'assemblea delle società quotate: le modifiche del decreto correttivo del 2012 e le disposizioni attuative della Consob del 2013*, (circolare n. 40 del 16 dicembre 2013) 27; MONTALENTI, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, 685.

difficile (ancorché non impossibile) e richiede un'attività di ricerca più costosa[10]. All'estremo opposto, ossia là dove non vi sia modo per nessuno di conoscere un certo dato, questo dovrà considerarsi "riservato". Ciò vale sia nei casi in cui via sia una impossibilità giuridica di entrare in possesso dell'informazione, sia là dove i costi per l'accesso alla stessa superino i benefici.

Ciò premesso, l'indagine che segue sarà volta a dar conto tanto del profilo oggettivo quanto di quello soggettivo degli obblighi di *disclosure* oggetto della presente trattazione. Per comodità espositiva si inizierà dall'approfondimento della trasparenza sul portafoglio titoli, per poi proseguire con la spiegazione sulle *voting policies* e concludere con l'art. 46 T.u.f. relativo agli azionisti istituzionali che controllano società quotate.

2. La trasparenza sul portafoglio azionario: c.d. *mandatory portfolio disclosure.*

Partendo dal primo degli obblighi di comunicazione di cui si occupa la presente trattazione, esso si sostanzia nella periodica divulgazione dell'elenco degli investimenti in essere dell'azionista istituzionale. Nel nostro ordinamento tale adempimento si rinviene nella disciplina settoriale prevista per alcuni specifici investitori istituzionali (in particolare i gestori di Fia e di Oicvm) e, a quanto consta, non è mai stato oggetto di approfonditi studi da parte della nostra dottrina giuridica, almeno nella prospettiva qua assunta. Invero, il rilievo per il mercato azionario di tale obbligo di *disclosure* si può facilmente apprezzare là dove si volga lo sguardo a quanto previsto nel sistema americano, ove, oltre che nella normativa dedicata agli azionisti istituzionali (*Investment Company Act* del 1940), siffatta forma di trasparenza venne introdotta anche nella disciplina degli emittenti (*Security Exchange Act* del 1934) già a partire dagli anni '70, e imposta trasversalmente a tutti i grandi operatori del mercato azionario. Pare pertanto opportuno partire proprio dall'analisi delle norme statunitensi, per poi valutarne i profili di distanza e/o somiglianza rispetto al nostro ordinamento.

2.1. La disciplina americana in tema di *portfolio disclosure*: *Section* 13(f), *Security Exchange Act* 1934.

2.1.1. Profilo oggettivo e soggettivo della disposizione.

Nell'ambito dell'ordinamento nordamericano, l'obbligo di divulgazione del portafoglio azionario è stato per la prima volta introdotto nel *Security Exchange Act* del 1934 con il *Securities Acts Amendments* del 1975, mediante il quale fu inserita la *Section* 13(f)[11], attuata poi dalla

[10] Sui costi dell'informazione v. GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 609 ss.

[11] La norma è stata oggetto di uno studio da parte dell'Office of General Ispector della SEC (OGI), il quale nel 2010 ha pubblicato un report (*Review of the SEC's Section 13(f) Reporting Requirements*, Report n.

Securty Exchange Commission ("SEC"), mediante la *Rule* 13-F[12] e la predisposizione del relativo *Form* 13-F.

In base a tale disposizione, ogni "*institutional investment manager*" che gestisca discrezionalmente investimenti in *equity*[13] del valore di almeno 100 milioni di dollari, è tenuto (annualmente e trimestralmente) a compilare e inoltrare alla SEC il *Form* 13-F, il quale verrà reso pubblico dalla stessa Commissione (*Section* 13(f)(4)) sul proprio *sito internet*. Si può dunque fin da subito notare come si tratti di dati che, salvo alcune eccezioni di cui si darà conto a breve, sono sottoposti ad una forma di trasparenza "forte" potendo essere visualizzati da chiunque.

Prima di analizzare il contenuto di tale informativa si deve anzitutto dare conto di come, in realtà, la *Section* 13(f) non si applichi in via esclusiva agli azionisti istituzionali nell'accezione qui adottata – ossia i gestori collettivi del risparmio – ma, più in generale, ai c.d. "*institutional investment manager*" definiti come "*any person, other than a natural person, investing in or buying and selling securities for its own account, and any person exercising investment discretion with respect to the account of any other person.*" (*Rule* 13(f)(6)(A)). Si tratta di una nozione molto ampia che comprende due distinte categorie di soggetti[14]. La prima include ogni ente, di

480, 27 settembre 2010, reperibile al sito www.sec.gov/oig/reportspubs/480.pdf), in cui sono individuate alcune proposte di modifica della disciplina, le quali, tuttavia, ad oggi non risultano ancora implementante.

[12] Sulle modifiche intervenute storicamente sulla *Rule* 13-F e il *Form* 13-F v. MARTIN, *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act*, in 53 *N.Y.L. Sch. L. Rev*., 2009, 586.

[13] 17 CFR § 240.13f-1 (c) "*For purposes of this rule "section 13(f) securities" shall mean equity securities of a class described in section 13(d)(1) of the Act that are admitted to trading on a national securities exchange or quoted on the automated quotation system of a registered securities association. In determining what classes of securities are section 13(f) securities, an institutional investment manager may rely on the most recent list of such securities published by the Commission pursuant to section 13(f)(4) of the Act (15 U.S.C. 78m(f)(4)). Only securities of a class on such list shall be counted in determining whether an institutional investment manager must file a report under this rule (§240.13f-1(a)) and only those securities shall be reported in such report. Where a person controls the issuer of a class of equity securities which are "section 13(f) securities" as defined in this rule, those securities shall not be deemed to be "section 13(f) securities" with respect to the controlling person, provided that such person does not otherwise exercise investment descretion with respect to accounts with fair market value of at least $100,000,000 within the meaning of paragraph (a) of this section.*". La *Section* 13(f) fa riferimento ai titoli descritti nella Sezione 13(d) relativa agli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti di azionisti (anche "comuni) che intendano assumere un ruolo attivo nell'ambito della *governance* (su tale norma v. *infra*, Cap. 2, § 3). Si tratta, in buona sostanza, di azioni quotate nei mercati regolamentati. La successiva *Section* 13(f)(4) prevede che la SEC comunichi periodicamente al mercato (sul proprio sito) l'elenco di titoli quotati in mercati regolamentati che dovranno essere tenuti in considerazione ai fini della *disclosure* in questione (c.d. *Section* 13(f) *securities*). In realtà, la Lista non include soltanto titoli azionari, ma altresì quote di fondi chiusi scambiate sul mercato, obbligazioni convertibili in azioni, opzioni su azioni e warrants. Vengono, invece, escluse le quote di *mutual funds*, o titoli di debito o altri strumenti finanziari che non possono essere considerati "equity securities". Sul punto, CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, in 46, II, *Connecticut L. Rev*., 2013, 771. Per alcuni chiarimenti sul punto, v. le FAQ della SEC, Division of Investment Management: Frequently Asked Questions About *Form* 13F, Question 7, al sito https://www.sec.gov/divisions/investment/13ffaq.htm.

[14] V. Division of Investment Management: Frequently Asked Questions About *Form* 13F, Question 3; LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, in 43 *The Business Lawyer*, 1987, 101

qualunque natura e struttura, che gestisce il proprio portafoglio azionario, con la sola esclusione delle persone fisiche: e pertanto non fa riferimento agli investitori istituzionali[15]. Questi ultimi, invece, ricadono nell'ambito della seconda delle menzionate categorie, la quale, a sua volta, accoglie operatori estremamente eterogenei, accumunati dal fatto di gestire *discrezionalmente*[16] investimenti azionari per conto altrui[17], tra cui ai fini che qua interessano, vanno ricompresi *mutual funds* e *hedge funds*[18].

Si badi, peraltro, che la soglia di valore del portafoglio azionario – il quale, come anticipato, deve aver raggiunto un valore pari almeno a 100 milioni di dollari[19] -, è stata fissata all'evidente fine di circoscrivere l'ambito di applicazione della norma ai soli grandi azionisti capaci di movimentare significativamente il mercato dell'*equity*: i quali saranno, tendenzialmente, proprio gli azionisti istituzionali[20].

---

[15] Per l'idea che la prima categoria non riguardi investitori istituzionali LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*,101.

[16] Sul concetto di "investment discretion" viene in rilievo quanto stabilito dalla *Rule* 13-f, emanata dalla SEC, ai sensi della quale "*For the purposes of this rule, ''investment descretion'' has the meaning set forth in section 3(a)(35) of [the Securities Exchange Act]*" (v. 17 CFR § 240.13f-1), il quale a sua volta prevede che "*[a] person exercises ''investment discretion'' with respect to an account if, directly or indirectly, such person (A) is authorized to determine what securities or other property shall be purchased or sold by or for the account, (B) makes decisions as to what securities or other property shall be purchased or sold by or for the account even though some other person may have responsibility for such investment decisions, or (C) otherwise exercises such influence with respect to the purchase and sale of securities or other property by or for the account as the Commission, by rule, determines, in the public interest or for the protection of investors, should be subject to the operation of the provisions of this title and rules and regulations thereunder*". La stessa SEC, inoltre, con la *Rule* 13-f(b), ha inoltre previsto che eserciti discrezionalità ogni soggetto che controlli un altro soggetto che a sua volta gestisce discrezionalmente un portafoglio titoli. Per alcuni chiarimenti sul punto v. Division of Investment Management: Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 3.

[17] V. LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 105.

[18] Si tratta di una definizione molto ampia che include una vasta gamma di operatori anche stranieri e non necessariamente registrati presso la SEC, che investono nel mercato americano: cfr. LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 101 ss. e nt. 55; MARTIN, *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act*, 580; v. anche Division of Investment Management: Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 4.

[19] Si badi, peraltro, che sul punto, la SEC non ha sfruttato la facoltà, riconosciutale dalla *Section* 13(f), di ridurre tale soglia dimensionale, fino ad un minimo di 10 milioni di dollari.

[20] Per l'idea che tale disciplina sia stata pensata con riferimento ai *large institutional investment manager* v. AGARWAL-MULLALLY-TANG-YANG, *Mandatory Portfolio Disclosure, Stock Liquidity, and Mutual Fund Performance*, in 70 *The Journal of Finance*, 2015, 2738 e nella letteratura giuridica CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 772; LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 93 s., ove si evidenzia come tale soglia dimensionale è tale da escludere altri significativi operatori del mercato, tra cui banche, fondi pensione ecc. Tuttavia gli stessi Aa. notano come, già a pochi anni dall'entrata in vigore della norma, il numero degli *institutional manager* tenuti a tale forma di *disclosure* fosse aumentato grazie (anche) all'incremento dell'ammontare di *asset* in gestione (p. 95). Tenuto conto del fatto che tale soglia, dopo 40 anni dalla prima emanazione della norma, non è ancora stata aggiornata, si può facilmente desumere che con il tempo la pubblicità del portafoglio azionario abbia

Circoscritto l'ambito di applicazione della disciplina, si può ora focalizzare l'attenzione sul profilo oggettivo dell'obbligo di *disclosure* in parola, ovvero sulle informazioni che lo stesso impone di divulgare. Sul punto, la disciplina americana prevede che l'*institutional investment manager* pubblichi periodicamente (annualmente e trimestralmente) una "fotografia" del proprio portafoglio azionario, indicando, per ogni partecipazione sociale detenuta[21] non solo una serie di dati identificativi della stessa[22], ma altresì se l'azionista: *i)* esercita l'*investment discretion* da solo o in via congiunta con altri soggetti; nonché se *ii)* detiene (da solo o in via congiunta) la c.d. *voting authority*, ossia il potere di decidere il voto su particolari materie[23] (*Form* 13-F)[24]. Così, il mercato viene reso edotto, non solo del totale degli investimenti azionari gestiti dall'azionista istituzionale - a prescindere, peraltro, dallo specifico fondo di investimento cui è imputato - ma altresì dell'eventuale potere di *governance* che lo stesso è in grado di esercitare[25].

---

riguardato un numero sempre più elevato di soggetti, tanto da indurre alcuni autori a ritenere necessario un innalzamento della soglia. Il punto è stato oggetto, dello studio dell'OIG, *Review*, 26, il quale ha raccomandato di incrementare la soglia dimensionale a 300 milioni di dollari, al fine di aggiornarla al tasso di inflazione; in tal senso anche CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 800.

[21] Viene consentito di omettere partecipazioni ridotte: composte da non più di 10.000 azioni e con un *fair market value* superiore a $200,000 (*Form* 13F, *Special Instruction*, n. 10).

[22] Ai sensi della *Section* 13(f)(1) dovranno necessariamente essere riportati "*the name of the issuer and the title, class, CUSIP number, number of shares or principal amount, and aggregate fair market value of each such security"*.

[23] Si tratta delle c.d. materie non di *routine*, che la Sec individua ad es. nelle modifiche statutarie che incidano sui diritti degli azionisti, nei cambiamenti delle politiche di investimento, nelle decisioni relative a fusioni, nelle elezioni in cui vi siano state contestazioni, nelle vendite di *assets* significativi ecc.V. *Form* 13F, Special Instruction, n. 12, b, vii; Division of Investment Management Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 50; LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 112.

[24] Il *Form* 13 F altro non è una tabella nella quale a ciascuna riga corrisponde uno specifico strumento finanziario, e a ciascuna colonna corrispondono le informazioni richieste. Ora, per quanto riguarda le informazioni direttamente previste nella *Section* 13(f), queste riguardano le prime 5 colonne (name of the issuer; Title of Class; CUSIP Number; Market Value; Amount and Type of Security).

[25] Non è ancora operativa, invece, la trasparenza sulle attività di *short selling* introdotta alla *Section* 13(f)(2) a partire dal *Dodd-Frank Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010. Tale disposizione prevede che "[t]*he Commission shall prescribe rules providing for the public disclosure of the name of the issuer and the title, class, CUSIP number, aggregate amount of the number of short sales of each security, and any additional information determined by the Commission following the end of the reporting period. At a minimum, such public disclosure shall occur every month*" (v. Division of Investment Management Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 41). Il ritardo della SEC nell'attuazione di tale disposizione ha indotto alcuni operatori a presentare una recente Petizione (del 7 ottobre 2015, reperibile sul sito della SEC, https://www.sec.gov/rules/petitions/2015/petn4-689.pdf), che nel sollecitare l'intervento della Commissione nell'attuazione della norma, evidenzia una serie di vantaggi che la trasparenza sulle posizioni corte potrebbe comportare (nello stesso senso, CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 782 "*Because the Dodd-Frank amendments to section 13(f) have not yet been implemented through an SEC rule, industry observers have persisted in complaining that short positions are not reportable, and that their omission misleads not only the public perception of an institutional investment manager's net positions, but also the market's general perceptions about the financial health of companies that offer public securities*" e OGI, *Review*, 25 ss.). Il problema della trasparenza delle posizioni corte verrà diffusamente affrontato nel prosieguo del lavoro (v. Cap. 2, §§ 3.2., 3.4.2., 4.3.). Qui preme solo far notare come, l'innovazione in parola non pare volta a dare informazione al

Si badi, peraltro, che le comunicazioni in parola non vengono divulgate istantaneamente al termine del periodo di riferimento, ma viene previsto un ampio termine dilatorio di 45 giorni[26], sì che l'informazione, una volta resa pubblica, potrebbe non essere più attuale. A ciò si aggiunga che, chiaramente, tale informativa non consente di avere contezza di tutte le attività di *trading* poste in essere da parte dell'azionista istituzionale, ben potendo esservi partecipazioni acquistate e rivendute (o viceversa) nel corso del trimestre di rifermento, che resteranno celate agli occhi del mercato[27].

Passando ora al profilo soggettivo della trasparenza, si è già detto che le informazioni relative al portafoglio azionario degli azionisti istituzionali vengono rese pubbliche tramite il sito della Sec e ciò, si badi, a differenza di quanto previsto per le persone fisiche, *trusts* o *estates* verso i quali, la Commissione ha un obbligo di riservatezza (c.d. *personal confidential treatment*) (*Section*13(f)(4)). Emerge, pertanto, come nei confronti degli operatori che ci occupano esista un qualche interesse di mercato che viene considerato preminente rispetto a quello degli stessi a mantenere la *privacy* su tali informazioni[28]. Piuttosto, agli azionisti istituzionali viene riconosciuta la possibilità ottenere dalla Sec una esenzione (o una dilazione) dall'adempimento in questione là dove ciò risulti "*in the public interest or for the protection of investors"* (c.d. *commercial confidential treatment*)[29]. Più in particolare, là dove l'azionista istituzionale ritenga che le

---

mercato del totale delle posizioni corte che un *institutional investment manager* detiene, coprendo soltanto le operazioni di *short selling*, ossia una tra le diverse modalità mediante le quali è possibile assumere posizioni corte, non riguardando viceversa altri strumenti frequentemente utilizzati nella prassi, quali ad esempio i derivati. Sembrerebbe, pertanto, un obbligo volto più che altro a monitorare una pratica che da sempre suscitato parecchie perplessità. Sull'esigenza di ricomprendere anche i derivati: CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 800; la medesima esigenza di ammodernamento era stata prospettata dal report OGI, *Review*, 25 s.; HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, 878 ss.; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in 61 *The Business Lawer*, 2006, 1018.

[26] Sul punto la SEC si è avvalsa del potere riconosciutole dalla Sezione 13(f) di abbreviare la cadenza temporale annuale ivi indicata, e mediante l'approvazione della *Rule* 13-f e del *Form* 13-f ha previsto che ogni *institutional investment manager* "*shall file a report on Form 13F […] with the Commission within 45 days after the last day of such calendar year and within 45 days after the last day of each of the first three calendar quarters of the subsequent calendar year*".

[27] Ciò ha indotto taluni a ritenere necessario l'integrazione del *Form* 13-F con le posizioni medie detenute: v. OGI, *Review*, 26.

[28] Evidenzia come il *personal confidential treatment* sia funzionale a garantire la *privacy* LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 103 e 115.

[29] La *Section* 13(f)(4) stabilise che "*the Commission, as it determines to be necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, may delay or prevent public disclosure of any such information in accordance with section 552 of title 5, United States Code [Freedom of Information Act]*". Si tratta, in particolare, di casi in cui le informazioni vengano considerate "*trade secrets and commercial or financial information obtained from a person and privileged or confidential*" (cfr. 5 U.S.C. § 552(b)(4)). V. Division of Investment Management Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 52; LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 116; PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, XII, 2007; MARTIN, *The Intersection Between*

informazioni siano "proprietarie", può chiedere alla Sec di mantenerle riservate e quest'ultima potrà accordare il trattamento di favore là dove constati che la divulgazione delle stesse possa pregiudicare interessi pubblici e/o si ponga in contrasto con la protezione degli investitori[30].

2.1.2. La difficile individuazione degli interessi sottesi.

Dalla disciplina esplicata nel paragrafo precedente emerge chiaramente come la disposizione operi un bilanciamento tra trasparenza e riservatezza, senza tuttavia che sia chiaro quali siano gli interessi specifici che entrano in conflitto. In altre parole, non si capisce: né a cosa serva conoscere il portafoglio azionario degli investitori istituzionali, né quali siano quegli interessi pubblici che possono giustificare il *confidential treatment*.

Peraltro, la medesima necessità di un contemperamento di esigenze contrapposte è testimoniata anche dall'ampio dibattito che in Usa si è sviluppato in merito all'opportunità del lungo termine dilatorio di 45 giorni entro cui gli azionisti istituzionali possono provvedere all'adempimento[31]. Sul punto se, da un lato, la presenza di un termine così lungo è stata giustificata con la necessità di tutelare la *redditività* dell'azionista istituzionale (soprattutto se trattasi di *hedge funds*), pregiudicata da pratiche predatorie da parte dei *competitors* quali *front running* e di *copycat* (o *free riding*)[32] cui la divulgazione del portafoglio azionario contribuirebbe

Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act, 588.

[30] Sulla procedura di richiesta del *commercial confidential treatment* V. *Form* 13-F, *Instructions For Confidential Treatment Requests*; e per un commento v. CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 774 ss. Con specifico riferimento alle informazioni che il richiedente è tenuto a fornire alla SEC, esse riguardando, tra il resto: la strategia di investimento seguita, la spiegazione del perché la divulgazione del portafoglio azionario potrebbe rivelare detta strategia; la dimostrazione che tale divulgazione è prematura; e la dimostrazione che il mancato accesso all'esenzione potrebbe provocare un "substantial harm" alla posizione concorrenziale dell'investitore. Peraltro, nel caso in cui la riservatezza sia funzionale ad evitare rischio di arbitraggio, l'accesso al *commercial confidential treatment* avviene tramite una procedura più snella v. MARTIN, *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act*, 587 e 593. Nel 1998 la SEC ha pubblicato una lettera per offrire una guida all'inoltro delle richieste nell'ambito della quale viene stabilito che "the term 'risk arbitrage' refers to the risking of capital in connection with a proposed merger, acquisition, tender offer, or similar transaction involving recapitalization […] The term applies only to transactions effected after the public announcement of the deal and before completion or termination of the deal.".

[31] Si tratta di problematiche che, come si vedrà, sono emerse anche in riferimento alle ulteriori forme di trasparenza sul portafoglio titoli delle *investment companies* ai sensi dell'*Investment Company Act* del 1940. Sul punto v. *infra* § 2.2.

[32] Il *front running* è una tecnica di investimento utilizzata da alcuni investitori professionali che, in base alle informazioni presenti sul mercato, cercano di identificare le intenzioni di acquisto e/o di vendita di un proprio *competitor* al fine di anticiparle. Tale comportamento altera il prezzo di mercato del titolo in questione, in modo che il profitto derivante dal *trading* programmato dall'investitore anticipato viene ridotto o azzerato. Il *free riding*, invece, consiste nel copiare (c.d. *copycat*) le attività di *trading* poste in essere da parte di altri investitori informati (ossia che abbiano condotto attività di ricerca per identificare investimenti profittevoli). In tal modo, il *copycat fund* è in grado di riprodurre i rendimenti di un altro investitore istituzionale, senza tuttavia aver sostenuto i costi per la ricerca di investimenti profittevoli. Per la spiegazione di come la *disclosure* imposta dalla *Rule* 13(f) faciliti questi comportamenti V.

ad agevolare; dall'altro lato, si è auspicato un'abbreviazione del termine, in modo da evitare la diffusione sul mercato informazioni obsolete e di scarsa utilità pratica[33] e considerando la possibilità di accedere al *confidential treatment* sufficiente a scongiurare il rischio per la redditività dell'operatore[34].

Da quanto precede sembra dunque emergere che la riservatezza (consentita attraverso il *confidential treatment* e la dilazione) sottenda l'interesse *individuale* dell'azionista istituzionale

---

CHRISTOFFERSEN-DANESH-MUSTO, *Why Do Institutions Delay Reporting Their Shareholdings? Evidence from Form 13F*, 2015, 3 (reperibile al sito ssrn.com/abstract=2661535) ove si trova anche una sintesi delle diverse ricerche empiriche condotte sull'utilizzo e la profittabilità di tali strategie (p. 10). Sul punto v. anche gli autori citati *infra*, nt. 56.

[33] La necessità di abbreviare il termine dilatorio è stata di recente manifestata in una petizione presentata l'1 febbraio 2013 alla SEC ("Petizione NYSE", reperibile sul sito https://www.sec.gov/rules/petitions/2013/petn4-659.pdf), contro la quale si è espresso l'Investment Company Institute (ossia l'associazione rappresentativa delle Investment company americane) adducendo le argomentazioni riportate nel testo (https://www.ici.org/pdf/27217.pdf; gli altri commenti alla Petizione NYSE sono reperibili al sito https://www.sec.gov/comments/4-659/4-659.shtml). Il punto è stato oggetto anche di diverse ricerche empiriche, volte a valutare se la dilazione ad oggi prevista sia sufficiente: cfr. CHRISTOFFERSEN-DANESH-MUSTO, *Why Do Institutions Delay Reporting Their Shareholdings? Evidence from Form 13F*, 28 ss. Ma v. BROWN-SCHWARZ, *Do market participants care about portfolio disclosure? Evidence from hedge funds' 13f filings*, Working paper, 2013, New York University, reperibile al sito https://ssrn.com/abstract=1683628. Nella letteratura giuridica, sull'idea che la *mandatory portofolio disclosure* possa essere utilizzata per tracciare gli investimenti dei *competitors* v. anche LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 96; PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1104; favorevole ad un abbreviazione dei termini CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 778 e 785, che considera 45 giorni più che sufficienti per completare un'operazione di acquisto/vendita di titoli e propone di abbreviare i termini almeno là dove siano intervenuti significativi cambiamenti nel portafoglio titoli, a seguito di operazioni sopra una certa soglia.

[34] Per l'idea che il *commercial confidential treatment* sia volto a contemperare i menzionati interessi v. OGI, *Review*, 3 s.; CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, in 46, II, *Connecticut L. Rev*., 2013, 763 ss., ed implicitamente tutti coloro che vedono tale esenzione come funzionale alla tutela degli interessi degli investitori istituzionali, PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1115 ss.; nella letteratura economica CHRISTOFFERSEN-DANESH-MUSTO, *Why Do Institutions Delay Reporting Their Shareholdings? Evidence from Form 13F*, 6. Tuttavia, è diffusa l'idea secondo cui tale misura sarebbe inefficace. In primo luogo, è stato fatto notare come la disciplina avrebbe un ambito di applicazione eccessivamente circoscritto (MARTIN, *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act*, che propone una esenzione automatica per quegli investitori istituzionali maggiormente esposti a pratiche di *front running* (*hedge funds)*; Goldstain, che addirittura propone la cancellazione della disciplina "*all evidence indicates that 13F filings are used by the public for only one reason: to obtain, without compensation, the trade secrets of successful filers*"; *contra* PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, *passim*) e imporrebbe alla SEC di attenersi a dei parametri valutativi eccessivamente vaghi (CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 788). In secondo luogo, sono stati riscontrati una serie di problemi in sede applicativa, ove è emersa la scarsa attenzione che la SEC ha prestato nell'analisi delle varie richieste di esenzione pervenutele. Considerando poi che, in presenza di una richiesta di *confidential treatment*, ai sensi della *Rule* 24b-2(c), la divulgazione delle informazioni sul portafoglio azionario non può avvenire fino a quando la SEC non si sia espressa, il silenzio della SEC ha, in diversi casi, garantito *de facto* l'esenzione anche in assenza dei presupposti: cfr. OIG, *Review*, 21 ss.; CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 781 ss. "*The system of Form 13F administration, which has been deferential to investment companies at best and asleep at the wheel at worst, fails to affect the balance between competition and transparency that the regulation is designed to achieve*".

al mantenimento della propria redditività. In realtà, tale impostazione non convince. Si è visto, infatti, la *Section* 13(f)(4), si riferisce ad un "*public interest"* e alla *"protection of investors*". Né pare possibile ritenere che l'interesse sia quello dei clienti dell'azionista istituzionale, atteso che, come visto, la disposizione riguarda anche casi diversi dalle gestioni in monte (dove chiaramente nessun cliente esiste)[35].

Ma oltre a ciò, non è neanche chiaro quale sia la *ratio* della trasparenza, ovvero, quali siano gli interessi che l'accessibilità al portafoglio titoli vorrebbe soddisfare. Sul punto non si può fare a meno di notare l'incertezza nella quale sembra versare la dottrina americana, ove è frequente l'affermazione secondo cui di tali informazioni sono stati fatti svariati utilizzi da parte di soggetti privati. Così è stata evidenziata l'utilità di tali dati per: *i)* i clienti degli investitori istituzionali al fine di individuare i gestori migliori e monitorare la corrispondenza tra le scelte di investimento compiute da quest'ultimi e le politiche di investimento dichiarate dagli stessi[36]; *ii)* i ricercatori accademici per condurre i propri studi[37]; *iii)* i consulenti finanziari per migliorare la qualità dei propri servizi[38]; *iv)* le società partecipate e i relativi azionisti al fine di poter monitorare eventuali accumuli azionari da parte di grossi azionisti[39] e, in ogni caso, per conoscere la presenza di questi ultimi nella compagine societaria in tutti i casi in cui non possano essere altrimenti identificati[40]; *v) bidders* e società *target* in caso di Opa, consentendo al primo di avere contezza della presenza dell'azionista istituzionale negli assetti proprietari della società, e alla seconda di avere informazioni su chi la sta scalando[41]; *vi)* altri investitori nel mercato azionario al fine di

[35] Sostiene l'esigenza di tutela dei clienti CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 790.

[36] LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 96; PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1107; PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1453; CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 794; Petizione NYSE.

[37] LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 96; PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1104 e 1108; OGI, *Review*, 10.

[38] PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1104 ss.

[39] V. Petition NYSE, 7 "*The purpose of 13(f) is to increase transparency of the ownership of securities to allow for companies and other shareholders to know when shares are accumulated by large investment managers*"; ma già PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1114.

[40] V. Exchange Act Release No. 40934 (Jan. 12, 1999), 64 FR 2843, at p. 2844-45 ove la SEC dichiara "*issuers […] would find detail as to institutional investor holdings useful because much of their shareholder list may reflect holdings in 'street name' rather than beneficial ownership*"; Petizione NYSE; CHRISTOFFERSEN-DANESH-MUSTO, *Why Do Institutions Delay Reporting Their Shareholdings? Evidence from Form 13F*, 33.

[41] LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 95, s.

selezionare correttamente le società in cui investire giungendo così a migliorare anche l'efficienza del mercato nella formazione dei prezzi[42].

Ciò premesso è opportuno, tuttavia, fare una prima – ovvia - precisazione: il fatto che l'informazione sul portafoglio azionario dei grandi investitori sia stata utilizzata per le ragioni più disparate è insita nella stessa natura pubblica dell'informazione. Ciò tuttavia non deve portare a ritenere che tutti i molteplici interessi sopra riportati (per quanto meritevoli) possano essere considerati la *ratio* della trasparenza in questione.

Così, ad esempio, si può affermare con una certa sicurezza, che le ragioni sottese a tale forma di trasparenza non possano essere individuate: né nell'intento di consentire ai ricercatori un facile accesso ai dati necessari per lo studio di fenomeni di mercato (*sub ii*); né nel consentire ai consulenti finanziari di migliorare la qualità dei servizi offerti (*sub iii*). Altrettanto serenamente può scartarsi l'idea che il portafoglio titoli possa essere uno strumento utile per conoscere la presenza dell'azionista negli assetti proprietari di un emittente (*sub iv* e *sub v*) esistendo, a tal fine, altre forme di trasparenza più immediate: prima tra tutte la *disclosure* sulle partecipazioni rilevanti[43] che consente di individuare facilmente gli azionisti con partecipazioni significative nell'ambito del singolo emittente.

Ma, ad avviso di chi scrive deve altresì scartarsi l'ipotesi che questa forma di trasparenza sia stata congegnata al fine di dare tutela ai clienti degli investitori istituzionali. In primo luogo, si deve ricordare che nell'ambito soggettivo di applicazione della norma: da un lato, vengono compresi anche azionisti che investono per conto proprio, ove all'evidenza non si pone alcun problema di tutela dell'affidamento fiduciario delle risorse; e dall'altro lato, vengono esclusi i gestori sottosoglia, sì che si verrebbe a creare, in realtà, un'ingiustificata disparità di tutela tra i clienti a seconda della dimensione del gestore. Sotto un profilo contenutistico, inoltre, tale informativa pare priva di significatività per i beneficiari, tenuto conto non solo del fatto che ha ad oggetto i soli titoli azionari - senza alcun riferimento ad altri investimenti magari anche più rischiosi -, ma altresì considerando che si tratta di dati relativi non al singolo veicolo di investimento (es. al singolo fondo azionario) ma al gestore dello stesso, il quale è tenuto a comunicare dati aggregati di tutti le azioni su cui esercita la propria discrezionalità, che potrebbero, in realtà, far capo a diversi fondi di investimento. Peraltro, sul punto esistono norme *ad hoc*, strutturate proprio al fine di fornire un'informazione significativa ai beneficiari dei fondi di investimento[44].

---

[42] Petizione NYSE; CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f), passim*.

[43] A tali obblighi di *disclosure* sarà dedicato l'intero Cap. 2.

[44] V. *infra*, § 2.2.

Pare pertanto possibile affermare che tale forma di trasparenza sia stata pensata in una prospettiva prettamente di mercato azionario e non intesa come forma di tutela dei beneficiari dei fondi di investimento. Resta tuttavia insoluto il problema di quale sia la *ratio* specifica della norma e i termini specifici in cui le informazioni sul portafoglio titoli possano essere considerate *material* per il mercato.

Sotto tale punto di vista, di scarso aiuto è anche la giustificazione storica che alla *Section* 13(f) è stata data dal Congresso all'atto dell'emanazione: ossia quella di creare presso la Commissione "*a central repository of historical and current data about the investment activities of institutional investment managers*"[45]. Nell'ottica del legislatore ciò avrebbe consentito: da un lato, alla stessa SEC di monitorare l'operatività e l'impatto dei maggiori investitori sul mercato azionario e valutare eventuali interventi normativi[46]; dall'altro, di creare fiducia nel mercato fornendo ai singoli investitori informazioni utili per le proprie scelte di investimento[47]. Invero, sotto il primo punto di vista, è frequente l'affermazione secondo cui la SEC avrebbe nel tempo

[45] Report of Senate Comm. On Banking, Housing and Urban Affairs, S. Rep. N. 75, 94th Cong., 1st Sess. 85, 1975, p. 85; Filing and Reporting Requirements Relating to Institutional Investment Managers, Release No. 34-14852 (June 15, 1978), 43 Fed. Reg. 26700-01 (June 22, 1978).

[46] La norma fu introdotta a seguito di uno studio commissionato alla SEC dal Congresso nel 1968, finalizzato a valutare se l'operatività degli investitori istituzionali potesse avere ripercussioni negative sul mercato, sugli emittenti e, in generale, sull'interesse pubblico. In esito a tale studio, la SEC concluse di non aver individuato particolari problemi in relazione all'operatività degli investitori istituzionali, tuttavia raccomandò al Congresso l'introduzione di una norma che le consentisse una più celere raccolta di dati in relazione agli *assets* in gestione da parte soprattutto di investitori istituzionali. V. SEC, *Institutional investor study report*, in 37th Annual Report, 1971, 11. Per una ricostruzione storica della norma v. OGI, *Review*, 1 ss.; CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 769; LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, 96 ss.; PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, 1088 ss., spec. 1099 "*It is reasonable to conclude that the Section 13(f) securities disclosures are a necessary and appropriate measure used by the SEC to foster a safer and more informed securities market*".

[47] Ad esempio nel Report del Senato del 1975, si legge "*Perhaps the most important justification for the information collection program which this bill would authorize is the need to collect and disseminate to individual investors data about institutional investment managers. Many people believe that it is not possible to make informed investment decision on a security without information related to the likely market activity and the degree of insitutional concentration in the security […] What is important is that information about the securities holdings and certain transaction of institutional managers be available to all investors - both institutional and individual – so that they can all have it, whatever its relative usefulness in making their indipendent judments. Thus, with the dissemination of data about institutional managers, an institutional disclosure program should stimulate a higher degree of confidence among all investors in the integrity of our securities markets*" (p. 82); Division of Investment Management: Frequently Asked Questions About Form 13F, Question 1. Inoltre, il Presidente Ford, all'atto della sottoscrizione del Securities Act del 1975, dichiarò*: "Public confidence is a vital ingredient if our capital markets are to continue to attract a wide variety of investors. Though large institutions have become increasingly active as owners and traders of securities, individuals still represent the backbone of the American capital system. This act provides important new safeguards which will help insure public trust in the securities markets. Among these safeguards […] (t)he act further requires periodic disclosure by institutional investors of their holdings and transactions in securities.*" (reperibile sul sito http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=4970#ixzz1GQuyvDWr). Sull'intento di garantire la fiducia nel mercato v. CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 770; OGI, *Review*, 1 ss.

fatto un uso solo sporadico di tali informazioni[48]. Inoltre, non è ben chiaro come l'informazione sui portafogli azionari possa essere utile per gli altri operatori del mercato per compiere le proprie decisioni di investimento. Se ciò deve essere inteso nel senso che si vuole consentire al potenziale azionista di conoscere la presenza dell'*institutional investment manager* nella compagine sociale di una società quotata, tale informativa sarebbe ridondante, essendo, come visto, altri gli strumenti a ciò espressamente preposti. Viceversa, se ciò dovesse significare consentire ad altri operatori del mercato di seguire le scelte di investimento operate dal grande azionista, allora si riaprirebbe il problema del *free riding* e *copycat*.

Ne deriva la necessità di approfondire in che termini la completa conoscenza del portafoglio azionario dei grandi azionisti istituzionali possa esser effettivamente *material* e condurre ad un innalzamento del livello di trasparenza del mercato azionario.

2.2. (segue) la trasparenza sul portafoglio titoli delle *Investment Companies*.

La *Section* 13(f) del *Security Exchange Act* – e la relativa *Rule* 13(f) - non è l'unica disposizione nell'ordinamento americano con cui viene imposto agli azionisti istituzionali di sottoporre a trasparenza il proprio portafoglio. Accanto a tale norma, infatti, meritano attenzione anche le disposizioni di attuazione dell'*Investment Company Act* del 1940, che stabiliscono che le *investment companies* (*mutal funds*, *close-end funds* e *unit investment trusts*) devono comunicare il proprio portafoglio titoli: *i)* ogni tre mesi alla SEC (*Rules* 30b1-5, 30b-2), che a sua volta provvederà a pubblicarlo; nonché *ii)* ogni sei mesi nei confronti dei relativi beneficiari (*Rules* 30e-1, 30e-2)[49]. In buona sostanza, accanto ai *report* che i vari fondi sono tenuti a recapitare ai propri clienti entro 60 giorni dal termine del secondo e quarto trimestre[50] (e ad inoltrare alla SEC, entro ulteriori 10 giorni, mediante il *Form* CSR[51]), viene altresì richiesto un ulteriore

[48] Lo scarso utilizzo dei dati contenuti nei *Form* 13F ai fini di monitoraggio, viene attestato in OGI, *Review*, 7, ove risulta che "*no Commission division or office had been delegated the authority to review the Form 13F filings […] no division or office conducts such a review on a systematic or ongoing basis*" e conseguentemente che "*the public may not always be obtaining accurate and complete data, or the most useful information, on Form 13F*" (p. 10). Sul punto v. anche v. CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, 781. Invece, sembrerebbe che maggiore attenzione venga prestata dalla SEC ai *Form* 13-F, in sede di *rule-making*, v. OGI, *Review*, 8.

[49] Infatti, mentre la *Section* 30(b) dell'*Investment Company Act*, stabilisce obblighi di comunicazione che ogni *registered investment compay* deve adempiere nei confronti della SEC, la *Section* 30(e) fa riferimento agli obblighi di comunicazione che la stessa ha nei confronti dei propri clienti.

[50] 17 CFR § 270.30e–1; 17 CFR § 270.30e–2 e per l'inclusione in tali *report* del portafoglio titoli v. 17 CFR 210.12-12 e ss.

[51] 17 CFR § 270.30b2–1 "*Every registered management investment company shall file a report on Form N-CSR (§§249.331 and 274.128 of this chapter) not later than 10 days after the transmission to stockholders of any report that is required to be transmitted to stockholders under §270.30e–1. (b) A registered investment company shall file with the Commission a copy of every periodic or interim report or similar communication containing financial statements that is transmitted by or on behalf of such registered investment company to any class of such company's security holders and that is not required to be filed*

obbligo di comunicazione, rivolto esclusivamente alla SEC, da adempiere entro 60 giorni dal termine del primo e terzo trimestre (mediante il *Form* N-Q)[52]. Pertanto, al pari di quanto visto in tema di *Section* 13(f), anche tutte queste informazioni sono liberamente accessibili dal pubblico mediante il sito della SEC, venendo così assoggettate ad una forma di trasparenza "forte"[53].

Si badi, tuttavia, che tra le disposizioni previste ai sensi del *Security Exchange Act* e quelle – appena sintetizzate – relative all'*Investment Company Act*, sussistono alcune differenze[54].

Innanzi tutto, le disposizioni appena analizzate si rivolgono, come visto, alle "*registered management investment companies*" - concetto molto diverso da quello di "*institutional investment management*" – ovvero, a diverse tipologie di fondi di investimento da cui, peraltro, restano esclusi gli *hedge funds*[55]. In secondo luogo, la trasparenza ha ad oggetto non il solo portafoglio *azionario* del *gestore*, ma l'intero portafoglio *titoli* del *singolo veicolo* di investimento. Infine, con specifico riguardo alla periodicità, nonostante anche tale obbligo abbia cadenza trimestrale, viene previsto un termine di dilazione più lungo di quello previsto dalla *Rule* 13(f), pari a 60 giorni (che diventano 70 per nel secondo e quarto semestre). Sotto quest'ultimo punto di vista, peraltro, anche con specifico riferimento alle *investment companies*, il ritardo è stato giustificato dalla volontà di evitare l'eccessiva esposizione a pratiche di *front running* e *copycat*, tenuto conto, altresì, del fatto che in tale ambito non viene prevista la possibilità di chiedere il *commercial confidential treatment*[56].

---

with the Commission under paragraph (a) of this section. The filing shall be made not later than 10 days after the transmission to security holders.".

[52] 17 CFR § 270.30b1-5 *"Every registered management investment company, other than a small business investment company registered on Form N–5 […], shall file a quarterly report on Form N-Q […] not more than 60 days after the close of the first and third quarters of each fiscal year*".

[53] Attualmente è pendente una proposta della SEC (SEC, *Proposed Rule: Investment Company Reporting Modernization*, reperibile al sito https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/33-9776.pdf) volta a "*increase the transparency of fund portfolios and investment practices both to the Commission and to investors*" (p. 14), in cui viene prevista la sostituzione del *Form* N-Q con il nuovo *Form* Port che dovrebbe essere compilato e inoltrato mensilmente alla Commissione, entro non oltre 30 giorni dal termine del periodo di riferimento. Tuttavia, viene previsto che le comunicazioni mensili non siano soggette a pubblicità, la quale resterebbe soltanto in relazione a quelle relative al terzo mese di ogni trimestre fiscale, in maniera non difforme da quanto già avviene. Quindi, anche là dove dovesse essere approvata tale proposta, non si avrebbe una maggiore frequenza nella diffusione del portafoglio titoli, essendo l'obbiettivo dichiarato solo quello di consentire un più efficiente monitoraggio da parte della SEC. Invece, il nuovo *Form* N-PORT, rispetto a quello attuale N-Q, prevederebbe alcune ulteriori informazioni.

[54] Per una comparazione tra i due obblighi di *disclosure* in questione v. AGARWAL-MULLALLY-TANG-YANG, *Mandatory Portfolio Disclosure, Stock Liquidity, and Mutual Fund Performance*, 2733 ss.; un cenno anche in KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 1063.

[55] NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA*.

[56] La problematica, peraltro, era ben nota alla stessa SEC, *Final Rule: Shareholder Reports and Quarterly Portfolio Disclosure*, cit. "*We have determined to adopt the proposed requirement for quarterly disclosure of portfolio holdings with a 60-day delay. We are not requiring more frequent portfolio disclosure, or a shorter delay, because we take seriously concerns that more frequent portfolio holdings disclosure and/or a shorter delay for release of this information may expand the opportunities for predatory trading practices that harm fund shareholders. However, we also do not believe that it is appropriate to modify our proposal*

Dalle differenze tra le due normative deriva altresì una chiara differenza in termini di *ratio*. Infatti, pare fuori dubbio che, a differenza di quanto sostenuto in relazione alla *Section* 13(f), la trasparenza del portafoglio titoli dei fondi di investimento americani sia stata ispirata dall'esigenza di tutelare i relativi beneficiari[57]. E, infatti, si tratta di una disciplina applicabile solo ai gestori di veicoli di investimento "pubblico" (e dunque con importanti esclusioni, quali gli *hedge funds*[58]), i quali dovranno pubblicare per ciascuno fondo l'intero portafoglio titoli senza alcuna limitazione a specifiche categorie di strumenti finanziari: superando così le critiche che sono state mosse a quanti avevano attribuito alla *Section* 13(f) la *ratio* di tutela dei clienti degli *institutional investment managers.*

Ciò premesso, tuttavia, tale giustificazione non pare da sola soddisfacente a completare il quadro degli interessi sottesi alla norma. In primo luogo, infatti, si deve ricordare come la *disclosure* rivolta ai clienti delle *investment companies* abbia una frequenza inferiore, rispetto alle comunicazioni rivolte alla SEC e rese pubbliche. In tal senso è possibile ravvisare una certa autonomia tra la divulgazione del portafoglio titoli nell'intero mercato e la comunicazione dello stesso ai singoli investitori tramite le relazioni periodiche (annuali e semestrali).

Da quanto precede, pertanto, è possibile considerare sottesa alla norma l'esigenza di tutelare anche interessi ulteriori rispetto a quelli dei singoli clienti dei fondi di investimento, e

by adopting a confidential treatment mechanism. We believe that such a mechanism is unnecessary because the 60-day delay in the quarterly disclosure will adequately protect funds from predatory trading practices. In addition, we believe that requiring quarterly portfolio disclosure, as proposed, may help to address the concerns raised by recent allegations that some mutual fund managers have selectively disclosed their portfolio holdings in order to reward large investors". La posizione della SEC sembra confermata da un recente studio di CHOI-CHHABRIA, *Effective delays in portfolio disclosure*, in 20 *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2012, 196 ss., che evidenzia come l'attuale termine dilatorio sarebbe sufficiente ad evitare i danni derivanti da pratiche di *front running* e *copycat*. In realtà, le ricerche empiriche condotte sul punto sono molteplici, e hanno raggiunto risultati anche molto diversi tra loro: vi è stato chi, ad esempio, ha ritenuto possibile accorciare il termine dilatorio a 30 senza pregiudicare la competitività degli investitori istituzionali (ELTON-GRUBER-BLAKE-KRASNY-OZELGE, *The effect of holdings data frequency on conclusions about mutual fund behavior*, in 34 *Journal of Banking and Finance*, 2010, 922); altri hanno ritenuto che persino l'attuale termine di 60 giorni sarebbe potrebbe essere dannoso per gli investitori istituzionali (FRANK-POTERBA-SHACKELFORD-SHOVEN, *Copycat funds: information disclosure regulation and the returns to active management in the mutual fund industry,* in 47 *J. Law & Econ.*, 2004, 515 ss. Per il medesimo problema in relazione alla *Section* 13(f) v. *supra,* nt. 32-33.

[57] L'intento di protezione dei risparmiatori è stato chiaramente perseguito dalla SEC, nell'ambito della riforma del 2014, v. SEC, *Shareholder Reports and Quarterly Portfolio Disclosure*, ove l'incremento della frequenza del report sul portafoglio titoli è stato giustificato alla luce di tre principali obbiettivi: *i)* fornire agli investitori informazioni utili per operare scelte di investimento consapevoli; *ii)* monitorare eventuali cambiamenti di strategia del fondo; *iii)* ridurre le pratiche di c.d. "window dressing" ossia quelle manipolazioni del portafoglio operate ridosso del periodo di riferimento in modo da mostrare al pubblico titoli conosciuti per le loro buone performance. Così nella letteratura economica, FRANK-POTERBA-SHACKELFORD-SHOVEN, *Copycat funds: information disclosure regulation and the returns to active management in the mutual fund industry,* 516; CHOI-CHHABRIA, *Effective delays in portfolio disclosure*, in 20 *Journal of Financial Regulation and Compliance,* 197.

[58] V. *infra,* § 2.3.

riferibili, più in generale, all'intero mercato dei capitali. Si ripropone, pertanto, il medesimo problema già visto per quanto riguarda la *Section* 13(f), di individuare quali essi siano in concreto.

2.3. (segue) l'opacità del portafoglio titoli degli *hedge funds*.

Un cenno merita infine di essere fatto sul profilo della trasparenza del portafoglio titoli degli *hedge funds*, sottratti, come più volte avvertito, dalla disciplina descritta nel paragrafo che precede. In realtà, il tema della trasparenza di tali veicoli di investimento è risalente nel tempo[59], ma ad una regolamentazione compiuta si è giunti, come noto, solo tramite il *Dodd-Frank Act* del 2010, all'interno del quale è stato previsto il c.d. *Private Fund Investment Advisers Registration Act*. Ai fini che qua interessano, viene in rilievo la *Section* 404, la quale ha previsto una serie di informazioni che gli *advisers* degli *hedge funds* sono tenuti a comunicare alla SEC, tra cui le attività di "*trading and investment positions"*. Ciò che a tal fine merita di essere sottolineato è che, ai sensi di menzionato provvedimento normativo, la SEC è tenuta a mantenere la totale riservatezza sulle c.d. *proprietary information*, tra cui, appunto, "*the investment or trading strategies of the investment adviser*" e i "*trading data*": si tratta, dunque, di dati che vengono comunicati alla sola SEC al fine di consentire a quest'ultima di svolgere un'attività di supervisione ed evitare che l'operatività di tali veicoli di investimento possa provocare rischi sistemici[60], ma che vengono mantenuti del tutto celati agli occhi del mercato (e anche, si badi, dei relativi clienti).

La spiegazione di tale riservatezza è stata rinvenuta, ancora una volta, nell'esigenza di tutelare la competitività dell'*hedge fund* ed evitare che pratiche di *front running* e *copycat* ne possano pregiudicare la redditività[61]. Tuttavia, di fronte a tale argomentazione vien da chiedersi perché tali operatori siano più meritevoli di tutela di altri, atteso che anche i *mutual funds* possono essere soggetti a tali pratiche e nei loro riguardi viene prevista una semplice dilazione dell'informativa.

Inoltre, resta da chiarire come possa tale disposizione coordinarsi con quella forma di trasparenza "forte" imposta ai sensi della *Section* 13(f) del *Security Exchange Act*, applicabile anche agli *hedge funds*. Resta dunque da capire se tale impianto sistematico sia il frutto di un goffo intervento normativo che, nel riconoscere l'opacità agli *hedge funds* si sia semplicemente dimenticato dell'esistenza della disposizione da ultimo citata, o piuttosto, se non sia frutto di un più complesso disegno che tenga conto di ulteriori interessi meritevoli. Invero, pare piuttosto

[59] Per una ricostruzione del dibattito sulla disciplina degli *hedge funds* v. KAAL-OESTERLE, *The History of Hedge Fund Regulation in the United States*, 2016, reperibile al sito ssrn.com/abstract=2714974; NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA.*

[60] NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA.*

[61] V. NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA*, ove ulteriori citazioni.

difficile pensare che nel momento in cui il legislatore nord americano, disciplinando gli *hedge funds*, si è premurato di garantire loro una ferrea opacità, sia stato così negligente da dimenticarsi della principale forma di *disclosure* cui gli stessi sono sottoposti.

2.4. La disciplina comunitaria e domestica in tema di *portfolio disclosure*: le Direttive UCTIES IV e AIFMD e il relativo recepimento.

La disciplina comunitaria e domestica in tema di *mandatory portfolio disclosure* risulta decisamente più arretrata rispetto a quella esistente nell'ambito dell'ordinamento statunitense. Come anticipato, infatti, non esiste una disposizione analoga a quella prevista dalla *Section* 13(f) del *Security Exchange Act* che sottoponga a trasparenza "forte" gli investimenti in *equity* dei principali operatori del mercato azionario. Tuttavia, esistono delle discipline settoriali dettate per i gestori di specifici veicoli di investimento che ricalcano le forme di trasparenza sul portafoglio titoli previste ai sensi dell'*Investment Company Act* e, come quest'ultime, sono state pensate soprattutto per tutelare i relativi investitori.

Più in particolare, la *disclosure* del portafoglio titoli viene prevista nell'ambito della Direttiva 65/2009/CE (c.d. Direttiva UCITS IV) in tema di fondi comuni di investimento aperti armonizzati (c.d. "Oicvm") e nel Regolamento delegato 231/2013 attuativo della Direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD) in tema di gestori di fondi alternativi ("Gefia"), ossia di quei veicoli di investimento collettivo che non ricadono sotto la Direttiva UCITS (c.d. "Fia", tra cui, ma non solo, *hedge funds*)[62]. Tali provvedimenti sono stati poi recepiti nell'ambito del nostro sistema tramite diverse fonti normative, ovvero il Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 ("Reg. BI 2015")[63], e il Decreto del Ministero dell'economia

[62] La Direttiva definisce i fondi alternativi come *"organismi di investimento collettivo […] che i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE"*. Per un primo commento a tale normativa v. STEFANIN-GUSTAVO, *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*, in *Diritto Bancario*, settembre 2013; SAPIENZA, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi*, ivi, giugno 2013; LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. Impr. Europa*, 2011, 604; GUFFANTI, *Hedge fund, la direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011, 1181; PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, 2011, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=1886186; FERRAN, *After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, in 12 *E.B.O.R.*, 2011, 379 e 397; MOLLERS-HARRER-KRUGER, *The Aifm directive and its regulation of hedge funds and private equity*, in 30 *J.L. & Com.*, 2011, 87 ss.; DUNCAN, CURTIN E CROSIGNANI, *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, in 6 *Capital Markets L. J.*, 2011, 326 ss. Per il recepimento in Italia RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 347 ss. In generale, sulla disciplina comunitaria in tema di risparmio gestito, MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], Oxford, 2014.

[63] La potestà regolamentare in tema di prospetti contabili viene conferita alla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 6, co. 1, lett. c. n. 3, del Tuf, ai sensi della quale "*La Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplina con*

e delle finanze del 5 marzo 2015, n. 30[64]. Ciò premesso, tenuto conto che esistono importanti differenze tra le due discipline sopra menzionate, pare preferibile analizzarle separatamente.

2.4.1. Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi Oicvm.

Partendo dai gestori di Oicvm, l'ordinamento unionista prevede che questi sono tenuti a includere il portafoglio titoli del singolo fondo, nell'ambito delle relazioni periodiche (annuali e semestrali) rivolte agli investitori (cfr. art. 69, par. 3 e 4, e lo Schema B dell'All. 1, Direttiva UCITS IV). In attuazione delle menzionate disposizioni, nel Reg. BI 2015 viene previsto che nella nota integrativa della relazione annuale sulla gestione, nonché nella nota illustrativa della relazione semestrale[65], venga riportato un elenco analitico almeno dei primi 50 strumenti finanziari (indicati in ordine decrescente di valore) e comunque tutti quelli che superano lo 0,5% del valore del patrimonio gestito.

Per quanto riguarda, invece, il profilo soggettivo della menzionata trasparenza, si deve dar conto di come anche in ambito unionista il portafoglio titoli dei fondi Oicvm viene sottoposto a una trasparenza "forte", essendo previsto che le relazioni annuali e semestrali siano: *i)* pubblicate, rispettivamente, entro quattro e due mesi (art. 68, co. 3, Direttiva UCITS IV); *ii)* trasmesse alle autorità competenti dello Stato membro di origine dell'Oicvm e su richiesta anche alle autorità competenti dello Stato membro di origine della società di gestione (art. 74); e *iii)* fornite gratuitamente agli investitori che ne facciano richiesta (art. 75, co. 3). Sul punto, peraltro, la Direttiva UCITS IV, non prevede espressamente una specifica modalità di pubblicazione (come ad es. il sito internet, indicato per altre tipologie di informazioni). Un cenno sul punto si può implicitamente trarre dal Regolamento 53/2010/UE in tema di KII ove si prevede che "*sono consentiti rimandi al sito web dell'OICVM o della società di gestione, anche alle parti di tali siti dove figurano i prospetti e le relazioni periodiche*" (art. 21)[66].

---

regolamento […] gli schemi tipo e le modalità di redazione dei prospetti contabili che le società di gestione del risparmio, le Sicav e le Sicaf redigono periodicamente".

[64] Tale provvedimento ha sostituito il precedente D.M. n. 228/1999, al fine di recepire in Italia la Direttiva AIFMD.

[65] Ai sensi degli artt. 2 e 3 del D.M. n. 30 del 2015, (dettati rispettivamente in tema di OICVM e FIA) le Sgr (per ciascun fondo gestito), le Sicav e le Sicaf, accanto ai documenti contabili previsti dalla disciplina codicistica, sono tenute a predisporre: *i)* il libro giornale; *ii)* la relazione semestrale sulla gestione; *iii)* la relazione annuale sulla gestione; *iv)* un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo dell'OICVM/FIA. Con specifico riferimento alle relazioni annuali sulla gestione il Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, prevede, poi, che siano composti da: *i)* una situazione patrimoniale; *ii)* una sezione reddituale; *iii)* una nota integrativa; e che siano accompagnati dalla relazione degli amministratori. Per quanto riguarda le relazioni semestrali, invece, si compongono di una situazione patrimoniale e sono accompagnate da una nota illustrativa. (Regolamento BI, IV.5. § 3).

[66] Si veda ad esempio quanto previsto dall'art. 81 ove si stabilisce che "*sul sito web della società di investimento o della società di gestione è pubblicata una versione aggiornata delle informazioni chiave per*

In ogni caso, nel nostro ordinamento viene in rilievo l'art. 2 del D.M. del 5 marzo 2015, n. 30 il quale espressamente prevede che le relazioni (annuali e semestrali) dei fondi armonizzati vengano messe a disposizione del pubblico nel sito internet e nella sede del gestore (art. 2, co. 2), entro il termine stabilito dalla Direttiva (quattro mesi la relazione annuale e due quella semestrale). Le medesime andranno poi inviate alla Banca d'Italia entro 10 giorni (Tit. IV – Cap. III – Sez. II – par. 4, Reg. BI 2015).

È possibile, pertanto, notare una evidente assonanza con quanto visto nell'ambito della disciplina americana ai sensi dell'*Investment Company Act* del 1940. Si tratta, infatti, di informazioni relative al portafoglio titoli (non solo azionari) che fa capo ad un singolo veicolo di investimento, destinate ad essere rese pubbliche (e sottoposte al controllo delle autorità nazionali) con una certa dilazione rispetto al periodo di riferimento. Ne pare che possa attribuirsi particolare significato alle differenze di dettaglio quali la minore frequenza della divulgazione (semestrale nel sistema interno e non trimestrale come avviene in Usa) e ai diversi termini di dilazione.

Proprio il confronto comparatistico porta a ritenere, dunque, che sottesa alla *disclosure* di tale informazione sia possibile prospettare la presenza di interessi ulteriori rispetto a quello dei clienti di tale tipologia di azionisti istituzionali.

2.4.2. Gli obblighi di comunicazione del portafoglio titoli per i gestori di fondi alternativi.

Passando, invece, alla disciplina dettata in tema di FIA[67] (tra cui, lo si ricorda, vanno ricompresi anche gli *hedge funds*), si deve anzitutto far notare come la disciplina unionista preveda una forma di trasparenza decisamente molto "debole" sotto un profilo sia oggettivo (contenuto dell'informazione e periodicità) che soggettivo (facilità di accesso all'informazione da parte del mercato).

Sotto il primo profilo, l'art. 105, lett. a) del Reg. del. 231/2013 stabilisce che nei report *annuali* - che entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, devono essere messi a disposizione degli investitori (art. 22 Direttiva AIFMD) - nella parte dedicata alla relazione sulle attività svolte, debba essere riportato *almeno* "*un quadro del portafoglio del FIA a chiusura dell'esercizio o periodo*" (art. 105, lett. a, Reg. del. 231/2013). È facile notare come, non solo si tratti di un'informazione rilasciata su base annuale, ma soprattutto non venga affatto richiesta

gli investitori" ossia le c.d. KII (*key investment information*) previste dagli artt. 78 ss. della Direttiva UCTIS e disciplinate nel dettaglio dal Regolamento (UE) N. 583/2010 (v. ATRIGNA, *Il recepimento in Italia della UCITS IV: principali novità ed impatti per i gestori – Parte II*, marzo 2012, in *DirittoBancario*, 6).

[67] Per un'analisi degli obblighi informativi previsti in tema di GEFIA v. Assogestioni, *Task force Assogestioni per l'attuazione in Italia della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, Documento consultivo, Aprile 2013, 115 ss.

l'indicazione analitica dei titoli presenti nel portafoglio del singolo FIA, ma un semplice "quadro".

Sotto il secondo profilo, invece, ai sensi dell'art. 22, par. 1 Direttiva Aifmd, viene previsto che la relazione agli investitori (in cui è contenuto il "quadro del portafoglio titoli") venga semplicemente fornita ai clienti che espressamente ne facciano richiesta e sia messa a disposizione delle Autorità competenti. Pertanto, là dove il GEIFA non ricada nell'ambito applicativo della Direttiva 2004/109/CE (c.d. Direttiva Transparency) e non sia tenuto alla pubblicazione delle relazioni finanziarie periodiche, l'accessibilità al portafoglio titoli è decisamente limitata.

Emerge quindi come il legislatore comunitario abbia maggiormente avvertito l'esigenza di tutelare la riservatezza di questa tipologia di gestori rispetto alle esigenze del mercato connesse a tale forma di trasparenza. Ciò trova esplicita conferma nel Considerando 126 del Regolamento 231/2013, il quale, in tema proprio della Relazione sulle attività stabilisce che "*non ne deve tuttavia risultare la pubblicazione di informazioni proprietarie che sia lesiva per il FIA e i relativi investitori. Pertanto, se si prevede che la pubblicazione di determinate informazioni proprietarie abbia un effetto lesivo, occorre aggregare le informazioni a un livello tale da scongiurare tale effetto, senza inserire, ad esempio, le prestazioni o i dati statistici di una data impresa di investimento o di un dato investimento che possano sfociare nella divulgazione di informazioni proprietarie del FIA*". Non si può non notare l'eco di quanti nell'ordinamento americano hanno paventato il rischio che le informazioni sul portafoglio titoli possano incentivare pratiche di *copycat* e *front running* e che, in sede di *Dodd-Frank Act*, ha portato a mantenere segrete le informazioni sulle attività di *trading* poste in essere e sulle posizioni assunte da parte degli *hedge funds*.

Sul punto è necessaria tuttavia una precisazione. La categoria dei fondi alternativi non comprende al proprio interno i soli *hedge funds* (ovvero i c.d. fia riservati), ma include una serie eterogenea di ulteriori veicoli di investimento che possono anche rivolgersi ad una clientela *retail*. Le disposizioni unioniste, infatti, non hanno avuto riguardo al veicolo di investimento, quanto piuttosto al gestore dello stesso adottando un approccio *one size fits all*. Tenuto quindi conto di come tra tali operatori vi sono anche gestori di *hedge funds* per i quali esiste un'esigenza di segretezza (fermo restando la necessità di comprenderne meglio il perché) la disciplina comunitaria non ha imposto l'obbligo di pubblicazione del portafoglio titoli, consentendo così di soddisfare esigenze di riservatezza.

Sarebbe spettato in realtà al legislatore interno cogliere l'occasione per diversificare la trasparenza a seconda che il fondo fosse riservato o meno. Tuttavia ciò non è stato, e si è stabilita una disciplina identica per tutti i Fia, a prescindere se riservati o meno. Così, dal punto di vista contenutistico, si è deciso che tutti i fondi alternativi aperti debbano includere nei prospetti

contabili (annuale e semestrale) i principali titoli detenuti in portafoglio[68], in maniera del tutto identica a quanto si è visto per i fondi Oicvm.

Dal punto di vista della diffusione dell'informativa, invece, tutti i Fia (a differenza degli Oicvm) non sono tenuti a pubblicare le proprie relazioni periodiche, ma dovranno fornirle "*gratuitamente agli investitori che ne fanno richiesta*" (art. 3, co. 2, del D.M. 5 marzo 2015, n. 30), fermo restando, in ogni caso, l'obbligo di recapitarle anche alla Banca d'Italia entro 10 giorni (Tit. IV – Cap. III – Sez. II – par. 4, Reg. BI 2015).

In tal modo, dunque, è stata generalizzata una forma di trasparenza "debole" per il portafoglio titoli di tutti i fondi alternativi, a prescindere se *hedge funds* oppure no: che da un lato, non esclude la possibilità che il mercato possa avere contezza di tale informazione; dall'altro, tuttavia, ne rende l'accesso più oneroso. Si tratta, dunque, di una soluzione parzialmente diversa rispetto a quella prospettata nel sistema Usa e anche a livello unionista che rende ancora più attuale l'esigenza di accertare gli interessi sottesi alla trasparenza e alla riservatezza di tale informazione.

3. La trasparenza sulle politiche di voto e sui voti espressi: c.d. *mandatory voting disclosure*.

Il secondo obbligo di trasparenza espressamente rivolto agli investitori istituzionali operativi nel mercato azionario ha ad oggetto la divulgazione delle strategie mediante le quali l'azionista istituzionale esercita il voto connesso alle partecipazioni gestite.

Anche con riguardo alla *voting disclosure*, è frequente l'affermazione secondo cui essa rappresenterebbe uno strumento di tutela dei beneficiari dei vari veicoli di investimento, affinché possano compiere consapevolmente le proprie decisioni di investimento (o disinvestimento). E sul punto, si deve avvisare come, ad oggi, tanto nel sistema Usa quanto in quello interno effettivamente la *voting disclosure* è uno strumento disciplinato nell'ambito delle normative settoriali previste per gli azionisti istituzionali e tendenzialmente pensate per offrire tutela ai clienti.

Al di là dei dubbi che potrebbero essere (e sono stati) nutriti sulla reale utilità di tali informazioni per i clienti dell'azionista istituzionale - soprattutto là dove piccoli risparmiatori - si deve comunque evidenziare che la possibilità di inquadrare tali forme di *disclosure* in un'ottica societaria è intuitiva, avendo queste ad oggetto il ruolo e l'orientamento assunto nell'ambito della

[68] Piuttosto è in relazione ai Fia chiusi che viene previsto che nel bilancio annuale vengano elencati i diversi strumenti finanziari con l'importante eccezione delle "partecipazioni", le quali dovranno essere indicate viceversa, nell'ambito della relazione. V. All. IV.6.2 sui fia chiusi (A.IV.94) e All. IV.6.3-bis sulle Sicaf (A.IV.165).

governance delle società partecipate dall'investitore istituzionale: ovviamente là dove quest'ultimo discrezionalmente decida[69] di esercitare il proprio potere di voto.

Ciò, peraltro, pare confermato dal fatto che in ambito unionista, già agli inizi del secolo corrente le istituzioni comunitarie hanno iniziato ad interrogarsi sull'opportunità di introdurre forme di *mandatory voting disclosure* anche nell'ambito della disciplina della società quotate, ed in tal senso è attualmente pendente una proposta di modifica della *Shareholder Right Directive* specificamente volta a imporre agli azionisti istituzionali stringenti obblighi di *disclosure* sull'impegno profuso nella *governance* degli emittenti partecipati. Tuttavia, come si vedrà, la *ratio* di tali informative risulta ancora fumosa e meritevole di chiarimenti.

Si procederà, pertanto, ad un confronto comparatistico delle discipline attualmente in vigore, per poi ripercorrere il dibattito unionista sulle tali forme di trasparenza. Anche in tal caso, pare opportuno partire dall'analisi dell'ordinamento americano che per primo ha introdotto e sperimentato la *voting disclosure*.

3.1. La disciplina americana in tema di *voting disclosure*: la *Rule* 30b1-4 ai sensi dell'*Invesment Company Act*.

3.1.1. Il contenuto della disciplina.

Il tema della *mandatory voting disclosure* è piuttosto risalente nell'ambito dell'ordinamento statunitense, ove già a partire dagli anni '70 la SEC propose in diverse occasioni di sottoporre a pubblicità l'esercizio del diritto di voto da parte di *mutual funds*[70]. Tuttavia, una esplicita previsione in tal senso fu introdotta solo nel 2003[71] a seguito dell'approvazione da parte della SEC della *Rule* 30b1-4 (ai sensi dell'*Investment Company Act* del 1940)[72], con la quale si

[69] Si deve infatti ricordare che, in generale, gli azionisti istituzionali non hanno un obbligo cogente di esercitare il diritto di voto, ancorché si ritiene che quest'ultimo rientri nei c.d. *fiduciary duties* nei confronti dei propri clienti. Sul punto v. *infra* Cap. 3, § 2.1. e nt. 22.

[70] Su tali proposte v. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1454; SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, in *New York University, Law & Economics Research Paper*, 2006, 9 ss.

[71] L'introduzione fu di poco anticipata dal pregevole lavoro di PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1419 ss., in cui lo studioso sosteneva con fermezza l'opportunità di rendere pubbliche le politiche di voto dei *mutual funds.*

[72] V. SEC, *Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Securites Act Release No. 33-88188, al sito https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm#P78_23117. Per un primo commento alla norma v. NICHOLSON, *Securities Law: Proxies Pull Mutual Funds into the Sunlight: Mandatory Disclosure of Proxy Voting Records*, in, 57, *Okla. L. Rev.*, 2004, 687 ss.; HULICK, *Proxy voting: the rules and industry reactions*, in 3 *Journal of Investment Compliance*, 2003, 31 ss.; CLARKE-MILLER, *Complying with the SEC's new proxy voting rules*, in 4 *Journal of Investment Compliance*, 2003, 22 ss.; WATT, *Proxy Voting Trends: Funds Managers in the United States of America and Australia*, in 15 *Bond Law Review*, 2003, 23 ss.; STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, in

impose alle "*registered management investment company*" (ossia *mutal funds* e *close-end funds*) di predisporre e trasmettere alla Commissione (che le rende liberamente accessibili dal proprio sito *internet*) due distinte informazioni: *i)* le *voting policies*; *ii)* i c.d. *proxy voting records*[73].

La prima si sostanzia in un documento nel quale l'azionista istituzionale è chiamato a dar conto dei principi e delle procedure mediante i quali decide se e come votare nelle assemblee societarie, in modo che il voto sia espresso nell'interesse dei propri beneficiari, evitando o gestendo eventuali conflitti di interesse. Si tratta, in buona sostanza, degli orientamenti e delle regole organizzative che il fiduciario segue nelle decisioni inerenti l'esercizio del principale potere di *voice*, volte sia a determinare il contenuto da impartire al voto, in modo da seguire una politica predeterminata, sia a sventare il rischio che l'azionista persegua interessi diversi da quelli dei clienti. Sul punto, peraltro, la SEC ha deciso di lasciare liberi gli azionisti istituzionali nel determinare il contenuto di tali orientamenti di voto e degli accorgimenti organizzativi, fermo restando l'imposizione di darne conto al mercato[74].

La seconda, invece, ha ad oggetto i c.d. *proxy voting records*, ovvero una tabella riepilogativa dei voti espressi nel corso dell'anno, ove per ciascun voto viene indicato: il nome dell'emittente; la data dell'assemblea; una breve descrizione delle materie all'ordine del giorno; la provenienza delle proposte di delibera (se dall'emittente o da altri azionisti); l'eventuale voto espresso con la precisazione se è stato a favore o contro il *management*[75].

Appare fin da subito evidente come tali informazioni consentano di comprendere l'orientamento che l'azionista istituzionale intende *astrattamente* assumere (*voting policy*) e ha in

---

Fordham J. Corp. & Fin. L., Vol. 9, 2003, 233 ss. In Italia un cenno in MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa e tit. cred*., 2015, 762.

[73] Per quanto riguarda le *voting policies* la disciplina prevede che vengano indicate nell'ambito delle c.d. *statements of additional information* ("SAIs"), una sorta di "lato B" del prospetto che i diversi fondi sono tenuti a predisporre in sede di registrazione presso la SEC (tramite i *Form* N-1A; *Form* N-2; *Form* N-3). Le SAIs sono poi rese accessibili al pubblico presso il database gestito dalla stessa Commissione. Con specifico riferimento ai *close-end management investment company*, viene poi previsto un obbligo di comunicazione annuale delle *voting policies* nell'ambito della relazione annuale ai clienti (*Form* CSR), anch'esso liberamente consultabile dal pubblico sul sito della Commissione. Per una critica sull'inserimento delle *voting policy* nelle SAIs v., STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 248. Invece, i *voting records*, vengono indicati nel *Form* N-PX il quale andrà inoltrato (entro il 31 agosto di ogni anno) alla SEC, che a sua volta provvederà alla relativa divulgazione.

[74] SEC, *Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records, by Registered Management Investment Companies*, "*We have determined not to prescribe more specific guidelines or requirements for the proxy voting policies and procedures that a fund must disclose in its SAI or Form N-CSR for closed-end funds. The intent of our proposal is to promote transparency with respect to proxy voting information, and not to mandate the content of a fund's policies or procedures. Therefore, we believe that funds should be allowed the flexibility to determine the content that would be appropriate for this disclosure*".

[75] Ai sensi della *Rule* 30b1-4 "*every registered management investment company, other than a small business investment company registered on Form N–5 […], shall file an annual report on Form N-PX […] not later than August 31 of each year, containing the registrant's proxy voting record for the most recent twelve-month period ended June 30*".

concreto assunto (*voting record*) nell'esercizio del principale potere di *governance* dei soci. Pertanto, dal confronto tra le due informazioni, è possibile altresì monitorare il rispetto in concreto delle politiche di voto statuite dal fondo. Sotto quest'ultimo profilo, peraltro, nella proposta normativa originariamente presentata dalla SEC veniva altresì previsto l'obbligo per l'investitore istituzionale di giustificare espressamente al mercato i voti espressi in contrasto con la propria *policy*, previsione che, tuttavia, non è stata riprodotta nella versione definitiva della norma[76].

3.1.2. La ratio della norma indicata dalla SEC: critica.

Al pari di quanto si è visto per la *mandatory portfolio disclosure*, anche per quanto riguarda l'obbligo di trasparenza in commento si pone il problema di correttamente identificare gli interessi sottesi alla norma.

Sul punto, pare opportuno partire da quanto affermato della SEC all'atto dell'emanazione della disposizione, da cui emerge chiaramente come la Commissione intendesse tali forme di trasparenza come funzionali alla tutela dei clienti dell'azionista istituzionali, in modo da offrire agli stessi uno strumento per monitorare, sia l'impegno profuso dall'azionista istituzionale nell'ambito delle società partecipate, sia la capacità dello stesso di gestire adeguatamente eventuali conflitti di interesse che avrebbero potuto condurre ad un esercizio del voto in contrasto con gli interessi dei beneficiari[77].

---

[76] STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 240.

[77] Cfr. SEC, *Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records*, cit., "*in spite of the substantial institutional voting power held by mutual funds, the increasing importance of the exercise of that power to fund shareholders, and the potential for conflicts of interest with respect to the exercise of fund proxy voting power, limited information is available regarding how funds vote their proxies […] Investors in mutual funds have a fundamental right to know how the fund casts proxy votes on shareholders' behalf*" e ancora "*We are adopting these amendments because we believe that requiring management investment companies to disclose their proxy policies and procedures as well as voting records will result in greater transparency for fund shareholders regarding the overall management of their investments*"; MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, 762 nt. 15. Pone l'accento sull'esigenza di scongiurare conflitti di interesse anche NICHOLSON, *Securities Law: Proxies Pull Mutual Funds into the Sunlight: Mandatory Disclosure of Proxy Voting Records*, 693 ss. Nel sistema americano, poi, il problema dei conflitti di interesse è particolarmente spiccato atteso il frequente ricorso da parte dei *mutual funds* a consulenti esterni, non solo per la gestione dei propri patrimoni (c.d. *investment advisors*) ma altresì per la determinazione e/o l'esercizio del voto da esprimere (c.d. *proxy advisors*), i quali potrebbero avere delle relazioni commerciali con l'emittente o essere latori di altri interessi nei confronti di una specifica società partecipata (PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1425; MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, 760, dove anche l'affermazione secondo cui in Italia gli investitori istituzionali farebbero raramente ricorso alla figura del proxy advisor; conforme ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Consob, Quaderni giuridici, 2013, 100). La trattazione delle problematiche connesse ai *proxy advisors* esula dai fini della presente indagine. Qui basti semplicemente ricordare come la disciplina americana, non solo chiede che, in caso di esternalizzazione del voto, venga resa nota anche la politica di voto seguite dall'*investment advisor*, ma contestualmente all'introduzione della *mandatory voting disclosure* per le *investment companies*, la SEC ha altresì introdotto la *Rule* 206(4)-6 sotto l'Advisers Act del 1940, ai sensi della quale un *investment adviser* non può esercitare il voto per delega dei propri clienti salvo *"(a) Adopt and implement written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that you vote client securities in the best interest of clients, which procedures must include how you*

In realtà, l'idea che siffatta disposizione possa in concreto essere di qualche utilità per i clienti di tali operatori è stata ampiamente criticata da quanti, già in sede di consultazione, ritennero del tutto "ingiustificati" i costi cui gli azionisti istituzionali sarebbero andanti incontro per adempiere a tale obbligo di *disclosure*, attesa la totale assenza di richieste di accesso a tali dati provenienti dai beneficiari[78]. Anche senza voler condividere l'appena menzionato giudizio di "inutilità" – il quale, all'evidenza, presuppone l'aver scartato la plausibilità anche di altre giustificazioni – è particolarmente interessante notare come, da un punto di vista pratico, i beneficiari dei *mutual funds* non abbiano mai manifestato alcun interesse alle pratiche di voto seguite dall'azionista istituzionale, né risulta che le *voting policies* abbiano in qualche modo inciso sulle scelte di investimento dei risparmiatori[79]. Ma al di là dell'effettiva difficoltà di immaginare che i beneficiari dei fondi di investimento, soprattutto se piccoli risparmiatori disinformati[80], possano avere un qualche interesse per le strategie di voto, pare ancora più remota

address material conflicts that may arise between your interests and those of your clients; (b) Disclose to clients how they may obtain information from you about how you voted with respect to their securities; and (c) Describe to clients your proxy voting policies and procedures and, upon request, furnish a copy of the policies and procedures to the requesting client.". Sulla norma, oltre agli AA. citati a nota 72, v. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 21; HULIK, *Proxy voting: the rules and industry reactions*, 31 ss.; MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, 763.

[78] Per un riepilogo delle critiche mosse in sede di consultazione v. HULICK, *Proxy voting: the rules and industry reactions*, 34; NICHOLSON, *Securities Law: Proxies Pull Mutual Funds into the Sunlight: Mandatory Disclosure of Proxy Voting Records*, 703 s.; WATT, *Proxy Voting Trends: Funds Managers in the United States of America and Australia*, 25 ss. Tra gli operatori che hanno commentato la proposta di legge, v. ad es. la lettera dell'ICI, reperibile al sito https://www.ici.org/pdf/15414.pdf. In dottrina, fortemente critico nei confronti della norma STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 235 ss. Un'analisi approfondita volta a replicare alle (all'epoca potenziali) obbiezioni alla *mandatory voting disclosure* è contenuta in PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1468 ss.

[79] ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 2015, 23 reperibile http://ssrn.com/abstract=2512303 "*I have not found any evidence that investors seeking to maximize returns pay any attention to either the policies or the votes. In particular, I cannot find any evidence that investors choose funds based on how the fund voted its proxies*".

[80] È nota, infatti, la difficoltà di immaginare che il piccolo investitore abbia le conoscenze necessarie a comprendere la vasta gamma di informazioni a cui ha accesso e, pertanto, selezionare e monitorare consapevolmente gli investimenti. Infatti, i mercati finanziari e i prodotti che in essi circolano, stanno assumendo una complessità sempre più accentuata. Ma lo stesso ordine di valutazioni può essere mosso anche nel più circoscritto mercato azionario, dove, nonostante la maggiore semplicità concettuale dei titoli azionari (almeno là dove paragonata a prodotti strutturati, quali i derivati), resta particolarmente complicato per il piccolo investitore comprendere le informazioni (finanziarie ed industriali) rilevanti per la corretta valutazione del titolo e, a maggior ragione, per le strade da percorrere a livello di *governance*. Per tali ordine di considerazioni, v. *ex multis:* KRIPKE, *The myth of informed layman*, in 28 *Bus. Law*., 1973, 631 ss., che considera la figura dell'investitore informato un «conventional myth»; HU, *Too Complex to Depict? Innovation, 'Pure Information' and the SEC Disclosure Paradigm*, in 90 *Texas L. Rev.*, 2012, 1602ss.; in Italia COTTERLI, *Sub art. 91 T.U.F*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 865; STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, 991 ss.; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 13; ID., S*istema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc*., 2011, 848; la stessa Consob ha evidenziato come sia "*necessario prendere atto che l'informativa contenuta nei prospetti informativi è divenuta nel tempo sempre più complessa e tecnica*

la possibilità che questi possano svolgere un'attività di monitoraggio[81], confrontando i singoli voti espressi da parte dell'azionista istituzionale (e riportati nei *voting records*) con la politica di voto che lo stesso ha dichiarato di perseguire e valutando l'eventuale sussistenza di un conflitto di interesse. Un simile approccio dimentica completamente il diffuso fenomeno dell'apatia razionale. Rinviando al prosieguo del lavoro ogni approfondimento sul punto[82], qui basti semplicemente osservare come, se tendenzialmente chi investe in via diretta (quindi senza il tramite di veicoli di investimento) nel mercato azionario mostra spesso un totale disinteresse alla vita della società partecipata, non si può che presumere che tale disinteresse sia ancora più accentuato là dove l'investimento azionario avvenga in via indiretta, affidando cioè le proprie ricchezze ad un operatore specializzato[83]. Piuttosto, già in sede di consultazione, numerosi operatori fecero notare come la divulgazione delle politiche di voto avrebbe potuto esporre l'azionista istituzionale alle pressioni provenienti da altri soggetti interessati allo specifico emittente, tra cui il *management* o altri *stakeholders*, potenzialmente latori di interessi (di natura sociale o politica) contrastanti con quelli dei clienti[84]. Invero, l'idea che la divulgazione di tali informazioni possa addirittura sortire l'effetto di ampliare il rischio che l'azionista istituzionale voti in contrasto con gli interessi dei beneficiari pare una preoccupazione priva di fondamento: non si capisce perché l'operatore dovrebbe privilegiare interessi di terzi (che non siano i propri) rispetto a quelli dei clienti che serve. Tuttavia, da tali osservazioni emerge chiaramente come la funzione di tale obbligo di *disclosure* risieda nel soddisfacimento di altri interessi nutriti nei confronti dell'affare sociale.

---

rispetto alle competenze e alla cultura finanziaria degli investitori al dettaglio" (Audizione del presidente, 23 marzo 2011, 10 reperibile sul sito www.consob.it).

[81] LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, in *Nordic & European Company Law*, Working Paper No. 10-16, 2011, reperibile al sito https://ssrn.com/abstract=18698182011, 126;v. STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 242 ss., che evidenzia come, in realtà, il monitoraggio sui conflitti di interesse dovrebbe essere un compito del board del fondo e, in modo particolare, degli amministratori indipendenti. Dubbi sulla capacità degli amministratori indipendenti di monitorare i voti sono stati espressi da PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1457. In Italia v. ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, a cura di Assogestioni, 2006, 47; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, 2002, 407.

[82] V. Cap. 2, § 2.1.

[83] Di ciò è consapevole lo stesso PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1474, il quale tuttavia auspicava un incremento dell'interesse nel tempo. E v. anche STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 242 secondo cui il disinteresse sarebbe totale nel caso in cui il fondo investisse solo una parte irrilevante del proprio portafoglio nel mercato azionario.

[84] Questo aspetto era stato prospettato, diversi anni prima dell'introduzione della presente disciplina, da BLACK, *Shareholder passivity reexamind*, in 89 *Mich. L. Rev*., 1990, 607.

Ed effettivamente, la stessa Sec ha espressamente dato conto di un altro scopo sotteso alla disciplina in tema di *mandatory voting disclosure*: ovvero quello di incoraggiare gli investitori istituzionali ad assumere un ruolo maggiormente attivo nell'ambito della *governance* delle società di cui sono azionisti. In altre parole, nel pensiero della SEC, la trasparenza avrebbe indotto l'azionista istituzionale a superare la propria reticenza, con conseguente beneficio, non solo dei propri clienti, ma altresì delle stesse società emittenti e dei relativi investitori[85]. La *ratio* così individuata ha, all'evidenza, natura prettamente societaria e giustifica, peraltro, la sottoposizione di tale informazione ad una forma di trasparenza "forte" e autonoma rispetto alla periodica informativa alla clientela[86]. Tuttavia, anche in tal senso, tale forma di trasparenza è stata soggetta a critiche in sede di consultazione, soprattutto da parte di coloro che hanno obbiettato che la *mandatory voting disclosure* priverebbe l'azionista istituzionale della confidenzialità necessaria per esercitare quella attività di persuasione "behind the scene", obbligandolo a fare tutto alla luce del sole ed esponendolo, altresì, a pratiche di *front running* là dove, tramite dette informative, si possano desumere le intenzioni di quest'ultimo relative all'investimento operato.

A parere di chi scrive, invero, tale obiezione non coglie nel segno, tenuto conto che le *voting policies* risultano redatte in via astratta, senza predeterminare come l'azionista istituzionale ha intenzione di comportarsi avendo riguardo allo specifico emittente. Anzi. La possibilità di avere contezza dell'atteggiamento specificamente assunto avendo riguardo al singolo emittente viene demandata ai *voting records*, e quindi ad un'informazione operata meramente a consuntivo[87]. Piuttosto, merita di essere notato come, più a monte, non è chiaro come la trasparenza possa consentire il superamento delle barriere che impediscono agli investitori istituzionali di assumere un atteggiamento attivo. Rinviando al prosieguo del presente lavoro gli approfondimenti sulle cause specifiche dell'astensionismo degli investitori istituzionali[88], qui si anticipa soltanto che tra queste non compare l'opacità. Ciò premesso, resta da valutare se la trasparenza possa fungere da antidoto alla passività in via indiretta: ossia innescando dei meccanismi che consentano di superare altri ostacoli che si frappongono all'attivismo. Sotto

[85] SEC "*requiring greater transparency of proxy voting by funds may encourage funds to become more engaged in corporate governance of issuers held in their portfolios, which may benefit all investors and not just fund shareholders*."; così anche PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1476; MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, 761.

[86] Salvo il caso dei *close-end funds* che sono tenuti a comunicare le *voting policies* nell'ambito del *Form* CSR (*Certified Shareholder Report*), nelle relazioni periodiche vengono solo indicate le modalità per reperire le politiche di voto, mentre nessuna informazione viene data in relazione ai voti espressi.

[87] V. anche le perplessità di SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 29, il quale evidenzia come l'improbabilità di effetti anticompetitivi sarebbe testimoniata dal fatto che anche prima della norma alcuni *mutual funds* volontariamente divulgavano tali dati. Tuttavia, si badi che il numero di fondi che effettivamente provvedeva a siffatta forma di pubblicità erano decisamente pochi (cfr. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*).

[88] V. *ultra* Cap. 3, § 2.

questo punto di vista, tra le righe delle argomentazioni addotte dalla SEC, sembra scorgersi l'idea che la *mandatory voting disclosure* possa incentivare l'attivismo passando per il tramite dell'attività di monitoraggio sul punto svolta da parte dei clienti dell'azionista istituzionale. In altre parole, sarebbero i clienti stessi che, supervisionando l'attività di *governance* svolta dai propri fiduciari – tramite le informazioni ottenute dalla *voting disclosure* -, farebbero pressioni sul gestore affinché corregga i propri comportamenti astensionistici.

Ad un tale ragionamento non si possono che riproporre le stesse critiche di scarsa attinenza al dato reale che si sono mosse alla prima delle argomentazioni della SEC, là dove si è constatato come risulti del tutto improbabile che i risparmiatori possano svolgere un'attività di monitoraggio e di pressione sui comportamenti tenuti dal gestore nella *governance* degli emittenti[89]. A ciò si aggiunga, peraltro, che tale ricostruzione non tiene in debita considerazione che l'impegno nella *governance* da parte dell'investitore istituzionale – essendo una strategia di investimento tendenzialmente onerosa - potrebbe non essere tra gli interessi dei beneficiari del fondo, ben potendo, gli stessi preferire strategie più economiche[90].

Pertanto, al pari di quanto visto in tema di *mandatory portfolio disclosure*, anche per quanto riguarda la *Rule* 30b1-4 resta aperto il problema di correttamente comprenderne la *ratio*[91]. Sul punto peraltro, a differenza di quanto si è visto in tema di *portfolio disclosure*, non sembra che l'esclusione degli *hedge funds* dall'ambito di applicazione della norma possa assumere una valenza sistematica, tenuto conto di come tali veicoli di investimento sfuggano, in genere, dalle competenze della Sec[92]. Piuttosto, a seguito dell'approvazione del *Dodd Frank Act* del 2010 (*Section* 951) anche gli *hedge funds* saranno tenuti a divulgare al pubblico i voti espressi in tema

[89] Tali perplessità sono state parimenti avanzate anche in relazione a discipline analoghe rispetto quella in commento (e di cui si darà conto *infra* §§ 3.3 e 3.4): JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, in *Long-term investment and the sustainable company: a stakeholder perspective*, a cura di Vitols, Vol. III, Bruxell, 2015, 29; CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, in *ZVglRWiss*, 2015, 121 ss.; 155; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, 252. Ma v. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 29 secondo il quale "*even though retail investors may not use the disclosed voting information directly, intermediaries will monitor mutual funds on the basis of this data and present their findings to retail investors in a more digestible form, which in turn will adjust their investment behavior accordingly*".

[90] Cfr. PAMITER, 1486 "*Disclosure would not necessarily cause activism*"; STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 237.

[91] Al pari della *mandatory portfolio disclosure* (v. *supra* § 2.1.2.) anche per la *mandatory voting disclosure* è stata evidenziata l'utilità per la categoria dei ricercatori accademici (PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1476). Tuttavia, è possibile anche qua rilevare il valore meramente fattuale di tale utilizzo, al quale non può essere attribuita alcuna rilevanza giuridica.

[92] Non è mancato chi ha cercato di contrastare l'introduzione della norma adducendo come la stessa avrebbe introdotto un'ingiustificata disparità di trattamento: STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, 246. Nel senso del testo SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 30.

di *say on pay*[93], ai sensi della *Section* 14A(d) del *Security Exchange Act* 1934. Tale disposizione, infatti, stabilise che "*Every institutional investment manager subject to section 13(f) shall report at least annually how it voted on any shareholder vote pursuant to subsections (a) and (b), unless such vote is otherwise required to be reported publicly by rule or regulation of the Commission.*". Tenuto conto che, come visto, le *investment companies* registrate sono già tenute a pubblicare i propri *voting records*, è soprattutto agli *hedge funds* che tale ultima disposizione sarà destinata ad applicarsi[94].

3.2. La disciplina unionista e domestica in tema di *mandatory voting disclosure*.

Una disciplina simile a quella statunitense è contenuta nell'art. 21 della Direttiva 2010/43/UE (che integra la Direttiva 65/2009/CE, c.d. UCITS IV) in tema di fondi Oicvm e nell'art. 37 del Reg. del. 231/2013 (di attuazione della Direttiva AIFMD), in relazione ai gestori di Fia. Peraltro, nell'ambito del nostro ordinamento, la prima delle menzionate disposizioni viene attuata mediante il rinvio alla seconda contenuto all'art. 34 del Reg. cong. Consob-B.I., sì da parificare completamente il trattamento normativo delle due tipologie di azionisti istituzionali sul punto[95].

---

[93] Il *say on pay* è il voto consultivo degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori esecutivi, nonché sulle *golden-parachute* innescate in caso di operazioni di M&A, da esprimere almeno una volta ogni tre anni, a cui si affianca il voto (parimenti non vincolante) sulla frequenza del *say on pay*, che gli amministratori sono tenuti a chiedere ogni 6 anni. Sulla norma cfr. THOMAS-PALMITER-COTTER, *Dodd-frank's say on pay: will it lead to a greater role for shareholders in Corporate governance?*, in 97 *Cornell L. Rev.*, 2102, 1213; HUDDLESTON, *Say on Pay in the Dodd-Frank Act: Implications of the Results in the United Kingdom*, in 11 *Wash. U. Global Stud. L. Rev*., 2011, 483; per un approccio comparatistico v. LIEDER-FISCHER, *The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative Perspective*, in *ECFR*, 2011, 377 ss.

[94] Al fine di dare attuazione a tale disposizione la SEC nel 2010 ha proposto la *Rule* 14Ad-1, in base alla quale viene chiesto agli *institutional investment managers* di compilare, oltre al *Form* 13-F, anche il *Form* N-PX, attualmente utilizzato dalle *investment companies* al fine di adempiere al proprio obbligo relativo alla *voting disclosure*. Si tratta di una disposizione che ad oggi non è stata ancora definitivamente approvata e che non è stata oggetto di particolare attenzione da parte della dottrina, sì che non è chiaro il senso attribuito da tale forma di trasparenza. Sul punto è tuttavia opportuno rilevare come, la stessa collocazione sistematica della norma, nell'ambito di un provvedimento inteso a regolamentare le società quotate, induca senz'altro a considerare tale informazione rilevante per il mercato azionario. Si tratta, infatti, di un voto particolarmente importante, il quale, pur non essendo vincolante, consente all'azionista di esprime il proprio gradimento nei confronti del *management*. v. SEC, Proposed Rule: Reporting of Proxy Votes on Executive Compensation and Other Matters, Release No. 34-63123 (Oct. 18, 2010), al sito https://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63123.pdf.

[95] Il Reg. cong. è stato modificato a partire dal 2015, al fine di allinearsi con la disciplina unionista in tema di Gefia. Prima di tale intervento normativo, il Reg. cong. disciplinava le strategie di voto all'art. 32, il quale, in maniera non dissimile da quanto previsto nelle attuali discipline unioniste, prevedeva: *"[1] Ove richiesto dalle caratteristiche del servizio di gestione prestato, le SGR e le SICAV adottano, applicano e mantengono una strategia efficace e adeguata per l'esercizio dei diritti di intervento e di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti, al fine di assicurare che tali diritti siano esercitati nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR. [2] La strategia adottata ai sensi del comma 1 definisce le procedure da seguire e le misure da adottare per: a) monitorare gli eventi societari connessi agli strumenti finanziari in portafoglio degli OICR gestiti, laddove richiesto dalle caratteristiche degli strumenti finanziari che incorporano i diritti da esercitare; b) valutare le modalità e i tempi per l'eventuale esercizio*

Si può, dunque, fin da subito notare come nel nostro sistema anche agli *hedge funds* viene imposta la *mandatory voting disclosure*.

Da un punto di vista contenutistico (profilo oggettivo) le due disposizioni unioniste sono del tutto identiche e, analogamente a quanto si è visto in Usa, impongono agli azionisti istituzionali l'obbligo di predisporre (e comunicare) "*strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto"* nell'esclusivo interesse dei beneficiari del fondo (cfr. art 21, co. 1, Direttiva 2010/43/UE e art. 37, co. 1, reg. 231/2013)[96]. Più in particolare, si specifica che da tali strategie deve emergere come il gestore si impegna a: *a)* monitorare gli eventi societari; *b)* assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del fondo comune; *c)* prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto (cfr. art. 21, co. 2 e art. 37, co. 2). Anche da

dei diritti di intervento e di voto, sulla base di un'analisi costi-benefici che consideri anche gli obiettivi e la politica di investimento dell'OICR. [3] Le SGR e le SICAV rendono disponibile ai partecipanti agli OICR una descrizione, eventualmente in forma sintetica, della strategia di cui al comma 1 e dei relativi aggiornamenti.". Su tale disposizione v. STELLA RICHTER, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli-Lener, in *Trattato dei contratti* diretto da Rescigno-Gabrielli, Milano, 2011, 792 ss.; un cenno anche in BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 206; LEGGERI, *Sub art. 40 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza* a cura di Fratini Gasparri, Torino, 2012; *Sub art. 40 T.u.f.*, in *Codice del consumo* a cura di Cuffaro, Milano, 2012, 1213. La relativa abrogazione e sostituzione con il richiamo diretto alla disposizione contenuta nel Reg. del. 231/2013/Ue è stata giustificata con l'intento di allineare gli obblighi in tema di Oicvm con quelli imposti a livello unionista in tema di Fia (nei limiti di compatibilità con la Direttiva UCITS). Pertanto, ad oggi, è venuto meno l'art. 32 come sopra indicato, ed è stato sostituto dall'art. 34 che si limita a stabilire che "*[l]e strategie adottate dai gestori per l'esercizio dei diritti di voto sono disciplinate dall'articolo 37 del Regolamento (UE) 231/2013*", e a prevedere un'esenzione per i gestori c.d. sotto soglia. Sulle modifiche al Reg. cong. v. il Documento di consultazione Consob-Banca d'Italia del giugno 2014 (reperibile al sito http://www.consob.it/main/aree/novita/consultazione_consob_bi_esiti_20150121.htm), ove a pag. 4 le Autorità spiegano che a seguito dell'introduzione della disciplina AIFMD si è posta l'esigenza di apportare modifiche al Regolamento congiunto per l' "*individuazione di un corpus unico di norme, fatte salve le dovute differenze che connotano le due tipologie di gestione di derivazione UCITS e FIA. […] La scelta di applicare ai due tipi di gestione UCITS e FIA la medesima disposizione attuativa è stata effettuata tenendo conto del fatto che le previsioni del Regolamento delegato europeo sono risultate in molteplici casi ampiamente sovrapponibili alle vigenti disposizioni domestiche relative alla gestione collettiva del risparmio di derivazione UCITS, oltre che direttamente applicabili nell'ordinamento nazionale. La codificazione delle regole è stata quindi effettuata per ciascuna materia oggetto di disciplina mediante rinvio puntuale alla omologa previsione del Regolamento delegato, direttamente applicabile nell'ordinamento nazionale, al fine di estendere le previsioni ivi previste anche ai gestori di OICVM, laddove la disciplina è risultata, come detto, sovrapponibile alla normativa UCITS e nelle fattispecie in cui le norme del Regolamento delegato, in quanto caratterizzate da un maggior grado di dettaglio, hanno assunto una veste chiarificatrice delle disposizioni più generali contenute nella Direttiva UCITS. Al contempo, si è provveduto a salvaguardare le previgenti previsioni relative a particolari profili del servizio di gestione collettiva contenute nella disciplina UCITS che non risultavano riprodotte nella normativa AIFMD. Al contrario, non sono state specificate, in quanto direttamente applicabili, le previsioni del Regolamento delegato applicabili solo alla gestione di FIA e non compatibili con la gestione di tipo UCITS.*"

[96] La disciplina comunitaria parla di "strategie" e non di "politiche" di voto. Contro quanto da alcuni sostenuto (STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 444) non sembra potersi attribuire alla differente nomenclatura una differenza di significato: in entrambi i casi, infatti, si dovranno determinare tanto le regole procedurali interne mediante le quali il gestore decide se esprimere il voto, quanto i principi e i criteri che verranno seguiti al fine di scegliere come votare.

noi, dunque, il legislatore si astiene dall'imporre specifici accorgimenti organizzativi, lasciando in tal senso l'operatore libero di scegliere le misure che meglio si adattano alla propria struttura, fermo restando l'obbligo di procedere alla relativa comunicazione.

Rispetto alla disciplina americana, tuttavia, è possibile fin da subito notare due significativi punti di distanza. In primo luogo, nelle disposizioni normative menzionate nessuna comunicazione viene imposta per i *voting records*, la cui trasparenza viene prevista solo a livello di autoregolamentazione (quindi da norme di *soft law*) ove, ai sensi dell'art. 9.3. del Protocollo di autonomia di Assogestioni si stabilisce che l'azionista istituzionale "*dà trasparenza al voto espresso e ai comportamenti tenuti nell'esercizio dei diritti di intervento e di voto ad esse spettanti, in relazione alla loro rilevanza*"[97]. In secondo luogo, oggetto della informativa non è l'intera strategia di voto, ma solo una *sintesi* della stessa, fermo restando che l'azionista istituzionale è tenuto a dar conto dei "*dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie*" là dove ciò venga espressamente richiesto dai clienti (artt., 21, co. 3, Direttiva 2010/43/UE e 37, co. 3, Reg. del. 231/2013).

Passando ora al profilo soggettivo dell'obbligo di *disclosure* in commento, la debolezza della trasparenza comunitaria – a differenza di quanto avviene oltreoceano – deriva dall'esplicita indicazione dei destinatari dell'informativa in parola, espressamente individuati negli "investitori" del fondo e, pertanto, senza che ricada sugli azionisti istituzionali alcun obbligo di pubblicazione. Ciò premesso, esiste poi una differenza tra le due disposizioni unioniste. In particolare, mentre in caso di Oicvm i beneficiari sembrano aver diritto alla *sintesi* della strategia di voto anche senza avanzare un'esplicita istanza in tal senso - necessaria soltanto per accedere ai *dettagli* della stessa (art. 21, co. 3 Direttiva 2010/43/UE) -, in caso di FIA, invece, si prevede che l'accesso anche all'informazione riassuntiva verrà consentito là dove sia stato espressamente richiesto dal cliente[98]. In tal senso, dunque, si potrebbe ritenere che l'estensione operata dal nostro diritto interno (art. 34 Reg. cong. Consob-B.I.) della minore trasparenza prevista per i Gefia anche ai gestori di Oicvm sia contraria al disposto unionista.

In ogni caso, ad avviso di chi scrive, il riferimento ai clienti degli azionisti istituzionali non deve essere eccessivamente sopravvalutato, non sussistendo alcun vincolo di riservatezza

[97] Una disposizione analoga era contenuta anche nell'ormai abrogato Codice Deontologico di Assogestioni, vincolante per gli associati, ove si prevedeva: da un lato, che "*al voto espresso dalla società di gestione deve essere data la massima trasparenza*"; e dall'altro che "*dei comportamenti tenuti in assemblea, in relazione alla loro rilevanza, viene informata la clientela nella relazione al rendiconto annuale o in altra forma*" (art. 8). Il Protocollo di Assogestioni, invece, non è vincolante neanche per gli associati, ai quali viene però applicato il principio del *comply or explain*. Sulle disposizioni autoregolamentari v. STELLA RICHTER, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 808; MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. eco.*, 2011, 75 ss.; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 208; ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, 81.

[98] Per quanto riguarda, invece le misure di attuazione della strategia di voto, entrambe le norme comunitarie prevedono la possibilità di subordinare la *disclosure* al cliente ad una previa domanda dello stesso.

sulle menzionate informazioni. Piuttosto, dagli stessi testi normativi è possibile trarre qualche apertura verso forme di trasparenza più incisive. Così, nel Considerando 16 della Direttiva 2010/43/UE si legge la necessità che "*le informazioni relative alla strategia e alla sua applicazione siano messe gratuitamente a disposizione degli investitori, anche tramite un sito web*", sì da renderle pubbliche. Considerazioni simili possono poi essere effettuate anche per quanto riguarda i gestori di FIA, tenuto conto che ai sensi dell'art. 36 del Reg. del. 231/2013 viene previsto che le comunicazioni agli investitori sui conflitti di interesse, possano essere effettuate "*su un supporto durevole o tramite sito Internet*". Non si vede per quale motivo la stessa tecnica non possa essere applicata anche all'informazione relativa alle strategie di voto, tenuto conto che anche queste ultime sono volte a garantire che la *voice* sia esercitata ad esclusivo beneficio dei clienti. Nonostante, dunque, il legislatore unionista non imponga un obbligo giuridico di procedere alla pubblicazione sul sito gestore, questa è comunque una modalità di *disclosure* "consigliata".

Sembrerebbe, dunque, che l'esplicita menzione dei clienti quali destinatari delle informative in questione derivi dalla visuale limitata che il legislatore ha assunto nel prevedere gli obblighi di *disclosure* in parola, considerati funzionali a combattere eventuali conflitti di interesse che possano contaminare il voto esercitato dall'azionista istituzionali, ma senza tener conto del pregio che le stesse hanno anche a livello societario. Piuttosto, è ancora a livello autoregolamentare che emerge l'importanza che le politiche di voto ricoprono anche al di fuori del rapporto fiduciario tra gestore e cliente. Così, ad esempio, nelle Linee Guida elaborate da Assogestioni per la predisposizione delle strategie di voto si evidenzia – invero in maniera piuttosto generale - come le stesse siano volte a stimolare il "*c.d. shareholders activism, nell'interesse tanto dei partecipanti agli OICR, quanto dell'efficienza del mercato dei capitali*". Ancora più chiaro, poi, è il recente Codice di *Stewardship* italiano[99], i cui principi sono espressamente volti a "*stimolare il confronto e la collaborazione tra le Società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono*" e, a tal proposito viene raccomandato agli azionisti istituzionali di adottare: "*una politica documentata, a disposizione del pubblico, che illustri la*

[99] Il Codice di Stewardship italiano è stato approvato per la prima volta nel 2013 da Assogestioni e poi integrato nel 2015 e contente sei principi volti a guidare gli azionisti istituzionali nell'esercizio dei diritti amministrativi (tra cui il voto) nell'ambito delle società quotate detenute in portafoglio. Si tratta di un'iniziativa che traduce il Code for External Governance dell'EFMA (v. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc*., 2015, 961) che a sua volta è molto simile al Codice di Stewardship inglese, emanato per la prima volta nel 2010 e poi emendato nel 2012: CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 150; sul codice di autodisciplina inglese v. anche CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, Draft Febbraio 2016, 8 ss., reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2731241; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc*., 2013, 950 ss.; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 125; CHEFFINS, *The stewardship code's Achille's Heel*, in *Modern L. Rev.*, 2010, 1004 ss.

strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti." (Principio 1); nonché "*una politica sulla divulgazione delle informazioni in materia di governance esterna agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti*" (Principio 6). Ritorna, dunque, l'idea, già prospettata dalla Sec, secondo cui le *voting strategies* sarebbero uno strumento funzionale ad incentivare lo *shareholder activism*, soprattutto sottoponendole ad una trasparenza "forte", senza tuttavia che sia chiaro come un simile risultato possa essere raggiunto. Peraltro, nello stesso Codice si legge che "*[l]a trasparenza è un elemento essenziale per l'efficacia della governance esterna"* precisando però che gli azionisti istituzionali "*non dovrebbero divulgare informazioni potenzialmente controproducenti. In determinate situazioni specifiche, infatti, anche la riservatezza può essere cruciale per il conseguimento di un risultato positivo*".

Emerge, dunque, anche in relazione alla *voting disclosure* – al pari di quanto si visto sulla *portfolio disclosure* – la presenza di una contrapposizione tra esigenze di trasparenza e riservatezza che merita di essere approfondita.

In conclusione, nell'attuale scenario interno in punto di *voting disclosure*, è possibile notare che se da un lato, a livello di *hard law*, l'accento viene posto sul rapporto interno tra gestore e cliente, dall'altro lato, a livello di *soft law* tali politiche e la relativa trasparenza viene inquadrata a livello societario. Ciò che, invero, stupisce è che nel momento in cui il legislatore si è premurato di inserire una normativa cogente in tema di trasparenza sulle *voting strategies* già da tempo nelle istituzioni comunitarie si era programmato di intervenire direttamente nel diritto societario al fine di imporre una *mandatory voting disclosure* in capo agli azionisti istituzionali. Giova a questo punto ripercorrere brevemente le diverse tappe del menzionato dibattito, culminato con la predisposizione della già più volte menzionata proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*, e dar conto dei contenuti della stessa anche al fine di valutare la presenza di ulteriori indizi circa lo scopo di tale forma di trasparenza.

3.3. Il dibattito europeo sulla *mandatory voting disclosure*.

3.3.1. Gli esordi del dibattito: l'Action Plan del 2003.

La prima occasione in cui in ambito unionista si iniziò a proporre l'introduzione della trasparenza sulle politiche di voto degli azionisti istituzionali fu all'interno dell'*Action Plan* del 2003 per "modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea"[100] ("*Action Plan* 2003"). Si tratta, come noto, di un documento programmatico con cui

[100] Comunicazione della Commissione al Parlamento, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, Bruxelles, 21.5.2003, COM(2003) 284 (http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52003DC0284&from=IT.) Su tale documento cfr. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory*

la Commissione pianificava gli interventi necessari per migliorare il diritto societario, in accoglimento di alcune raccomandazioni espresse dall'*High Level Group of Company Law Experts*[101] ("HLG"). Ai fini del presente studio, ciò che interessa è la previsione di introdurre un obbligo per tutti gli azionisti istituzionali[102] di "*a) informare sulla loro politica in materia di investimenti e sulla loro politica in materia di esercizio dei diritti di voto nelle società nelle quali investono; b) informare i loro beneficiari, su loro richiesta, di come tali diritti sono stati utilizzati in un caso particolare*" (cfr. par. 3.3.1.).

Nessun dubbio, pertanto, che nell'ottica della Commissione Europea tale forma di trasparenza fosse volta, in via principale, al raggiungimento di obbiettivi di natura societaria e connessi al mercato azionario[103].

Più nello specifico, l'*Action Plan* 2003 sembra esser stato profondamente condizionato dalla disciplina che in quello stesso anno veniva introdotta in Usa[104], la cui influenza emerge chiaramente là dove si specificava che la *mandatory voting disclosure* sarebbe stata, non solo uno strumento volto a "*rafforzare il governo interno degli stessi investitori istituzionali*" ma altresì un modo per incentivare "*la partecipazione degli investitori istituzionali all'attività delle società nelle quali investono*". Nel pensiero della Commissione, dunque, il maggior attivismo sarebbe stato innescato da quegli stessi meccanismi descritti dalla SEC - ovvero mediante l'attività di

Disclosure the Way Forward; MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Paper n. 378, 2009, 49.

[101] V. Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in europe, Buxell, 4 novembre 2002, (di seguito "HLG Report 2002") reperibile al sito http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf.

[102] La previsione era rivolta alla categoria generale degli "investitori istituzionali" senza circoscrivere l'ambito di applicazione a specifiche tipologie operatori. Nonostante l'indeterminatezza della nozione abbia suscitato alcune perplessità, sembra chiaro che l'intento fosse quello di stabilire un obbligo rivolto a tutti gli azionisti istituzionali in modo da evitare ingiustificate differenze di trattamento: v. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 30.

[103] Sull'orientamento societarista dell'iniziativa comunitaria v. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 217; ID., *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 127; *contra*, SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 38 il quale, basandosi soprattutto sull'HLG Report 2002, ritiene che anche l'iniziativa europea, al pari di quella statunitense, sia stata volta a scongiurare i conflitti di interesse tra investitore istituzionale e relativi beneficiari (p. 36).

[104] Per un confronto tra la disciplina americana e l'*Action Plan* del 2003 v. l'approfondita a analisi di SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 1 ss.

monitoraggio esercitata da parte dei clienti dell'azionista istituzionale[105] - della cui inefficienza si è già dato conto[106].

Peraltro, in questa fase del dibattito, la *mandatory voting disclosure* restò solo nell'ambito della programmazione contenuta nel Piano di Azione del 2003, senza tradursi in alcuna iniziativa normativa della Commissione. Probabilmente, i tempi non erano ancora maturi per l'introduzione di una forma di trasparenza così incisiva per gli investitori istituzionali. Ciò sembrerebbe dimostrato anche dalle forti critiche che furono formulate dagli operatori del mercato: tanto in sede di commento all'*Action Plan* 2003[107], quanto nella successiva consultazione del 2005[108] (volta a rivalutare la graduatoria della priorità poste nel Piano d'Azione). In tali occasioni, nonostante non sia mancato chi ritenne che un simile strumento "*would […] incite institutional investors to exercise their voting rights responsibly*", la maggioranza dei commentatori, condividendo le critiche sopra esposte, manifestarono forti dubbi sull'effettiva idoneità di tale trasparenza a fungere da impulso all'attivismo degli azionisti istituzionali. Ma accanto a tale considerazione, molteplici furono le remore avanzate: alcune analoghe (se non identiche) a quelle già prospettate dagli operatori americani; altre nuove[109].

---

[105] L'influenza delle riflessioni nordamericane emerge ancora più chiaramente dall'HLG Report 2002, 56 ove si legge "*The Group believes institutional investors have an important role to play in the governance of companies in which they invest. But there are also governance issues relating to the institutional investors themselves. […] There are concerns about the potential for conflicts of interests of those who manage the investments on behalf beneficiaries, both in terms of their relationships with the companies they invest in and in terms of their internal reward schemes. This potential for conflicts of interests justifies, as a matter of good governance of institutional investors, their beneficiaries being entitled to know what their policies are with respect to investment and the exercise of rights attached to their investments. Beneficiaries are also entitled to demand to see the voting records showing how these rights have been used in a particular case*." e nota 17 con il rinvio alla proposta normativa della SEC. Si può notare come, in tale documento è ancora forte l'idea che *la mandatory voting disclosure* attenga principalmente al rapporto fiduciario che si instaura tra cliente e gestore, in cui il primo deve essere messo nelle condizioni di monitorare il secondo e sollecitarlo ad occuparsi dei profili di *governance* delle società partecipate.

[106] V. *supra* § 3.1.2. Ma per l'impostazione qui criticata v. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 38 secondo il quale "*investment managers being aware of their voting behavior's visibility will most likely make their voting decisions more deliberately*".

[107] V. Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003, 15 novembre 2003 (reperibile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf).

[108] Il documento di consultazione (*Consultation on future priorities for the action plan on modernising company law and enhancing corporate governance in the european union*) è reperibile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/consultation_en.pdf., mentre il Report finale contenente i risultati della consultazione è pubblicato al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/consultation/final_report_en.pdf.

[109] L'impreparazione del mercato europeo ad affrontare la *mandatory voting disclosure*, emerge poi là dove si consideri che vi è stato chi ha prospettato le forti difficoltà che gli azionisti istituzionali andrebbero incontro nella fase di *predisposizione* di una politica di voto, la quale avrebbe dovuto tener conto di una serie di fattori non facilmente preventivabile. Non si può non notare come ciò dimostri che l'adozione di tali politiche non era prassi diffusa tra gli azionisti istituzionali del decennio. Sul punto, peraltro, non sembra centrata la critica di SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 39 là dove ritiene "*To mandate the adoption of voting policies which are to be*

Si è, ad esempio, ritenuta ingiustificata la differenza di trattamento che si verrebbe a creare tra azionisti istituzionali e azionisti comuni[110], imponendo solo ai primi la trasparenza sui voti; ancora, è stata prospettata una potenziale distorsione concorrenziale tra azionisti istituzionali comunitari ed extracomunitari (quest'ultimi non sottoposti a tale forma *disclosure*)[111]; infine, è stata criticata (anche tra i sostenitori della *mandatory voting disclosure*) l'imposizione vincolante e indifferenziata della trasparenza, ritenendo all'uopo più opportuno inserire la stessa nell'ambito di codici di *soft law*.

3.3.2. L'evoluzione successiva del dibattito: la settorializzazione della mandatory voting disclosure.

Nonostante l'iniziativa di ampio respiro prevista nell'*Action Plan* 2003 non abbia condotto all'introduzione di alcuna norma cogente, il dibattito sulla trasparenza degli azionisti istituzionali non fu abbandonato, ma iniziò a settorializzarsi, focalizzandosi su veicoli di investimento specifici e, in particolare, sugli *hedge funds*[112]. Nei confronti di questi fu rivolta una

disclosed does not mean that the institutional investors will be held liable merely because they deviate from those policies in a concrete case. Rather, they are urged to be able to explain this deviation, which will have a positive disciplinary effect to the extent that they will be less able to deviate in their voting behavior from their beneficiaries interests.". L'obbiezione mossa, infatti, non riguarda tanto la difficoltà di rispettare la politica, quanto la difficoltà, a monte, della relativa predisposizione.

[110] *Contra*, SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 40, che giustifica tuttavia tale disparità di trattamento alla luce dell'esigenza di tutelare i clienti dell'azionista istituzionale rispetto alla possibilità che questo utilizzi la *voice* al fine di fare propri interessi personali. Così come formulata, tuttavia, la critica non pare condivisibile, ribadendo la difficoltà di immaginare che i clienti facciano uso di tale informazione al fine esercitare un'attività di *monitoring* sul proprio fiduciario.

[111] Contro tale rischio v. SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, 39 ove l'evidenza di come molti investitori istituzionali comunitari già pubblicassero volontariamente tali informazioni.

[112] Oltre agli *hedge funds*, un'altra tipologia di operatori che ha suscitato particolare preoccupazione è stata quella dei fondi sovrani (c.d. *Sovereign Wealth Funds*), ossia di quei veicoli di investimento variamente strutturati (in forma contrattuale o societaria o trust) istituiti da Stati sovrani affinché investano nei mercati finanziari (anche) esteri, risorse pubbliche di varia provenienza. In realtà, la maggior parte delle diffidenze maturate nei confronti dei SWFs è connessa alla volontà di evitare che settori strategici per uno Stato (quali la difesa, le comunicazioni, la produzione energetica ecc.) possano essere controllati da parte di altri Stati per il tramite di tali veicoli di investimento. Soprattutto al fine di evitare che dalle menzionate preoccupazioni potessero derivare reazioni protezionistiche da parte degli Stati Membri, a livello unionista fu prospettata l'opportunità di sottoporli a forme più penetranti di trasparenza (v. Commissione Europea, Comunicazione della commissione al consiglio, al parlamento europeo, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Un approccio comune europeo ai fondi sovrani*, Bruxelles, 27.2.2008 COM(2008) 115). Invero, nessuna disposizione cogente è stata presa, tuttavia a livello internazionale è stato approvato un codice di *soft law* (i c.d. Principi di Santiago) ove, tra il resto, viene raccomandata la trasparenza sul "general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights" (GAP 21). Sul fenomeno dei fondi sovrani la letteratura è sconfinata: cfr. *ex multis*, MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*; BASSAN, *Una regolazione per i fondi sovrani*, in *Mercato concorrenza e regole*, 2009, 103 ss.; GUACCERO-PAN-CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, 1359; ALVARO-CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolamentazione degli investimenti nei settori strategici*, Discussion Paper Consob n.3, luglio 2012, 8;

specifica Risoluzione del Parlamento Europeo (23 settembre 2008)[113], con cui si sollecitava la Commissione a presentare delle proposte normative volte ad introdurre uno standard di trasparenza più elevato, là dove si fosse considerato opportuno "*differenziare tra fondi speculativi […] e altri investitori*". Peraltro, è interessante notare come il *focus* di tale documento fosse non tanto sui rischi sistemici di cui i fondi speculativi possono essere latori (problema questo che all'indomani dello scoppio delle crisi finanziaria era particolarmente sentito), quanto piuttosto sul ruolo di *governance* che gli stessi sono in grado di assumere. Rinviando al prosieguo gli approfondimenti sul punto[114], è noto a tutti, infatti, che sono proprio gli *hedge funds* gli azionisti istituzionali ad aver dato prova di uno spiccato attivismo. Così la Risoluzione evidenzia come "*la trasparenza ha diversi aspetti, come ad esempio […] nei confronti delle società di cui acquisiscono o possiedono azioni*" e che "*uno dei principali problemi in materia di trasparenza risiede nel rapporto tra un fondo speculativo […] da un lato e le società di cui acquisisce o possiede azioni dall'altro*" (Considerando H). Si capisce, dunque, che tale documento, se al pari dell'Action Plan 2003 inquadrava la trasparenza nell'ambito del diritto delle società quotate, dall'altro abbandonava l'idea secondo cui la *disclosure* fosse un semplice *incentivo* all'attivismo degli azionisti istituzionali (non necessario per tali operatori), quanto piuttosto presupponeva che questi fossero già attivisti.

In quest'ottica, dunque, la Risoluzione auspicava l'introduzione di tre distinte forme di trasparenza. In primo luogo, veniva sostenuta l'opportunità di ridurre per gli *hedge funds* la soglia di possesso azionario che, ai sensi della Direttiva Transparency, fa scattare l'obbligo degli azionisti di comunicare agli emittenti e al mercato le partecipazioni rilevanti detenute[115]. In secondo luogo, si ritenne opportuno introdurre un obbligo per "*i fondi speculativi […], nella misura in cui tali categorie di investitori possono essere differenziate dalle altre, [di] notificare e illustrare, nei confronti delle società di cui acquisiscono o possiedono azioni […] la loro*

ROZANOV, *Who holds the wealth of nations*, in *Central Banking Journal*, 2005, 52-57; GILSON-MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in 60 *Stanford L. Rev.*, 2008, 1345; ROSE, *Sovereign investing and corporate Governance: evidence and policy*, in *Fordham J. Corp. & Fin.*, 2013, 914.

[113] Risoluzione del parlamento europeo del 23 settembre 2008 recante raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali (2007/2239(INI)). A tale atto si affiancava un'altra Risoluzione del Parlamento del 23 settembre 2008 recante raccomandazioni per una regolamentazione dei fondi *hedge* e dei fondi di *private equity* (2007/2238(INI)). Si tratta queste di iniziative assunte nell'ambito del generale dibattito, anche internazionale, sullo specifico tema dei fondi speculativi e, più in generale, di fondi alternativi. V. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], Oxford, 2014, 276.

[114] V. *infra*, Cap. 3, § 4.

[115] Nel documento veniva chiesto di ridurre la soglia del 5% prevista ai sensi dell'art. 13 della direttiva 2004/109/CE al 3% per gli *hedge funds*. Di tale obbligo di trasparenza rivolto a tutti gli azionisti (tanto istituzionali quanto comuni) si tratterà diffusamente nel successivo Capitolo. Si badi, peraltro, che in controtendenza rispetto a quanto prospettato in tale documento, il nostro legislatore attualmente prevede per tali operatori (al pari di ogni azionista istituzionale) una soglia di rilevanza più alta rispetto a quella prevista per gli azionisti comuni. Sul punto v. *infra* Cap. 3, §§ 3.1. e 5.4.

politica in materia di investimenti e i rischi associati", al fine, sembrerebbe, di mettere l'emittente nelle condizioni di conoscere le intenzioni dell'azionista istituzionale connesse all'investimento effettuato. Infine, con specifico riferimento ai fondi speculativi, si ribadì l'esigenza dell'introduzione della *mandatory voting disclosure*.

Ciò premesso, si deve comunque notare come l'impronta fortemente societaria della Risoluzione in tema di *hedge funds* venne abbandonata già nell'ambito della Consultazione lanciata nello stesso anno da parte della Commissione. In tale occasione, infatti, riemerge lampante la visione "tradizionale" che considera la trasparenza degli *hedge funds* come una forma di tutela dei relativi clienti in modo che siano posti nelle condizioni di assumere decisioni di investimento consapevoli[116].

3.3.3. Le ulteriori iniziative comunitarie: i Libri Verdi sul governo societario e il nuovo Action Plan del 2012.

Contestualmente alla prima introduzione della *mandatory voting disclosure* nella disciplina per i gestori UCITS, le istituzioni comunitarie presero nuovamente in considerazione l'opportunità di inserire tale trasparenza in ambito societario, estendendola a tutti gli azionisti istituzionali.

Il riferimento va, in primo luogo, agli studi condotti in due distinti Libri Verdi con i quali venivano individuate e sottoposte a consultazione alcune misure in materia di *corporate governance* tra cui, appunto, la trasparenza sulle politiche di voto e sui voti espressi da parte degli azionisti istituzionali: il primo Libro, del 2010, in tema de "il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione" ("Libro Verde 2010"); il secondo, del 2011, su "il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario" ("Libro Verde 2011")[117].

---

[116] Cfr. Commissione Europea, *Working document of the commission services (dg internal market) Consultation paper on hedge fund*, 2008, p. 8, (reperibile al sito: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation_paper_en.pdf) ove in punto di trasparenza si evidenzia "*that hedge funds do not always provide sufficient information on a precontractual and ongoing basis to allow investors to assess the risks of their investments*", mentre resta del tutto ignorata l'utilità di tali informazioni per le società partecipate. V. anche Europan Commission, *working document of the commission services (dg internal market, - feedback statement - summary of responses to hedge fund consultation paper*, 12 marzo 2009, reperibile al sito: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/feedback_statement_en.pdf.

[117] Commissione Europea, Libro Verde, *il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, Bruxelles, 2.6.2010, COM(2010) 284 definitivo reperibile al sito: http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2010)0284_/com_com(2010)0284_it.pdf.; Commissione Europea, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Bruxelles, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitivo, reperibile al sito: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_it.pdf. Su tali documenti v. ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, 8 s.; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 218; JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, in *Long-term investment and the sustainable company: a stakeholder perspective*, 25. In realtà, solo nel primo, più settoriale,

Accanto a tali consultazioni, l'introduzione di tale forma di trasparenza fu altresì raccomandata nell'ambito dello studio condotto (sempre nel 2011) dal Gruppo di Riflessione sul futuro del diritto societario comunitario, il quale, tra il resto, espressamente stabilì che *"Institutional shareholders - or the asset managers that act for them - should explain their voting policies indicating whether or not they will adopt a long term engagement with the investee companies"*[118].

Dalla lettura dei menzionati documenti emerge non solo una maggiore condivisione da parte dell'opinione pubblica in merito all'opportunità di gettare trasparenza sulle politiche di voto degli azionisti istituzionali[119] ma altresì come quest'ultima iniziò ad esser vista come una misura polivalente: volta non solo ad incoraggiarne l'intervento nelle società partecipate ma altresì a combattere lo *shortermism* e a consentire un miglior dialogo tra investitore istituzionale ed emittente.

Alla luce delle risultanze dei documenti sopra richiamati, l'introduzione normativa della *mandatory voting disclosure* in capo a tutti gli azionisti istituzionali fu riprogrammata nel nuovo *Action Plan* del 2012 sul diritto europeo delle società e governo societario ("*Action Plan* 2012")[120], tra i cui obbiettivi compare, accanto al maggior coinvolgimento degli azionisti, anche

documento la divulgazione delle politiche di voto veniva sottoposta a consultazione, chiedendo se questa potesse essere considerata uno strumento utile al fine di "*motivare gli azionisti a impegnarsi in un dialogo con l'istituto finanziario e a controllare le decisioni adottate dai dirigenti, e per indurli a tener conto della sostenibilità a lungo termine dell'istituto finanziario*" (p.17). Tuttavia, nello stesso Libro Verde 2010 veniva spesso affermato che le misure di governo societario individuate per gli istituti finanziari potessero essere estendibili a tutte le società quotate. A ciò si aggiunga che, la *voting disclosure*, pur non essendo espressamente indicata nel Libro Verde 2011, compariva nei risultati della consultazione, ove alcuni commentatori la individuarono come una misura utile per il miglioramento della governance degli emittenti.

[118] Commissione Europea, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5 Aprile 2011, 49 reperibile al sito internet http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.

[119] Cfr. Commissione Europea, *Feedback Statement Summary of Responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions*, p. 16, Brussels, 2010, 16 (reperibile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf) *The vast majority of respondents that provided an answer to this question are in favour of mandatory disclosure of voting policies and records by institutional investors. They consider that such disclosure would have a positive impact on the awareness of investors, optimise investment decision of ultimate investors, facilitate issuers' dialogue with investors and encourage shareholder engagement*"; Commissione Europea, *Feedback statement summary of responses to the commission green paper on the eu corporate governance framework*, Brussels, 15 November 2011, D(2011), 13 (reperibile al sito http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.).
Peraltro, non mancarono, ancora una volta, coloro che ritennero tuttavia siffatta trasparenza come un potenziale violazione del principio di parità di trattamento e valutarono più opportuno introdurre un'adesione volontaria: BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 218.

[120] Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Strasburgo, 12.12.2012, COM(2012) 740, reperibile al sito http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/IT/1-2012-740-IT-F1-1.Pdf.

quello di rafforzare la trasparenza del mercato azionario, mediante l'imposizione di obblighi di *disclosure*, non solo alle stesse società quotate, ma anche agli investitori istituzionali i quali "*dovrebbero essere più trasparenti circa le loro politiche di voto in modo da consentire un più proficuo dialogo sulle questioni di governo societario*".

Sul punto, con l'*Action Plan* 2012 la Commissione pianificò lo sviluppo di una proposta normativa entro il 2013 eventualmente anche mediante l'inserimento della *voting disclosure* nell'ambito della Direttiva 36/2007/UE in tema di diritti degli azionisti di società quotate (c.d. "Shareholders Right Directive")[121]. Può sembrare curioso il fatto che venisse prospettata l'introduzione di un *obbligo* per gli investitori istituzionali, nell'ambito di un provvedimento normativo volto, viceversa, a disciplinare i *diritti* dei azionisti. Tuttavia, ciò sembra assume maggiore coerenza, là dove si consideri la premessa da cui parte la Commissione, ossia che tale forma di trasparenza, incentivando l'attivismo degli investitori istituzionali e sviluppando un proficuo dialogo con il *management*, andrebbe indirettamente a vantaggio anche di tutti gli altri azionisti e rappresenterebbe un'informazione utile per tutto il mercato azionario[122-123].

Anche tale documento, tuttavia, non spiega come la divulgazione delle politiche di voto possa agevolare l'attivismo, il quale, all'evidenza, si pone come presupposto per l'instaurazione di un confronto diretto con l'emittente.

3.4. La proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*: l'introduzione della *disclosure* sull'*engagement policy*.

3.4.1. Profilo oggettivo e soggettivo della disclosure *proposta*.

Al termine del lungo dibattito sulla trasparenza degli azionisti istituzionali, si colloca la proposta di Direttiva presentata dalla Commissione il 9 aprile 2014[124] (modificata nel luglio 2015

[121] Su tale proposta vedi l'interessante analisi di BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*.

[122] Si deve notare come nell'ambito della ricostruzione normativa sul tema, nel documento non si fa riferimento agli attuali obblighi imposti dalla Direttiva 2010, ma ci si limita ad indicare gli obblighi, completamente diversi contenuti nella Direttiva 65/2009/UE. Sembrerebbe che i redattori dell'*Action Plan* 2012 ignorassero l'esistenza, quindi, di un obbligo in tal senso, ancorché originariamente pensato per esser rivolto ai soli clienti.

[123] Nell'*Action Plan* 2012 si legge "*La divulgazione di tali informazioni potrebbe avere un impatto positivo sulla consapevolezza degli investitori, consentire agli investitori ultimi di ottimizzare le decisioni di investimento, facilitare il dialogo tra gli investitori e le società, promuovere l'impegno degli azionisti e rafforzare l'obbligo delle società di rendere conto alla società civile. Inoltre, tali informazioni potrebbero essere utili per gli investitori prima di concludere un contratto di gestione del portafoglio o per i beneficiari degli investitori istituzionali che agiscono per conto o a vantaggio di altri. Alla luce del suo obiettivo generale di coinvolgere gli azionisti, la Commissione ritiene che questa sia la misura da adottare*".

[124] Commissione Europea, Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, Bruxelles, 9.4.2014 COM(2014) 213 final 2014/0121 (COD). Sulla proposta di direttiva, anche per profili

e in attesa della eventuale approvazione)[125] la quale, in applicazione della programmazione dell'*Action Plan* 2012, propone una revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti, tra cui, ai fini che qua interessano, l'inserimento di un intero Capo (I-*ter*) dedicato espressamente alla "trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto". Tralasciando il profilo relativo ai consulenti di voto che esula dai fini del presente lavoro[126], si tratta, in buona sostanza, di tre norme (artt. 3-*septies* e 3-*octies* e 3-*novies*) rivolte a categorie estremamente diversificate di investitori professionali, i quali vengono distinti in: "investitori istituzionali" (fondi pensione e imprese assicurative operative nel ramo vita)[127] e "gestori di attivi" (gestori UCITS, GEFIA e imprese di investimento ai sensi della Direttiva 2014/65/UE, c.d. Mifid)[128]. Si può fin da subito notare, quindi, che là dove tale proposta dovesse essere approvata, essa rappresenterebbe il primo intervento normativo comunitario in ambito societario, con cui viene imposta trasparenza ad una gamma variegata di operatori professionali (in un'accezione che comprende anche quella più ristretta qui adottata di gestori collettivi del risparmio), accomunati dal semplice fatto di investire nel mercato azionario e dove, invece, un rilievo del tutto marginale viene dato agli interessi dei clienti dei veicoli di investimento[129].

---

diversi rispetto a quello qui indagato: cfr. JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, 19 ss.; CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 121 ss.; BOKLI-DAVIES-FERRAN-FERRARINI-GARRIDO-HOPT-PIETRANCOSTA-ROTH-SKOG-SOLTYSINSKI-WINTER-WYMEERSH, *Shareholder engagement and identification*, Febbraio 2015, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2568741; CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*; DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholders Rights Directive*, in 12 *European Company Law*, 2015, 47; in Italia MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, 957 ss.

[125] Nel prosieguo si terrà in considerazione il testo emendato.

[126] Sul punto v. MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, 772 ss.

[127] Ai sensi della definizione di "investitore istituzionale" di cui si propone l'introduzione alla lett. f) dell'art. 2 della Direttiva SH, esso deve intendersi "un'impresa che svolge attività di assicurazione nel ramo vita ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, lettere a), b) e c), e attività di riassicurazione che coprono obblighi di assicurazione nel ramo vita non escluse ai sensi degli articoli 3, 4, 9, 10, 11 o 12 della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio1 e un ente pensionistico aziendale o professionale che rientra nel campo di applicazione della direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in conformità dell'articolo 2, a meno che uno Stato membro abbia deciso di non applicare tale direttiva in tutto o in parte a detto ente pensionistico a norma dell'articolo 5 della direttiva".

[128] Ai sensi della definizione di "gestore di attivi" di cui si propone l'introduzione alla lett. g) dell'art. 2 della Direttiva SH, esso deve intendersi "*un'impresa di investimento come definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio1 che presta servizi di gestione del portafoglio agli investitori istituzionali, un GEFIA (gestore di fondi di investimento alternativi) come definito all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2011/61/CE del Parlamento europeo e del Consiglio2 che non soddisfa le condizioni per una deroga ai sensi dell'articolo 3 della stessa direttiva o una società di gestione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio3; oppure una società di investimento autorizzata a norma della direttiva 2009/65/CE, purché non abbia designato per la sua gestione una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa direttiva*".

[129] CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*.

Ciò premesso e passando al profilo oggettivo della trasparenza, si può osservare come la proposta prevede il disvelamento di due macrocategorie di informazioni: *i)* le politiche di impegno con le relative modalità di attuazione e i risultati ottenuti[130] (art. 3-*septies*); *ii)* gli orizzonti temporali implementanti nelle strategie di investimento (artt. 3-*octies* e 3-*novies*). Si tratta, all'evidenza, di una gamma variegata di informazioni, *alcune* delle quali, come si vedrà meglio nel prosieguo della trattazione, non sono attualmente sottoposte ad alcuna forma di trasparenza[131]. Partendo dal contenuto della *disclosure sub i)* , ai sensi dell'art. 3-*septies*, le politiche di impegno dovrebbero indicare: da un lato, una serie di informazioni attinenti allo *shareholder activism*, e in particolare le modalità mediante le quali tali soggetti "*a) integrano l'impegno degli azionisti nella strategia di investimento; b) controllano le società partecipate, compresi i loro risultati non finanziari e la riduzione dei rischi sociali e ambientali; c) dialogano con le società partecipate; d) esercitano i diritti di voto; e) utilizzano i servizi forniti dai consulenti in materia di voto; f) collaborano con altri azionisti; f bis) dialogano e cooperano con altri portatori di interesse della società partecipata*" (co. 1); dall'altro lato i presidi preposti al fine di gestire conflitti di interesse che dovessero presentarsi nell'esercizio dei poteri sociali, avendo riguardo almeno alle ipotesi in cui "*a) l'investitore istituzionale o il gestore di attivi, o altre società ad essi collegate, offrono prodotti finanziari alla società partecipata o intrattengono altre relazioni commerciali con essa; b) un amministratore dell'investitore istituzionale o del gestore degli attivi è anche amministratore della società partecipata; c) il gestore di attivi che gestisce gli attivi di un ente pensionistico aziendale o professionale investe in una società che versa contributi a tale ente; d) l'investitore istituzionale o il gestore di attivi è affiliato ad una società le cui azioni sono oggetto di un'offerta pubblica di acquisto*" (co. 2). Sotto tale secondo profilo, è interessante notare come si tratta di una pluralità di situazioni in cui si viene a creare una situazione di conflitto che rileva, tanto nei rapporti tra azionista istituzionale e clienti, quanto in quelli tra azionista istituzionale e società partecipata e dove viene per la prima volta enfatizzata la sussistenza di interessi (anche) societari sottesi alla trasparenza in questione[132].

---

[130] Si badi che nell'*Action Plan* 2012 si faceva riferimento al solo *voting record* e non ai risultati di ogni forma di impegno. V. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 223.

[131] BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 2; CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 10.

[132] Ma pongno ancora l'accento sulla tutela dei clienti BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 249; BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 4, i quali, pur in assenza di alcun indizio nella lettera della norma, affermano "*The proposed directive indicates that the engagement policy includes policies relating to these conflicts of interests "with regard to shareholder engagement" and that it should ensure that engagement is undertaken to the exclusive interest of their investors*."; CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 12, "*Public disclosure of the exercise of voting rights as required under Article 3f of the proposed Directive also seems to indicate the imposition of accountability on institutions beyond their investment management relationship with their beneficiaries*".

Con specifico riferimento, poi, al diritto di voto, viene prevista una *disclosure* particolarmente spinta, là dove si stabilisce che "*[p]er ogni società di cui detengono azioni, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rendono pubblico se e come voteranno nelle assemblee delle società interessate e motivano il loro comportamento di voto"* (co. 3). Tale disposizione pone anzitutto all'interprete un problema di non poco momento. Dalla formulazione proposta, infatti, si potrebbe ritenere che tale norma non si limiti semplicemente a specificare il contenuto della politica di voto, imponendo alla stessa di articolare per le singole società partecipate i principi *astratti* che l'investitore seguirà nell'assumere le scelte di voto; ma si potrebbe credere che l'azionista istituzionale sia tenuto ad una dichiarazione preventiva del voto *concreto* che ha deciso di esprimere (o di non esprimere) in relazione a specifiche assemblee convocate. Invero, pare preferibile scindere i due periodi della disposizione e ritenere che: da un lato, le politiche di voto debbano specificare gli orientamenti *astratti* che verranno seguiti dall'azionista istituzionale avendo riguardo ai singoli emittenti partecipati; dall'altro, che tra i "risultati" ottenuti dall'applicazione pratica delle stesse politiche vada inclusa un'informazione consuntiva dei voti *concretamente* espressi, offrendone un'adeguata motivazione[133]. Ciò pare maggiormente in linea con l'indagine comparativa, ove è emerso come in Usa (e nei codici di *soft law*) venga chiesto agli investitori istituzionali di consentire l'accesso al *voting record*, mentre mai si sia preteso dagli stessi di esprimere e comunicare il proprio voto in via preventiva rispetto ad altri azionisti. Anche in tali termini, tuttavia, non pare potersi negare la significativa innovazione rispetto allo scenario internazionale, rappresentata dalla richiesta di formulare orientamenti di voto per ciascun singolo emittente, trasformando l'informativa in questione da generale a particolare.

Ciò premesso in merito al contenuto dell'informativa, si deve ora prestare attenzione al profilo soggettivo della *disclosure* in questione. Sul punto si deve innanzi tutto far notare che, a differenza di quanto programmato, il disegno unionista là dove approvato non introdurrebbe in realtà un regime di *mandatory disclosure*, ma una semplice *voluntary disclosure* rafforzata dal principio *comply or explain*[134]. Con una scelta che non ha mancato di suscitare qualche dubbio,

[133] Evidenziano come si tratti di una analitica indicazione consuntiva dei voti espressi: BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 2; nello stesso senso sembrerebbe ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 17.

[134] L'art. 3-*septies*, § 4, del disegno di legge recita "*Se decidono di non elaborare una politica di impegno o di non comunicarne le modalità di attuazione e i risultati, gli investitori istituzionali o i gestori di attivi spiegano in modo chiaro e articolato il perché di questa scelta*". Così, la proposta comunitaria si inspira alla disciplina autoregolamentare vigente da diversi anni in altri ordinamenti giuridici tra cui il *UK Stewardship Code* ove a partire dal 2010 si raccomanda la divulgazione delle *engagement policy*, accompagnata dalla clausola *complay or explain*: cfr. JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, 30 e diffusamente CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 145 e 152 ss., la quale tuttavia non pare cogliere adeguatamente l'implicazione del principio di *comply or explain* là dove afferma "*the key difference [between the UK Stewardship Code and the Directive Proposal] is of course that Article 3f makes engagement policies mandatory while the Stewardship Code is binding only upon voluntary signators*", ma v. il successivo

l'attuale proposta, dunque, non vincola l'azionista istituzionale a rispettare la dettagliata trasparenza indicata, ma gli consente di mantenere l'opacità su tali informazioni imponendogli semplicemente di dare spiegazioni al mercato. Pertanto, anche là dove si procedesse all'approvazione del testo normativo proposto, verrebbe introdotta una forma di trasparenza (almeno in astratto) "debole" che rimette il concreto livello di trasparenza del mercato azionario alle scelte sul punto compiute da parte dei singoli operatori. Tuttavia, là dove l'azionista istituzionale decida a favore della trasparenza, dovrà rispettare le peculiari modalità previste per la pubblicazione delle informazioni, la quale dovrà essere effettuata annualmente mediante l'utilizzo del "sito internet della società", a cui si aggiunge la comunicazione ai clienti dell'azionista istituzionale (art. 3-*septies*, co. 3). Si capisce come tale previsione sottenda un passaggio di particolare importanza, ovvero la necessità che l'azionista istituzionale comunichi preventivamente tale politica all'emittente sul quale grava l'obbligo di provvedere a caricarla sul proprio sito web e renderla così accessibile al pubblico.

Passando, invece, alla *disclosure sub ii)*, il disegno di direttiva vorrebbe imporre agli azionisti istituzionali (nell'accezione qui adottata di gestori collettivi del risparmio) di svelare al mercato alcuni dati inerenti agli orizzonti temporali avuti di mira nello svolgimento delle proprie attività. A tal proposito, l'art. 3-*novies*, co. 2, richiederebbe all'azionista istituzionale (c.d. *asset manager*) di specificare: "*a) se adotta o no le decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio-lungo termine della società partecipata, incluso i risultati non finanziari, e in caso affermativo secondo quali modalità; b) il livello di rotazione del portafoglio, il metodo utilizzato per calcolarlo e, se del caso, il motivo del superamento del livello obiettivo; […]; e) il modo in cui la strategia di investimento e la sua attuazione contribuiscono complessivamente al rendimento a medio e lungo termine degli attivi di un investitore istituzionale*" con cui ha stipulato accordi di gestione[135].

Tali informazioni dovranno essere rese accessibili, in questo caso, sul sito internet dell'azionista istituzionale (art. 3-*nonies*, co. 3). Peraltro, si badi che in relazione a tali profili, la disposizione non consente il *complay or explain*, ma viene proposto di riconoscere la possibilità agli Stati di introdurre una specie di *confidential treatment* su tali informazioni, ossia di prevedere

lavoro di CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, per una rivalutazione del meccanismo di *comply or explain* contenuto nella proposta comunitaria. Accanto al codice inglese si vedano: in Lussemburgo, il *Code for Luxembourg Investment Funds dell'Association of the Luxembourg Fund Indutry*, in Germania il *Corporate Governance Kodex fuer Asset Management Gesellschaften del German Working Group for Asset Managers*, in Italia il Codice di Stewarship di Assogestioni (v. *supra* § 3.2.), nonché a livello internazionale il *Code for external governance* adottato dall'EFAMA (European Fund and Asset Management Association's), e gli *International Corporate Governance Network's Global Corporate Governance Principles*.

[135] Ridondanti, in quanto già contenute nell'*engagement policies* e nei risultati delle stesse, le informazioni indicate dall'art. 3-*novies*, lett. c) e d), rispettivamente in tema di conflitti di interesse e del ricorso a *proxy advisors*.

una forma di esonero per gli *asset manager* - che potrà essere autorizzato dalle Autorità competenti - in quei casi in cui vi siano degli "*sviluppi imminenti o questioni in corso di trattativa la cui divulgazione potrebbe arrecare gravi pregiudizi alla posizione commerciale del gestore di attivi*" (art. 3-*nonies*, par. 3-*bis*).

Infine, la proposta normativa pone particolare attenzione al caso in cui l'azionista istituzionale abbia ottenuto in gestione il patrimonio di un altro investitore istituzionale (fondo pensione o assicurativo) imponendo a quest'ultimo la divulgazione di alcune clausole dell'accordo rilevanti al fine di far emergere l'allineamento del profilo temporale adottato dal fiduciario con quello del fiduciante (art. 3-o*cties*, co. 2)[136]. In realtà, non vi è un obbligo di inserire contrattualmente tali pattuizioni, tuttavia, l'investitore istituzionale deve spiegare al mercato il perché della mancata previsione di tali clausole. Parallelamente, *l'asset manager* sarà tenuto a comunicare (non a divulgare) direttamente all'investitore istituzionale ulteriori informazioni consuntive relative all'attività di gestione posta in essere.

3.4.2. La perplessità sulla ratio *della disposizione proposta.*

Analizzati i contenuti delle nuove forme di *disclosure* proposte, si deve a questo spendere qualche parola sulla *ratio* di tali disposizioni. Ora, lo scopo precipuo che ha mosso il legislatore unionista nella predisposizione di tale ultima proposta è stato quello di combattere due fenomeni disfunzionali nell'ambito dei meccanismi di *governance* delle società quotate, ovvero: da un lato, l'astensione degli azionisti istituzionali dall'occuparsi della *governance*[137]; dall'altro lato, il c.d. "shortermismo", ovvero gli orizzonti temporali brevi tendenzialmente avuti di mira nella gestione delle risorse ottenute in affidamento[138].

---

[136] La disposizione chiede all'investitore istituzionale che ha affidato il proprio patrimonio ad un azionista istituzionale (*asset manager*) di spiegare: "*a) se e in quale misura incentiva il gestore degli attivi ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle sue passività; b) se e in quale misura incentiva il gestore degli attivi a prendere decisioni di investimento basate sui risultati a medio e lungo termine della società, compresi i risultati non finanziari, e a impegnarsi nella società al fine di migliorarne i risultati e retribuire gli investimenti; c) il metodo e l'orizzonte temporale di valutazione dei risultati del gestore degli attivi, e in particolare se, e con quali modalità, la valutazione tiene conto dei risultati assoluti a lungo termine invece che dei risultati relativi a un indice di riferimento o ad altri gestori di attivi con strategie d'investimento analoghe; d)in che modo la struttura del corrispettivo versato per i servizi di gestione degli attivi contribuisce ad allineare le decisioni di investimento del gestore degli attivi al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale; e) l'obiettivo relativo al livello o all'intervallo di rotazione del portafoglio, il metodo utilizzato per il calcolo della rotazione e le eventuali procedure previste in caso di superamento da parte del gestore degli attivi; f) la durata dell'accordo con il gestore degli attivi.*".

[137] BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification,* 1, i quali, più in generale, si chiedono se sia davvero auspicabile un incremento dell'attivismo degli azionisti istituzionali.

[138] I due obbiettivi emergono chiaramente dal considerando 9 "*Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la strategia e i risultati a lungo termine di tali società. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono*

Tuttavia, diversi sono stati i dubbi sollevati dai primi commentatori della proposta comunitaria in relazione alla reale capacità della trasparenza di rappresentare un "antidoto" ai menzionati problemi.

Sul punto, le maggiori difficoltà si sono incontrate nel spiegare come il superamento dell'apatia degli azionisti istituzionali possa esser perseguito mediante la divulgazione di dati quali la rotazione del portafoglio o l'allineamento della strategia di investimento con la durata delle passività o il contenuto degli accordi tra *asset manager* e investitori istituzionali (artt. 3-*octies* e 3-*novies*). Dall'incapacità di dare una risposta a tale quesito: da un lato, vi è stato chi ha ritenuto del tutto insensata l'introduzione di siffatta previsione nell'ambito di una direttiva in tema di diritti degli azionisti, proponendo di spostarla nell'ambito delle discipline settoriali dettate per i singoli operatori[139]; dall'altro, altri autori hanno cercato altrove la *ratio* della norma individuandola, ad esempio, nell'esigenza di consentire alle Autorità di vigilanza di esercitare un monitoraggio sull'operatività di questi azionisti[140].

Ma forti perplessità si sono sviluppate anche sull'idoneità della stessa trasparenza sull'*engagement policy* a fungere da pungolo agli azionisti istituzionali affinché si attivino, tenuto conto anche degli scarsi risultati ottenuti in USA[141]. Sul punto, infatti, non si può che riproporre le stesse valutazioni già effettuate in più occasioni sul punto. Si deve infatti ricordare come le cause del disinteresse degli azionisti istituzionali verso la *governance* delle società in cui partecipano sono molteplici e - rinviando la relativa analisi al prosieguo della presente trattazione basti qui evidenziare che - tra queste non è mai stata annoverata l'opacità sul ruolo espletato nella *governance*[142]. A contrario, è frequente l'affermazione secondo cui spesso l'opera di persuasione degli azionisti istituzionali verso il *management* si svolga "behind the scene" ove l'opacità può talvolta essere uno strumento utile per poter ottenere risultati altrimenti non conseguibili.

In buona sostanza, dunque, la trasparenza non può essere vista come un incentivo "diretto" per l'attivismo. Tuttavia, prima di dare senz'altro parere negativo sull'efficacia della

le azioni e che i mercati dei capitali esercitano pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può condurre a un livello subottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per la società che per l'investitore".

[139] BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 5; in senso dubitativo anche CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 155.

[140] CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*; ma vedi CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 12.

[141] ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 26.

[142] BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 5; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 233 ss.; ma v. CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 12, le quali, se ho ben compreso il pensiero, evidenziano come la disciplina, introducendo un benchmark "virtuoso" rafforzerebbe un'aspettativa di comportamento che porterebbe ad un generale maggiore attivismo.

disclosure quale rimedio all'apatia, si deve valutare se tale trasparenza non possa portare all'auspicato risultato in via "indiretta", ossia innescando dei meccanismi che permettano di superare uno (o più) fattori che portano l'azionista ad assumere un atteggiamento passivo.

Sul punto, in realtà, sembra possibile intravedere nel pensiero della Commissione un'evoluzione rispetto al passato (e all'approccio della SEC all'atto dell'emanazione della *mandatory voting disclosure*): la trasparenza, infatti, cesserebbe di essere vista come uno strumento nelle mani dei clienti[143] dell'investitore istituzionale - al fine di verificare e (eventualmente) sollecitarne la presenza attiva nel governo societario - e diviene un mezzo per allungare gli orizzonti temporali dell'azionista e consentirgli così di assumere una strategia attiva[144]. È affermazione diffusa, infatti, quella secondo cui l'attivismo sia una strategia di investimento capace di produrre risultati positivi solo nel tempo[145] e, pertanto, incompatibile con orizzonti temporali di breve o brevissimo periodo. In altre parole, tramite la trasparenza si supererebbe, in via immediata, lo shortermismo che a sua volta rimuoverebbe un ostacolo all'attivismo.

Tuttavia, è facile notare come, anche in questi termini, il ragionamento appare incompleto, mancando di spiegare come la trasparenza rappresenti una soluzione alla miopia di molti azionisti istituzionali. Come è stato efficacemente fatto notare, infatti, sembra piuttosto improbabile che l'azionista istituzionale possa variare le proprie strategie di investimento solo perché tenuto a comunicare al mercato i propri orizzonti temporali[146]. Si deve, infatti, ricordare che l'azionista istituzionale è pur sempre un fiduciario che deve agire nel miglior interesse dei propri fiducianti, i quali potrebbero, ovviamente, essere interessati a profitti di breve periodo[147].

Si deve dar conto, poi, di come una delle cause dello shortermismo degli azionisti istituzionali è stata individuata proprio nei casi in cui l'investitore istituzionale (avente orizzonti di lungo periodo) deleghi la gestione dei propri *assets* ad un diverso gestore sottoponendo

---

[143] Ma v. gli autori citati *supra* nt. 132.

[144] Si supera così la critica di JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, 29 i quali partendo dall'errato presupposto secondo cui "*The underlying belief is that increasing the engagement of institutional investors and asset manager will reduce sell-side pressure, so reducing harmful short-term pressure on listed companies, which results in companies investing less in research and development and reducing employment in order to cut costs*" evidenziano come "*it is […] far from clear that, to the extent that it occurs, engagement will necessarily push companies to have a more long-time horizon*". Infatti, non è l'impegno nella *governance* ad ampliare gli orizzonti temporali, ma l'esatto opposto: v. DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholders Rights Directive*, 45.

[145] CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 146; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 235.

[146] JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, 25.

[147] EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 931 ss.

quest'ultimo ad un monitoraggio periodico e inducendolo, in tal modo, a raggiungere risultati di breve periodo[148]. Tuttavia, anche in tale ipotesi non si vede come la semplice divulgazione al mercato delle (eventuali) clausole contrattuali tra i due soggetti possa rappresentare uno stimolo per gli investitori istituzionali a non tener conto dell'abilità (o dell'incompetenza) mostrata nel breve periodo da parte dell'*asset manager*, il quale continuerà a rendere conto periodicamente del proprio operato e dei risultati raggiunti. A ciò si aggiunga che si tratta di soggetti con un importante potere contrattuale, tale per cui l'investitore istituzionale ha senz'altro la forza per imporre al gestore di assumere orizzonti temporali lunghi e/o un ruolo attivo nel governo degli emittenti partecipati, là dove ciò sia nel proprio interesse (e in quello dei propri beneficiari)[149].

Fermo dunque che anche la proposta pendente non sembra idonea a raggiungere gli obbiettivi che la stessa si è posta, in ogni caso non pare potersi formulare un giudizio di irrilevanza per il mercato azionario delle nuove informazioni che verrebbero messe a disposizione. Al contrario, sembra davvero difficile ritenere che la presenza attiva ed eventualmente duratura di un azionista istituzionale nella compagine societaria di un emittente sia una informazione priva di significatività in un'ottica societaria e/o di mercato.

Resta quindi, ad avviso di chi scrive, condivisibile la prospettiva *generale* in cui in Europa inizia ad essere inquadrata la trasparenza sulle politiche di impegno (e di voto) degli azionisti istituzionali e sui relativi orizzonti temporali. Tuttavia, la riflessione fino ad oggi condotta non ha ancora portato a comprendere correttamente quali siano gli *specifici* interessi che si vogliono soddisfare mediante tale trasparenza[150] e gli eventuali meccanismi che condurrebbero ad un maggiore attivismo. Soltanto chiarendo tali profili sarà poi possibile anche valutare l'opportunità della proposta in parola.

4. La trasparenza in caso di acquisto del controllo da parte di un FIA.

[148] Cfr. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 239; ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano,* 37; DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholders Rights Directive*, 46; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 939; FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, in 55 *Ohio St. L. J.*, 1994,1021; DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance*, in 37 *J. Corp. L.*, 2011, 294.

[149] Per le critiche avanzate sul punto anche in sede di consultazione comunitaria al Libro Verde 2010 v. ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano,* 42.

[150] Un tentativo in tal senso è stato operato da CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 13 le quali ritengono che tali forme di *disclosure* siano volte a soddisfare un "interesse pubblico", ossia dei diversi stakeholder che ruotano attorno alla corporation, in un'ottica di corporate social responsability. In realtà, però, le Autrici connettono il soddisfacimento degli interessi sociali direttamente al maggior attivismo degli investitori istituzionali, senza interrogarsi se, la trasparenza sia un incentivo efficiente.

Completata l'indagine sugli obblighi di *disclosure* più discussi (e risalenti) a livello internazionale, si può ora dar conto dell'ultima e più recente forma di trasparenza imposta agli azionisti istituzionali che scatta nell'ipotesi in cui tali operatori raggiungano il controllo di emittenti quotati. Anzitutto, è possibile fin da subito notare che, pur se contenuto nella Direttiva Aifmd, si tratta di un obbligo di *disclosure* che ha ad oggetto informazioni di sicuro rilievo societario e che è stato introdotto proprio avendo a mente i rapporti tra l'azionista istituzionale e la società target[151]. Più in particolare, si prevede che là dove un Fia acquisisca il controllo di un emittente (ossia nel caso in cui nel fondo confluisca una partecipazione almeno pari al 30% del capitale votante della società target), il relativo gestore è tenuto a comunicare alla società controllata, ai relativi azionisti (di cui conosce l'identità e l'indirizzo anche tramite l'emittente), ai lavoratori e all'Autorità di Vigilanza (Consob), un'informativa contenente: *a)* l'identità del gestore che, individualmente o in accordo con altri GEFIA, gestisca il FIA che ha acquisito il controllo; *b)* la politica di prevenzione e gestione dei conflitti d'interesse che dovessero intercorrere tra gestore, fondo e la società partecipata, avendo specifico riguardo a garantire che eventuali accordi tra il GEFIA e/o il FIA e la società siano conclusi alle normali condizioni di mercato (operazioni con parti correlate); e *c)* la politica in materia di comunicazione esterna e interna relativa alla società, avendo particolare riguardo anche dei lavoratori [così l'art. 28 della Direttiva AIFMD, trasposto con il D.lgs. 44/2014 nell'art. 46, co. 1 e 2, del TUF, nonché nell'art. 28-*terdecies* del Regolamento Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 (c.d. Regolamento Emittenti)][152].

Si tratta, dunque, di informazioni mediante le quali non solo si getta trasparenza su chi, in concreto, assumerà le decisioni relative alle azioni nel portafoglio del FIA (*sub a*), ma che consente altresì di render noto alla società target (e ai relativi azionisti e lavoratori), le misure organizzative che l'azionista istituzionale adotta al fine: da un lato, di presidiare il rischio che si possano generare conflitti di interesse (non con i clienti bensì) con la stessa controllata[153] (*sub b*); dall'altro lato, di dialogare con la società e gestire lo scambio di informazioni (*sub c*)[154]. Sotto

[151] Così espressamente CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, relazione presentata al Convegno tenutosi a Bergamo il 28-29 ottobre 2016 "Efficienza del mercato e nuova intermediazioni" e consultata per gentile concessione dell'Autore.

[152] Per una descrizione di tali nuovi obblighi v. FERRAN, *After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, 380; PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, 21; e per il recepimento nell'ordinamento interno MULA, *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *DirittoBancario.it*.

[153] Sottolinea che tali politiche debbano avere riguardo, non tanto (o meglio non solo) ai conflitti che si possono generare tra Fia e relativi beneficiari, ma tra quest'ultimo (o il relativo gestore) e la società controllata: CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

[154] Si badi che, rispetto all'ipotesi di assunzione del controllo di società non quotate, l'informativa è alleggerita, non essendo prevista la comunicazione delle intenzioni del FIA in merito alla gestione della

tale ultimo profilo si deve tuttavia evidenziare come la disposizione regolamentare interna, là dove si limita a imporre la comunicazione de "*le modalità di comunicazione delle informazioni relative alle relazioni tra la società e i lavoratori*" (art. 28-undecies, co. 1, lett. f, Reg. Em.) non sembra pienamente rispettosa della disposizione unionista, la quale, in maniera decisamente più ampia richiede la comunicazione de "*la politica in materia di comunicazione esterna e interna relativa alla società, in particolare per quanto riguarda i lavoratori*." (art. 28, co. 2, lett. c, Direttiva Aifmd). Tenuto conto che, come noto, l'interprete domestico deve adattare (per quanto possibile) la disposizione interna al significato comunitario, è possibile ritenere che i profili relativi al coinvolgimento informativo dei lavoratori siano soltanto uno degli aspetti che devono essere tenuti in considerazione da tale politica, la quale dovrebbe riguardare, più in generale, i flussi informativi che l'azionista istituzionale instaura con l'emittente.

In base alla disciplina regolamentare, viene poi stabilito che tali informazioni andranno integrate nel prospetto da redigere al momento di lancio dell'opa ai sensi dell'art. 102 T.U.F (art. 28-*terdecies* Reg. Em.), sì che tali informazioni vengono rese accessibili all'intero mercato.

Ciò premesso, giova fin da subito operare una puntualizzazione sull'ambito applicativo dell'obbligo di *disclosure* testé indicato. Come si darà ampiamente conto nel prosieguo del presente lavoro, l'ordinamento domestico impone (non solo ai fondi Oicvm ma altresì) a diverse tipologie di FIA, stringenti tetti partecipativi nelle società quotate, sì che agli stessi viene impedita la possibilità di assumerne il controllo[155]. L'unica eccezione è ravvisabile in capo ai Fia riservati ad investitori professionali, ovvero ai c.d. *hedge funds*: sì che solo nei confronti di questi ultimi è destinato ad operare l'obbligo di *disclosure* in questione.

Così brevemente riassunti i contenuti di tale forma di trasparenza, ci si deve a questo punto chiedere, non solo la funzione svolta dalla divulgazione di tali informazioni, ma altresì il motivo per cui un simile obbligo informativo sia stato imposto solo in caso di acquisizione del controllo da parte di tali operatori, là dove un parallelo obbligo non viene previsto in capo a soci di controllo diversi da *hedge funds*.

---

società e alle ripercussioni occupazionali (cfr. artt. 28, co. 4, Direttiva Aifmd, 28-*undecies*, co. 2, Reg. Em.). In realtà, tale differenza non deve stupire, tenuto conto che tale obbligo è espressamente previsto in capo a tutti gli azionisti (a prescindere dalla natura giuridica) che conquistino il controllo di un emittente, e viene adempiuto nel documento di offerta redatto ai sensi dell'Allegato 2 al Reg. Em. [in conformità a quanto previsto dall'art. 6, § 3, lett. i) della Direttiva 2004/25/CE (c.d. Direttiva Takeover)]: v. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, 23. Peraltro, l'art. 27, § 1, della Direttiva AIFMD (recepito all'art. 45, co. 1, T.U.F.) prevede altresì un obbligo di comunicazione all'Autorità di Vigilanza nel caso in cui il FIA acquisisca una partecipazione rilevante in una società non quotata. Anche in tal caso è possibile ricordare come tale obbligo già esista in capo a tutti gli azionisti rilevanti di società quotate ai sensi dell'art. 13 della Direttiva Transparency nonché, nell'ordinamento interno all'art. 120 T.U.F. per la cui analisi si rinvia al successivo Capitolo 2.

[155] Su tali limiti v. ampiamente Cap. 3, § 2.1.

5. In sintesi.

Cercando di tirare le fila del discorso svolto nel presente capitolo, è possibile evidenziare come, ad oggi, siano presenti nel nostro sistema tre importanti forme di trasparenza senz'altro rilevanti per il mercato azionario e imposte specificamente agli azionisti istituzionali: *i)* la *portfolio disclosure*; *ii)* la *voting disclosure*; *iii)* l'informativa in caso di acquisto del controllo.

In questa parte della trattazione, che abbiamo definito "*destruens*", è emerso come resti attuale l'esigenza di identificare gli interessi alla cui tutela queste norme sono poste, atteso che le stesse introducono un trattamento differenziato tra azionisti istituzionali e "comuni", che può dirsi giustificato soltanto là dove le informazioni che vengono comunemente imposte all'azionariato risultino insufficienti.

Ciò vale, in primo luogo, per l'ultima delle informative analizzate (*sub iii*), la quale è di recente introduzione e non è stata ancora oggetto di approfonditi studi da cui emerga come mai il controllo da parte degli azionisti istituzionali (*rectius*: *hedge funds*) abbia indotto il legislatore a introdurre le informative in questione.

Ma un supplemento di riflessione è necessario anche per le altre due forme di trasparenza, più risalenti e maggiormente analizzate dalla dottrina straniera. Per entrambe, infatti, si è visto come risulti ancora confusa la precipua identificazione degli interessi che si vorrebbero tutelare e, inoltre, dall'analisi condotta è emerso che esistano altri interessi che possono venir meglio soddisfatti garantendo l'opacità. Sotto quest'ultimo profilo, poi, si è visto che in punto di *portfolio disclosure* i diversi ordinamenti prevedano una trasparenza diversificata a seconda del veicolo di investimento in questione. Così, negli Usa viene sensibilmente tutelata la riservatezza dei gestori degli *hedge funds*, i quali saranno tenuti a comunicare il portafoglio azionario solo là dove lo stesso superi una significativa soglia di rilevanza (Section 13(f)). Viceversa, gli altri azionisti istituzionali sono tenuti a pubblicare i propri portafogli titoli alla luce della disciplina settoriale contenuta nell'*Investment Companies Act*. Invece, nel sistema interno una maggiore - ancorché non totale - riservatezza viene consentita ai fondi alternativi, che comprendono *anche* gli *hedge funds*, i quali sono pur sempre tenuti a comunicare il proprio portafoglio titoli alla clientela che ne faccia richiesta, ma nessuna forma di pubblicità è prevista per lo stesso.

La pendenza, poi, di un disegno di direttiva volto ad aggravare gli obblighi informativi in capo agli azionisti istituzionali rende ancora più urgente l'esigenza di operare i menzionati approfondimenti, anche al fine di valutare correttamente l'opportunità delle scelte sul punto operate dalle istituzioni unioniste.

Dall'indagine condotta in questo capitolo, inoltre, è stata confermata la possibilità di inquadrare le istanze di una maggiore trasparenza di tale categoria di operatori nell'ambito della tutela apprestata a interessi societari. Ciò è oltremodo evidente avendo riguardo alla *disclosure sub iii)* che non solo non tiene in alcuna considerazione i clienti dell'azionista istituzionale, ma

riguarda aspetti (identificazione del controllante, dialogo societario e conflitti di interessi) destinati senz'altro ad influire sulla *corporate governance* degli emittenti. Ma lo stesso può dirsi anche in relazione: da un lato, alla *voting disclosure*, come dimostra non solo l'ampio dibattito unionista sviluppatosi sul punto, ma altresì la stessa proposta di direttiva attualmente pendente, che vorrebbe inserire tali forme di trasparenza tra le norme di diritto societario; dall'altro lato, alla *portfolio disclosure*, ove il confronto comparatistico ha dato conto di come nel sistema Usa questa venga tenuta in considerazione (anche) da norme societarie.

Per poter, dunque, chiarire i problemi interpretativi di cui si è dato conto, non ci si può esimere dal comprendere, a monte, quali siano gli interessi normalmente connessi alla trasparenza degli azionisti di società quotate, a prescindere da chi (o cosa) essi siano. Solo una volta fornita risposta a tale quesito sarà possibile chiarire le speciali esigenze di trasparenza connesse all'operatività della specifica categoria degli azionisti istituzionali.

CAPITOLO II

LA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI COMUNI

SOMMARIO: ***Sezione I Lineamenti generali*** - **1.** Introduzione: la trasparenza degli azionisti comuni nelle società quotate. - **2.** Il ruolo degli azionisti nella *corporate governance* delle società quotate. - **2.1.** *Agency problems*, apatia razionale e assetti proprietari. - **2.2.** (segue) Dal *one share one vote* all'*empty voting*. – ***Sezione II Analisi storico-comparatistica*** - **3.** La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto nordamericano: *Section* 13(d) e *Section* 13(g) del *Security Exchange Act*. - **3.1.** I presupposti della trasparenza: il concetto di *beneficial ownership*. - **3.2.** (segue) *Beneficial ownership*, derivati *cash settled* e il problema dell'*hidden ownership*. - **3.3.** Contenuto e funzione dell'informativa sugli assetti proprietari. - **3.4.** Prospettive di riforma. - **3.4.1.** Il termine di dilazione per la comunicazione all'emittente e alla SEC e l'effetto della trasparenza sul mercato del controllo. - **3.4.2.** Trasparenza sulle posizioni corte ed *empty voting*. - **4.** La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto interno e comunitario. - **4.1.** Evoluzione della disciplina: cenni. - **4.2.** I presupposti della trasparenza: il concetto di "partecipazione rilevante". - **4.3.** (segue) *Decoupling* e derivati *cash settled*. - **4.3.1.** *Hidden ownership*: l'obbligo di *disclosure* della partecipazione in strumenti finanziari e della partecipazione aggregata. **4.3.2**. *Empty voting*: la trasparenza sulle posizioni corte. **4.4.** Il contenuto della trasparenza. – ***Sezione III La funzione della trasparenza sull'azionariato rilevante*** - **5.** La *ratio* della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti. - **5.1.** La strumentalità dell'art. 120 al mercato del controllo: la capacità di disvelare potenziali *change of control* (critica). - **5.2.** (segue) la tutela del mercato del controllo. - **5.3.** L'efficienza del mercato dei capitali nella sua funzione di *pricing*: critica. - **5.3.1.** I meccanismi di efficienza del mercato. - **5.3.2**. La trasparenza *ex* art. 120 come forma di integrazione della disciplina sul *price sensitive*: critica. - **5.3.3**. L'incapacità della disciplina *ex* art. 120 T.u.f di rispecchiare nel prezzo il livello del rischio di *moral hazard*. - **5.3.4.** L'incapacità della disciplina *ex* art. 120 nel favorire *il trade decoding*. - **5.4**. Il corretto funzionamento dei meccanismi interni di *corporate governance*. - **5.4.1.** La collaborazione tra azionisti: dal libro soci alla *disclosure ex* art. 120 T.u.f. - **5.4.2.** L'identificazione dei centri in cui si annida il rischio di *moral hazard*. - **6.** La trasparenza sui patti parasociali *ex* art. 122 T.u.f. - **6.1.** Le esigenze connesse al supplemento informativo: la tutela del mercato del controllo. - **6.2.** Le esigenze connesse al supplemento informativo: profili di *governance*.

SEZIONE I

LINEAMENTI GENERALI

1. Introduzione: la trasparenza degli azionisti comuni nelle società quotate.

Normalmente, quando si parla di trasparenza delle società quotate, ci si riferisce alla divulgazione al pubblico di una serie di informazioni relative ai singoli emittenti finalizzata a consentire agli investitori (attuali e potenziali) la valutazione delle *performance* dell'impresa e, di conseguenza, la rimunerativitá dell'investimento azionario. Nell'ambito di tale *set* informativo è possibile in astratto distinguere due diverse tipologie di informazioni: da un lato, quelle di natura eminentemente finanziaria, relative a fatti gestionali destinati ad incidere sui risultati futuri conseguibili dall'impresa; dall'altro, quelle di natura organizzativa, inerenti non tanto

all'andamento del *business* quanto alle modalità mediante le quali la società è strutturata ed opera[1].

Nell'ambito di tale seconda categoria, solitamente, si fanno rientrare quelle forme di trasparenza "forte" a cui i diversi ordinamenti giuridici[2] sottopongono le informazioni relative agli azionisti *rilevanti* (o *blockholders*) dell'emittente, ossia quei soci che aggregano una partecipazione azionaria superiore a una certa percentuale del capitale sociale fissata dal legislatore.

Si tratta, invero, di obblighi di *disclosure* previsti nei diversi ordinamenti già in tempi non più recenti. Così, ad esempio, siffatta trasparenza fu introdotta nell'ordinamento inglese già con il *Company Act* del 1967, cui fece seguito l'anno seguente il sistema statunitense con l'approvazione del *William Act* che inserì nel *Security Exchange Act* la *Section* 13(d). In Italia, un primo embrionale obbligo di *disclosure* sull'azionariato rilevante fu introdotto con la legge n. 216/1974, sottoposta a diversi interventi manipolativi anche a seguito dell'intervento comunitario avvenuto con la Direttiva 627/88/CEE. Peraltro, con il tempo gli aggiornamenti alle discipline menzionate sono stati numerosi e frequenti, volti ad operare gli adattamenti necessari al fine di tener conto delle innovazioni del mercato finanziario[3].

In generale, è possibile individuare alcuni punti di contatto tra i diversi ordinamenti, almeno per quanto riguarda: da un lato, la già menzionata pubblicità cui vengono sottoposte le informazioni in questione, le quali sono liberamente accessibili; dall'altro, il profilo soggettivo[4] di tali obblighi di *disclosure*, i quali vengono ovunque imposti direttamente in capo ai soci a prescindere dalla natura giuridica e dalla nazionalità, risultando applicabili indistintamente a persone fisiche, società o ad azionisti istituzionali. Per tali ragioni, le menzionate forme di *disclosure* possono essere considerate una sorta di "minimo comune denominatore" della

[1] Su tale dicotomia v. GILSON, *Transparency, Corporate Governance and Capital Markets*, Latin American *Corporate Governance* Roundtable, Sao Paulo, 26-28 Aprile, 2000, reperibile al sito https://www.oecd.org/*corporate*/ca/*corporategovernance*principles/1921785.pdf.

[2] In realtà, tale trasparenza non è contemplata in alcuni "paradisi fiscali" ed è spesso esclusa per le società non quotate (c.d. *privately held companies*). L'Opacità dell'azionariato in questi casi ha generato alcune problematiche in tema di corruzione, evasione fiscale o finanziamento al terrorismo, affrontate anche a livello internazionale. Tali profili esulano dal presente lavoro e ci si limita a segnalare che in USA è attualmente in discussione una proposta normativa (c.d. *Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act*) che prevede alcune forme di trasparenza anche per le *private held companies* volte ad evitare i fenomeni sopra riportati: cfr. BIEDERMANN, *G8 Principles: Identifying the Anonymous*, in 11 *B.Y.U. INT'L L. & M. Rev.*, 2015, 72; KALANT, *Who's in Charge Here?: Requiring More Transparency in Corporate America: Advancements in Beneficial ownership for Privately Held Companies*, in 42 J. *Marshall L. Rev.*, 2009, 1049; LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, in 16 *Chi. -Kent J. Int'l & Comp. L*., 2016, 142.

[3] Per un'analisi dell'evoluzione comparatistica sul tema in questione v. SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 8 November 2010, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=1434144.

[4] V. *supra*, Cap. 1.1.

trasparenza sull'azionariato delle società quotate, che individuano quel *set* informativo base, relativo alla compagine sociale, che l'ordinamento ritiene necessario divulgare al mercato. Si capisce, quindi, come l'analisi di tali disposizioni sulla trasparenza sugli azionisti comuni e, conseguentemente, l'individuazione degli interessi tutelati dalla stessa, rappresenti un passo necessario al fine di spiegare, a valle, le ragioni sottese alle norme individuate nel Capitolo I che prevedono un supplemento informativo là dove l'azionista sia istituzionale.

Tuttavia, giova fin da subito evidenziare come, nonostante i menzionati tratti di somiglianza, le differenze tra gli ordinamenti – ed in particolare tra gli USA e il sistema interno e comunitario - in punto di trasparenza dell'azionariato comune risultano significative[5] per quanto riguarda il profilo più propriamente oggettivo-contenutistico, ovvero in relazione alle notizie di cui si chiede la divulgazione. Si apre quindi l'opportunità di un confronto comparatistico, funzionale a verificare la *ratio* attribuita alla menzionata trasparenza dai diversi sistemi giuridici.

Tuttavia, prima di addentrarsi in una siffatta analisi giuridico-comparatistica, giova munirsi di alcuni concetti più prettamente economici che consentono di delineare il ruolo che tradizionalmente viene assunto dai soci di società quotate, sì da comprendere i meccanismi (interni di *governance* ed esterni di mercato) che possono venire in rilievo ai fini della soluzione del problema della funzione della trasparenza dell'azionariato comune.

2. Il ruolo degli azionisti nella *corporate governance* delle società quotate.

2.1. *Agency problems*, apatia razionale e assetti proprietari.

Fin dai risalenti insegnamenti di Berle e Means[6], è costante l'affermazione secondo cui la società per azioni rappresenterebbe il modello organizzativo dell'attività di impresa in cui la divaricazione tra proprietà e controllo raggiunge i suoi massimi livelli, in modo che il potere degli azionisti nella conduzione dell'impresa diventa sempre più flebile a fronte di un parallelo rafforzamento della posizione degli amministratori. Gli Autori già evidenziavano i problemi connessi al noto disallineamento di interessi esistente tra proprietari e gestori: problemi successivamente approfonditi da quella dottrina che qualificò la relazione esistente tra gli stessi in termini di agenzia, tale per cui il benessere dei primi (*principals*) dipende da scelte compiute

[5] ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, in *Uniform L. Rev.*, 2010, 717. Le differenze esistenti anche a livello unionista ha portato alcuni autori a chiedersi quale fosse il livello ottimale di armonizzazione, al fine di evitare difficoltà negli investimenti intracomunitari: su tal dibattito cfr. FLEISCHER-SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in 12 *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2011, 121 ss.; VEIL, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, 1 reperibile al sito www.ssrn.com/abstract=1998376.

[6] BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1967.

dai secondi (*agents*)[7]. Più nello specifico, tenuto conto che gli *agents* non traggono benefici diretti (né sopportano le conseguenze) derivanti dall'attività gestoria esercitata, si pone il noto problema di arginare il rischio di c.d. *moral hazard* degli amministratori, ovvero la possibilità che gli stessi: *i)* non prestino l'attenzione e l'impegno necessari all'espletamento del proprio incarico, in modo da condurre ad una gestione inefficiente dell'impresa; e *ii)* utilizzino l'ampio potere attribuitogli, non per soddisfare gli interessi dei soci, ma al fine estrarre benefici privati mediante operazioni dissipative e in conflitto di interessi[8].

In realtà, ogni ordinamento giuridico consente agli azionisti, in qualità di *residual claimants*, di attivare diversi strumenti di reazione nei confronti di amministratori inefficienti e/o sleali, primo tra tutti il potere di votare su specifiche materie, tra cui la nomina e revoca degli amministratori[9]. Inizia così a delinearsi il ruolo che nell'ambito delle società azionarie viene ricoperto dai soci, ovvero quello di tenere monitorata l'attività del *management*, il quale, sotto la minaccia di attivazione dei menzionati poteri, viene incentivato a esercitare i poteri connessi alla propria carica nel miglior interesse dei soci[10].

Se, in realtà, la relazione di agenzia e i relativi problemi di *moral hazard*, possono dirsi presenti in ogni società azionaria, si deve tuttavia sottolineare come l'apertura al mercato sia capace di "esasperare" i menzionati *agency problems*: andando a divaricare ulteriormente la distanza tra agenti e principali e riducendo la capacità di monitoraggio dei secondi nei confronti dei primi. La maggiore liquidità delle azioni quotate nel mercato, ovvero la facilità della relativa circolazione fanno sì che: da un lato, l'investimento azionario venga effettuato (anche) in un'ottica meramente finanziaria e finanche speculativa, ovvero da chi non intenda in alcun modo occuparsi di questioni di natura imprenditoriale/industriale, ma abbia come unico obbiettivo

[7] Come noto, l'applicazione della teoria sugli *agency costs* in ambito societario si deve al lavoro di JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3, *J. fin. Ec*, 1976, 305; poi proseguito da FAMA-JENSEN, S*eparation of ownership and control*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, 303 ss.; ID.; *Agency Problems and Residual Claims*, ivi, 327 ss.; HART, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995; più di recente v. ARMOUR-HANSMANN-KRAAKMAN, *Agency problem and legal strategy*, in *The Anatomy of corporate law*[2], a cura di Kraakman, Armour, Davis, Enriques, Hansmann, Herting, Hopt, Kanda, Rock, Oxford, 2009, 36 ss.; AA.VV., *Principals and agents, the structure of business*, a cura di Pratt e Zeckhauser, Boston, 1985. 7.

[8] Basti pensare la possibilità di concludere con la società operazioni a condizioni particolarmente favorevoli a discapito della società stessa; o la possibilità di sfruttare personalmente opportunità di affari di cui si è a conoscenza grazie al ruolo ricoperto nella società; o ancora la possibilità di sfruttare informazioni privilegiate prima che vengano divulgate al mercato. Sul punto v. JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm*; GROSSMAN-HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in 20, *J. Fin. Econ*., 1988, 75.

[9] POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014, 140 evidenzia come "*l'intensità degli incentivi economici all'estrazione [di benefici privati del controllo] dipenda da diversi fattori, tra cui la stima del rischio di rimozione e perdita dei flussi cassa derivanti dalla posizione manageriale, il regime sanzionatorio civile, penale e reputazionale*".

[10] JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm*, 308, i quali identificano nel monitoraggio il primo tra gli *agency costs*; EASTERBROOK-FISCHEL, *L'economia delle società per azioni*, 84.

quello di impiegare in maniera redditizia una parte della propria ricchezza; dall'altro lato, gli assetti proprietari vengano (almeno parzialmente) polverizzati, ed entrino a far parte della compagine sociale anche azionisti c.d. "minimi", ovvero titolari di partecipazioni infinitesimali e tali da essere del tutto inidonee a esercitare una qualche pressione sul *management*. Si deve poi aggiungere che nell'ambito delle società quotate i costi che l'azionista deve sostenere per sorvegliare gli amministratori sono particolarmente elevati, tenuto conto del tempo e delle competenze necessarie per informarsi adeguatamente, nonché delle risorse necessarie per partecipare alle assemblee e, in generale, per esercitare i poteri connessi alla partecipazione azionaria.

In quest'ottica si capisce perché gli azionisti *razionali*, là dove risultino titolari di partecipazioni minime, preferiscano rimanere del tutto passivi rispetto alla vita sociale assumendo un atteggiamento apatico nei confronti della conduzione dell'impresa sociale (c.d. *rational apathy*)[11]: gli elevati costi di monitoraggio, uniti alla totale ininfluenza del potere di *voice* che *individualmente* sono in grado di esercitare, rendono la gestione "attiva" dell'investimento azionario una strategia antieconomica, che si risolve in un evidente spreco di risorse. Peraltro, è anche particolarmente difficile che tali azionisti riescano a coordinarsi tra loro al fine di raggiungere *collettivamente* un potere sufficiente per essere tenuti in considerazione: tale attività di coordinamento, infatti, comporta per il singolo azionista dei costi ingenti che molto difficilmente potranno essere coperti dai benefici derivanti dalla menzionata cooperazione[12], tenuto conto che questi ultimi andranno ripartiti *pro quota* tra tutti gli azionisti anche là dove non

[11] Il concetto di apatia razionale era già noto nel pensiero di BERLE-MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966, 86 (trad. it.) che già evidenziavano come l'azionista, "*poiché il suo voto personale conta poco o niente, a meno che egli non sia proprietario di un grosso pacchetto di azioni, […] restano in pratica due sole alternative: quella di non votare affatto, oppure quella di cedere il suo voto a persone sulle quali non ha nessuna influenza e alla cui scelta non ha partecipato. In nessun caso egli sarà in grado di esercitare il benché minimo controllo*". Gli studi economici sull'apatia razionale, sono stati sviluppati poi da EASTERBROOK-FISCHEL, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J.L. & Econ.*, 1983, 402; ID., *L'economia delle società per azioni*, 82; CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, 390-92; SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, in 94 *J. Pol. Eco.*, 1986, 462. Tra le cause dell'apatia, la dottrina ha individuato diversi fattori normativi, ovvero regole giuridiche che innalzando i costi dell'attivismo incrementano ulteriormente il fenomeno dell'assenteismo: BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in 89 *Mich. L. Rev*., 1990, 527 ss.; ID., *Agent watching agent*: *the promise of institutional investor voice*, in 39 *Ucla L. rev.*, 1992, 822; ROE, *A political theory of american corporate finance*, in 91 *Columbia l. rev.*, 1991, 12; POSNER, *Economic analysis of law*, New York, 1998, 451; CHOI-GUZMAN, *Choice and federal intervention in corporate law*, in 87 *Virginia L. Rev*., 2001, 987; BEBCHUK-FERRELL, *Federal intervention to enhance shareholder choice*, ivi, 995. Nella dottrina italiana, v. EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc*., 2013, 939; ANGELICI, *Le «minoranze nel decreto n. 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm*., 1998, I, 207 ss., ora in ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, 124 ss.; Denozza, Norme Efficienti, Milano, 2002, 39; e già, ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc*. 1956.

[12] Per la teoria dei problemi di azione collettiva, non può che rinviarsi a OLSON, The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups, Harvard University Press, 1971; v. anche ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, in 79 *Geo L.J.*, 1991, 453.

abbiano partecipato all'assunzione della decisione (c.d. *free riding*)[13]. Ne deriva, dunque, che l'unico strumento in mano all'azionista minimo per reagire ad un investimento azionario che abbia deluso le aspettative originariamente riposte è la c.d. *Wall Street Rule*, ossia la vendita delle azioni[14].

È possibile notare, quindi, come nell'ambito delle società quotate la funzione di disciplinare il *management* non sia ad appannaggio di tutti gli azionisti, ma solo dei *blockholders*, i quali aggregano una partecipazione tale da consentire il superamento degli ostacoli che conducono alla *rational apathy* e quindi che: da un lato, consenta di esercitare una certa influenza sui meccanismi di *governance*; e dall'altro, permetta al relativo titolare di appropriarsi di una fetta dei benefici derivanti dal monitoraggio idonea a coprire i costi connessi allo stesso, ivi inclusi quelli derivanti dal (talvolta) necessario coordinamento con altri *blockholders*[15]. La presenza di azionisti rilevanti che si impegnino attivamente nella vita sociale (c.d. *shareholder activism*) produce, dunque, un'esternalità positiva sull'intero azionariato, riducendo il rischio di *moral*

[13] V. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 531 spec. 578; ID., *Agent watching agent*, 822; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 145.

[14] Peraltro, vi è stato chi ha evidenziato come la *Wall street Rule* non possa rappresentare uno strumento alternativo alla *voice*. A tal proposito è stato sostenuto, innanzi tutto, come l'*exit*, essendo esercitato dopo l'assunzione di decisioni cui l'azionista non si trova d'accordo, non consente a quest'ultimo di evitare la perdita derivante dalle decisioni stesse (in tal senso BAUMS, *Germany*, 112 "*if decisions are taken that lead to a decrease of the firm's valute there will be price adjustments*"; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Milano, 2007, 100 nt. 27 ss.). In realtà, tale affermazione pare mal posta. Da un lato, infatti, si deve considerare come, in ogni caso, l'azionista minimo, non avendo la possibilità di influenzare l'assunzione della decisione, non potrebbe comunque evitare la perdita derivante da una decisione "sbagliata". Dall'altro, la *Wall Street Rule* è una strategia posta in essere da quegli azionisti del tutto disinformati, i quali non assumono le proprie decisioni in base alla *disclosure* societaria, ma esclusivamente in base all'andamento finanziario dell'investimento effettuato. È proprio a seguito della riduzione del valore del titolo che, in base ai meccanismi di "price decoding" (v. *infra* § 5.3.1.), l'investitore decide di disinvestire. Evidenzia come la *Wall Street Rule* non possa essere percorsa dagli azionisti più grandi (atteso la conseguente depressione del prezzo) ENRIQUES, *Nuova disciplina della società quotata e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm*., 1998, 690.

[15] BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 524 e 579; ID., *Agent watching agent*, 822; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, in 6 *Annu. Rev. Financ. Econ*., 2014, 23 ss; SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 461 ss.; GROSSMAN-HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, 75; ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, 464; HART, *Firms, contracts and financial structure*, 186; ADMATI-PFLEIDERER-ZECHNER, *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in 102 *J. Pol. Econ*., 1994, 1103 ss.; ADMATI-PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, in 22 *The Review of Financial Studies*, 2009, 2446, v. DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, 326. Ciò non significa in realtà, che la Wall Street *Rule* non possa essere uno strumento utile nelle mani anche degli azionisti rilevanti, ma solo che questa non sia strettamente collegata ad una strategia passiva. È ben possibile, infatti, che l'azionista rilevante minacci il management di cedere la propria partecipazione facendo deprezzare il titolo. In quest'ottica, quindi, anche il c.d. voto con i piedi rappresenta, in realtà, uno strumento utilizzabile al fine di disciplinare il management (EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*).

hazard e favorendo una conduzione più efficiente dell'impresa societaria[16], consentendo agli azionisti minimi di limitarsi a monitorare l'andamento finanziario del proprio investimento.

Alla luce di quanto precede si potrebbe esser indotti a ritenere preferibili assetti proprietari particolarmente concentrati (caratteristici dei mercati azionari dell'Europa continentale), ove una significativa fetta delle azioni sia in mano ad una maggioranza che esercita il controllo, rispetto al modello delle c.d. *public companies* con azionariato polverizzato (tipiche soprattutto dei mercati anglosassoni)[17]. Tuttavia, una simile conclusione sarebbe affrettata[18]. L'esercizio del controllo, infatti, postula l'aggregazione di una partecipazione di maggioranza (almeno relativa) che permette, in realtà, un attivismo che non si limita al mero monitoraggio delle scelte operate dal *management* ma che consente all'azionista di controllo di far insediare nell'organo amministrativo dei soggetti di fiducia che diano esecuzione alle strategie di *business* elaborate dallo stesso socio[19]. L'acquisizione del controllo, in buona sostanza, consente non solo di attivare strumenti che garantiscono l'efficienza e la lealtà degli amministratori, ma porta con sé il potere di incidere (indirettamente) sulla gestione dell'impresa.

---

[16] SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 463; GROSSMAN-HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 *Bell. J. Econ*., 1980, 59; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 146; GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 2013, 255 nt. 1. Per l'elencazione analitica dei benefici risultanti da alcune ricerche empiriche v. BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, in 2 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2012, 48; implicitamente DURNEV-KIM, *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and Valutation*, in 60 *J. Fin*, 2005, 1461.

[17] Sulla maggiore diffusione del modello a proprietà concentrata (dell'Europa continentale) rispetto alla public company anglosassone cfr. LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, 472; BECHT-ROELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, in 43 *Eur. Econ. Rev*., 1999, 1049. L'affermazione è frequente anche nella dottrina giuridica, v. FARRELL, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in 2 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L*., 2007, 87. Per un'indagine sugli assetti proprietari in Italia v. BUSI-TRENTO, *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti d'interesse e sviluppo*, in *Riv. dir. proc. civ.*, *supp*. 4, 19 ss. Si deve poi dar conto di come in ambito economico si sia attualmente discutendo su una possibile convergenza tra modelli: v. ROSSIGNOLI, *Gli assetti proprietari delle società quotate: evidenze empiriche in Italia, negli Stati Uniti e in Germania*, in *Riv. dott. comm*., 2011, 101 ss., ove ampi riferimenti.

[18] Nella manualistica economica v. MARTINELLI, *L'impresa. Economia e gestione*[2], Torino, 2006. Cfr. anche BECHT, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European *Corporate Governance* Network, Executive Report, 1997, 10; DEMSETZ-VILLALONGA, *Ownership Structure and Corporate Performance*, in 7 *J. Corp. Fin*., 2001, 209 ss.

[19] Evidenziano la polivalenza del significato di "Shareholder Activism": BERTACCINI, *To disclose or not to disclose? Csx corp., total return swaps, and their implications for Schedule 13d filing purposes*, in 31 *Cardozo L. Rev*., 2009, 267. V. anche la definizione di "Shareholder activism" fornita dall'European *Corporate Governance* Institute al sito http://www.ecgi.org/activism/; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, in AA. VV., *The European Financial Market in Transition*, a cura di Birkmose, Neville, Soresen, 2011, 109. Sottolineano la differenza tra il potere di controllo e l'influenza di un *blockholder* BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, 52; BLACK, *Agent watching agent*: *the promise of institutional investor voice*, 816. Sulle diverse forme di attivismo v. SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 470; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, 23 ss. Ciò, peraltro consente di superare la netta dicotomia tra "azionisti risparmiatori" e "azionisti imprenditori" a cui spesso fa riferimento la nostra dottrina interna: in tal senso MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 14 nt. 37.

Si capisce come mai, la dottrina economica abbia affermato che assetti proprietari in cui emerga un azionista di controllo potrebbero a propria volta condurre a inefficienze, tenuto conto che: da un lato, un eccessivo attivismo da parte di un socio di controllo, potrebbe ridurre gli amministratori a dei meri esecutori, inducendoli a non ricercare iniziative imprenditoriali alternative che potrebbero essere, in realtà, profittevoli[20]; dall'altro, lo stesso azionista di maggioranza potrebbe, a propria volta, sfruttare la posizione di potere per estrarre dei benefici privati[21], a discapito degli altri azionisti[22], venendosi così a creare una ulteriore relazione di agenzia tra maggioranza (*agent*) e minoranza (*principal*). A ciò si aggiunga, peraltro, che la concentrazione proprietaria porta con sé una riduzione del livello di contendibilità dell'emittente, che rende più difficile (e in taluni casi del tutto impossibile) l'innescarsi di un altro noto antidoto contro il rischio di *moral hazard*, rappresentato dall'efficiente funzionamento del mercato del controllo[23] ovvero dalla probabilità che gli amministratori inefficienti vengano sostituti a seguito di scalate ostili.

---

[20] Sull'*overmonitoring* v. BURKART-GROMB-PANUNZI, *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, in 112 *Q. J. Econ.*, 1997, 693; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, 33; BECHT, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 4.

[21] ARMOUR-HANSMANN-KRAAKMAN, *Agency problem and legal strategy*, 36; BECHT, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 4; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 139 ss.; GORDON-GILSON, *Controlling controlling shareholders*, in 152 *Un. Penn. L. Rev.*, 2003; LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, 472; BECHT-ROELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*. Per alcune ricerche empiriche v. JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunnelling*, in 90 *Am. Ec. Rev.*, 2000; DYCK-ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59 *J. Fin*., 2004, 537).

[22] Si badi, peraltro, che non tutti i benefici privati estraibili dal controllo vanno necessariamente a discapito degli altri azionisti, riducendo il valore dell'impresa (EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, 33). Tenuto conto poi, del beneficio che l'attivismo dei *blockholders* dispiega nei confronti dell'intero azionariato non è mancato chi ha ritenuto necessario, al fine di incentivarne il monitoraggio, consentire all'azionista di controllo di poter ottenere forme di arricchimento non condivise *pro quota* con altri azionisti o, comunque, trattarle con meno severità rispetto all'ipotesi in cui ad estrarre benefici privati siano gli amministratori. Cfr. GILSON-GORDON, *Controlling controlling shareholders*, *passim*; GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review*, in *Journal of Institutional and theoretical economics*, 2013, 160 ss.; *contra* ENGERT, *Contracting over private benefit of control*, http://ssrn.com/abstract=2151283, il quale ritiene preferibile che l'incentivo derivi da eventuali maggiorazioni del dividendo, trasparenti; così anche POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 146, nt. 108.

[23] L'idea che il mercato del controllo possa fungere da antidoto per gli *agency problems*, disciplinando gli amministratori, deriva soprattutto dagli studi di MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Eco*, 1965, 110 ss.; cui fece seguito un'importante dottrina americana: GROSSMAN-HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 42; EASTERBROOK-FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harv. L. Rev.*, 1981, 1161; ID., *L'economia delle società per azioni*, 87; COFFEE JR., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, in *Colum. L. Rev*., 84, 1984, 1145; SCHARFSTEIN, *The disciplinary role of takeovers*, in 55 *Rev. Econ. St.*, 1988, 185; JENSEN, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in 2 *J. Econ. Perspectives*, 1988, 28; MACEY, *Corporate governance, promises kept, promises broken*, Princeton-Oxford, 2008, 120. e nella dottrina giuridica italiana v. ENRIQUES, *Nè con gli scalati né con gli scalatori*, in *Riv. soc.*, 2010, 660; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 12. La teoria è stata poi presa come presupposto di molti altri studi: v. *ex multis* SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 463. Si tratta

Anche nell'ambito di emittenti con assetti proprietari concentrati, dunque, si pone il problema di evitare comportamenti opportunistici dell'azionista di maggioranza a cui, ancora una volta, vi pone rimedio l'esercizio di un'attività di monitoraggio da parte di altri *blockholders*. Questi ultimi, infatti, pur restando di minoranza sono comunque in grado di raggiungere (individualmente o collettivamente) quel *trade off* che consente il superamento dell'apatia razionale e rende l'attivismo una strategia efficiente di gestione dell'investimento azionario[24]. Anche in tali casi è beninteso che il relativo attivismo potrebbe essere variamente graduato, ovvero limitarsi al mero monitoraggio di ciò che fa l'azionista di controllo con i propri amministratori, oppure farsi latore di strategie gestorie alternative, cercando di far pressione sul *management* e sugli altri azionisti di minoranza, affinché vengano tenute in considerazione.

In ogni caso, da quanto precede, si capisce come il concreto atteggiarsi degli assetti proprietari è destinato a influire sul livello di rischio di *moral hazard*: sia in via diretta, e quindi sulla "quantità" e "qualità" della sorveglianza a cui l'*agent* viene sottoposto; sia in via indiretta, determinando il livello di contendibilità dell'emittente e conseguentemente la probabilità che sia il mercato a sostituire amministratori sleali o inefficienti.

2.2. (segue) Dal *one share one vote* all'*empty voting*.

Quanto fin qua affermato si basa sul presupposto (semplicistico) secondo cui il potere esercitabile nella società venga ripartito tra gli azionisti in proporzione all'interesse economico correlato all'andamento dell'impresa, in termini di partecipazione agli utili e alle perdite prodotte e, in caso di società quotate, alla sopportazione delle oscillazioni del valore di quotazione del titolo azionario (c.d. principio *one share-one vote*, o principio di proporzionalità)[25].

---

peraltro di una tesi che è stata sottoposta a diverse critiche, prima tra tutte quella secondo cui le ragioni alla base dei *takeover* sono molteplici e non risiedono soltanto nell'intento di sostituire amministratori inefficienti. La stessa evidenza empirica, d'altronde, sembrerebbe dimostrare la prevalenza di scalate condotte per fini meramente speculativi, mediante operazioni di *leverege buyout* (MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il prevedibile declino della Passivity Rule*, in *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011 69; ENRIQUES, *Né con gli scalati*, 660). Ciò tuttavia, non sembra minare, in sé, la bontà della teoria: la quale fa leva sulla possibilità *astratta* che la società gestita diventi il target di un potenziale scalatore (EASTERBROOK-FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 1169 *"[t]he tender bidding process polices managers whether or not a tender offer occurs, and disciplines or replaces them if they stray too far from the service of the shareholders*."). Non si può, tuttavia, negare che il fatto che, in concreto, i casi di *takeover* "disciplinanti" siano rari possa rendere la minaccia di ricambio meno credibile e, dunque, si riduca l'efficacia deterrente della stessa. Ciò tuttavia sembrerebbe più il segnale di una scarsa efficienza del mercato del controllo, ove le imprese che producono risultati Subottimali continuano a restare nelle mani di chi non le gestisce adeguatamente, che di un difetto intrinseco della teoria.

[24] LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, 503.

[25] L'idea che il potere debba essere allocato nelle mani dei c.d. *residual claimants* in proporzione al rischio assunto deriva dalla notazione della dottrina neoclassica, che tanto maggiore è il rischio tanto più alto è l'incentivo all'utilizzo efficiente del potere. EASTERBROOK-FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1996.

Tuttavia, come noto, nessun ordinamento giuridico al mondo applica detto principio nella sua forma più pura, legittimando l'utilizzo di strumenti che consentono di alterare la menzionata proporzionalità dando luogo al fenomeno del c.d. *decoupling*[26], ovvero della (totale o parziale) separazione del voto rispetto all'interesse economico sottostante all'investimento azionario. Una tra le conseguenze connesse all'utilizzo di tali tecniche è l'*empty voting*, ovvero la possibilità di esprimere voti privi di un correlato rischio finanziario[27].

È possibile, in realtà, classificare tali meccanismi in due grandi categorie, a seconda che derivino da tecniche di organizzazione *interna* della società azionaria, oppure da strumenti finanziari o contratti *esterni* alla stessa, e assunti (o stipulati) dagli azionisti *a latere* dell'investimento azionario effettuato[28].

Partendo dalla prima delle menzionate categorie, il riferimento va soprattutto ai c.d. *Control Enhanching Mechanisms* (azioni a voto maggiorato o di risparmio, gruppi piramidali, sindacati di voto[29] ecc.) che hanno come oggetto o effetto quello di ampliare (direttamente o indirettamente) il potere di voto di alcune azioni e/o di ridurre l'esposizione al rischio connesso all'investimento effettuato, attribuendo, in ogni caso, ad alcuni azionisti un'influenza più che proporzionale rispetto alla partecipazione economica all'emittente[30]. Come suggerisce la denominazione attribuita a tali meccanismi, peraltro, è facile notare come essi abbiano l'ulteriore

[26] Il fenomeno è stato studiato soprattutto da Hu e Black in diversi articoli (*The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, 811 ss.; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in 61 *The Business Lawyer*, 2006, 1013 ss.; ID., *Hedge funds, insiders and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in 13, 2-3, *J. Corp. Fin.*, 2007, 343 ss.; ID., *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, in 14 *Eu. Fin. Man.*, 2008, 663; ID., *Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extension*, in 156 *U. Penn. L. Rev*., 2008, 626). In Italia, v. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (a cura di), in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 650 ss.; LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Società*, 2012, 675 ss.

[27] Oltre agli AA. citati alla nt. precedente v. SCANO, *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, in *Riv. soc*., 2013, 163; MARTIN-PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev*, 2005, 775; CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, in 4 *ECFR*, 2012, 446 ss.

[28] In realtà, sotto il termine di "*decoupling*" vengono spesso riportati solo i meccanismi esterni all'emittente che consentono la separazione dell'interesse economico dal voto. Ma v. HU-BLACK, *The new vote buying*, 858 ss.; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 646 ss.

[29] I sindacati di voto, in realtà sono esterni rispetto all'organizzazione sociale ma destinati ad incidervi alterandone i meccanismi. Sul punto v. *infra* § 6.

[30] Nel nostro ordinamento interno il dibattito sul principio di proporzionalità è stato attualmente rivitalizzato in Italia a seguito dell'introduzione a opera del d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito con modificazioni nella l. 11 agosto 2014, n. 116) delle azioni a voto plurimo nelle società azionarie chiuse (art. 2351, co. 4, c.c.) e il voto maggiorato nelle società quotate (art. 127-*quinques*, T.u.f.). Sul punto v. AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo, maggiorazione del voto* a cura di Tombari, Torino, 2016; BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm*., 2015, 266 ss.; ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LINCIANO, *Le deviazioni dal principio un'azione - un voto*, in Quaderni giuridici Consob n. 5, 2014; SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione – un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921.

conseguenza di ridurre la contendibilità dell'emittente, dovuta alla concentrazione del controllo[31]. Si badi peraltro che si tratta di meccanismi che, pur alterando la proporzionalità tra rischio e potere, non giungono mai al completo azzeramento del primo, presupponendo pur sempre una (seppur ridotta) sopportazione dell'andamento dell'emittente. Ma sempre a livello di organizzazione societaria si colloca anche la c.d. *record date*, ovvero quel sistema che legittima ad intervenire in assemblea chi risulti azionista un certo numero di giorni anteriore all'assemblea stessa, a prescindere da un'eventuale successiva cessione del pacchetto azionario. In tal caso, il potere (esercitabile in quella singola assemblea) risiede nelle mani di chi essendosi spogliato dell'investimento azionario, non ne sopporta più alcun rischio.

La seconda categoria di meccanismi di *decoupling* raccoglie, invece, una vasta gamma di strumenti assolutamente eterogenei tra loro, accomunati dal fatto di consentire una scissione tra interesse economico (c.d. proprietà sostanziale) e potere di voto (derivante dalla mera titolarità formale dell'azione) a fronte di scelte esterne all'organizzazione societaria e dovute: o dall'imposizione di vincoli sulle azioni (pegno e usufrutto e sequestro) là dove consegua l'attribuzione del voto a un soggetto terzo (creditore pignoratizio, usufruttuario, custode); o da un'attività contrattuale avente ad oggetto le azioni (prestito titoli e operazioni di *short selling*, riporto, *put* e *call* ecc.) o da strumenti finanziari (o contratti) derivati che hanno come sottostante le azioni (*swap, future* ecc.). Soprattutto grazie all'evoluzione finanziaria e allo sviluppo dei derivati, è divenuto dunque possibile per il singolo azionista determinare, *unilateralmente*, il livello di rischio a cui esporsi, potendo: da un lato, ridurlo o finanche azzerarlo, mediante l'assunzione di c.d. posizioni corte; o viceversa, incrementarlo, mediante la creazione di posizioni lunghe "sintetiche" che si affiancano a quelle derivanti dalla partecipazione azionaria.

Senza entrare nel merito delle singole fattispecie di cui sopra, si può notare che, ai fini che qua interessano, tali meccanismi incidono sul livello di incentivi all'attivismo del *blockholder* e, conseguentemente, sui problemi di agenzia[32]. La riduzione (o l'azzeramento) della

[31] Sul pregiudizio all'efficienza del mercato del controllo derivante dalle deviazioni del principio di *one share-one vote* v. HART, *Firms, contracts and financial structure*, 1988; GROSSMAN-HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, 1975; HARRIS-RAVIV, *Corporate Governance: voting right and majority Rules*, in 20 *J. Econ. Fin*., 1988, 203.

[32] Sull'aggravamento dei problemi di agenzia in presenza di strumenti che rafforzano il controllo cfr. EASTERBROOK- FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, 73. Ad esempio evidenziano come gli i meccanismi di rafforzamento del controllo si risolvano in un aggravamento degli *agency problems*, v. VENEZZE, *The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe*, in 15 *EBOR*, 2014, 503 ss.; LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, 477. BEBCHUK-KRAAKMAN-TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in Concentrated Corporate Ownership*, Univ. of Chicago Press 2000, 20; GROSSMAN-HART, *One share-One vote and the Market for Corporate Control*, 175. In caso di meccanismi esterni di *decoupling* cfr. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, *passim* e 843 ove l'evidenza della capacità dell'assunzione di posizioni lunghe mediante derivati di incrementare gli incentivi al monitoraggio di *blockholders*.

partecipazione economica infatti: da un lato, potrebbe far venir meno l'incentivo all'attivismo di cui si è detto sopra, ovvero la possibilità di beneficiare (*pro quota*) dei risultati positivi prodotti dall'attività di *monitoring* nei confronti degli amministratori e/o dell'azionista di controllo; dall'altro lato, rischia di rendere maggiormente remunerativo per il *blockholder* utilizzare il proprio potere al fine di estrarre quanti più benefici privati possibile, a discapito degli altri azionisti[33]. Con specifico riguardo ai *Control Enhanching Mechanisms*, inoltre, consentendo la ritenzione del controllo con un minore investimento, si rende più difficile il lancio di scalate ostili, e quindi, viene inibito al mercato del controllo di funzionare come antidoto ai problemi di agenzia[34].

D'altro canto, però, l'aggravamento del rischio di *moral hazard* non è un risultato automatico dell'*empty voting*, il quale potrebbe anche, viceversa, condurre ad una migliore allocazione del voto, spostandolo da chi non è in grado di sfruttarlo adeguatamente, verso chi intende farsi latore di iniziative profittevoli per l'impresa[35]. A ciò si aggiunga che l'azionista di controllo spesso non diversifica il proprio portafoglio di investimento: in tali circostanze la possibilità di "alleviare" il rischio dallo stesso sopportato potrebbe evitare l'assunzione di *policies* eccessivamente prudenti che scartino opportunità di investimento più rischiose ma più remunerative[36].

Da quanto precede risulta che, la già difficile valutazione sull'efficienza del concreto atteggiarsi degli assetti proprietari nel loro complesso, risulta ulteriormente aggravata dalla difficoltà di correttamente valutare gli incentivi all'attivismo del singolo *blockholders* che di tali assetti fa parte. Salvo casi estremi in cui, all'evidenza, il *blockholder* ha, grazie agli strumenti della nuova finanza, un interesse nullo o negativamente correlato a quello dell'impresa - ove l'attivismo non può che essere mosso da interessi in conflitto con quello sociale - è difficile stabilire il comportamento che è possibile aspettarsi dallo stesso nell'ambito della *governance* societaria.

Alla luce della disamina condotta sul ruolo assunto dai *blockholders* nelle dinamiche interne di *corporate governance* delle società quotate, si può a questo punto procedere all'analisi

[33] Per una ricca analisi casistica v. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 828.

[34] VENEZZE, *The Costs of Control-enhancing Mechanisms*, 506; BEBCHUK-KRAAKMAN-TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity*, 301.

[35] CHRISTOFFERSEN-GÉCZY-MUSTO-REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, 2897; HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 820 e 852; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 1015 e 1019; SCANO, *Conflict of interest*, 163; in tal senso già MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in 64, 8, *Colum. L. R.*, 1964, 1436.

[36] HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 852; VENEZZE, *The Costs of Control-enhancing Mechanisms*, 506; v. anche GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control*, 169.

comparatistica delle discipline sulla trasparenza cui tali azionisti qualificati vengono sottoposti al fine di gettare luce su quali profili vengano considerati di pregio per il mercato.

SEZIONE II

ANALISI STORICO-COMPARATISTICA

3. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto nordamericano: *Section* 13(d) e *Section* 13(g) del *Security Exchange Act*.

3.1. I presupposti della trasparenza: il concetto di *beneficial ownership.*

In tema di trasparenza sugli assetti proprietari, gli USA dettano una disciplina piuttosto complessa e contenuta nelle *Sections* 13(d) e (g) del *Security Exchange Act* del 1934, attuate poi dalla *Rule* 13-d[37]. In generale, tale plesso normativo prevede un obbligo di *disclosure* in capo a chiunque risulti, direttamente o indirettamente, da solo o in concerto, "*beneficial owner*" di almeno il 5% azioni di un emittente registrato presso la SEC. Al fine dell'innescarsi della trasparenza in questione è fondamentale capire quando un soggetto possa esser considerato *beneficial owner* del pacchetto azionario rilevante e, a tal proposito, la *Rule* 13d-3 attribuisce tale qualifica a: *i)* chiunque abbia il c.d. "*voting power*", e/o il c.d. "*investment power*" ovvero la discrezionalità di disporre dell'investimento (*Rule* 13d-3(a)); nonché *ii)* chiunque abbia il diritto di acquistare il *voting power* e/o l'*investment discretion* entro 60 giorni (ad esempio tramite l'esercizio di diritti d'opzione o di conversione o la revoca discrezionale di *trusts* o tramite altri strumenti finanziari c.d. *physical settled,* ecc. – *Rule* 13d-3(d)(1))[38]. Peraltro, la *Rule* 13d-5 prevede altresì che l'obbligo in questione scatti, non soltanto là dove la qualifica di *beneficial owner* faccia capo ad un singolo soggetto, ma altresì là dove la soglia di rilevanza venga raggiunta congiuntamente da un "gruppo"[39] di *beneficial owners*[40] legati da un qualsivoglia accordo (anche

[37] A tali norme si potrebbe altresì aggiungere anche la *Section* 16(a), la quale, tuttavia, non è specificamente rivolta, in generale, all'azionariato, ma piuttosto agli insider dell'emittente (tra cui anche gli azionisti che detengono il 10% delle azioni emesse) e finalizzata a monitorare gli investimenti effettuati da soggetti portatori di informazioni che non sono pubbliche, sì da evitare fenomeni di *insider trading*. Su tale disciplina cfr. HOFF-LAROSE-SCATURRO, *Public companies*, Law J. Press, New York, 2006, § 3.9.

[38] CFR § 240.13d–3. Su tale disposizione v. LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial ownership Requirement for Section 13(D) Disclosure*, in 59, 1, *Cath. U. L. Rev*., 263 ss.

[39] Sia la *Section* 13(d)(3) che la *Section* 13(g)(3) stabiliscono "*When two or more persons act as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group for the purpose of acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer, such syndicate or group shall be deemed a ''person'' for the purposes of this SubSection.*". La *Rule* 13d-5(b) specifica poi ulteriormente il concetto, estendendolo anche all'ipotesi di accordi relativi al voto. Cfr. *Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownershi,* in 119 *U. Pa. L. Rev.*, 1971, 853*;* SMALL, *Group Formation under Section 13(d) of the Securities ExchangeAct of 1934*, in 33 *Case W. Res*., 1982, 72 ss.; HOFF-LAROSE-SCATURRO, *Public companies*, § 3.10; LAW, *The Derailment of Section 13(D)*, 271; BAINBRIDGE, *Corporate Law*[2], Foundation Press, 2009, 363.

[40] Non possano, invece, ricadere nel concetto di "gruppo" ai fini della trasparenza in questione soggetti terzi che non rientrino nell'ampia definizione di *beneficial owner*: cfr. *Rosenberg v. XM Ventures*, 274 F.3d 140 (3d Cir. 2001); *Hemispherx Biopharma, Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, 553 F.3d 1351 (11th Cir. 2008), 1364.

non scritto)[41] volto a concertare le decisioni (di voto e/o di investimento) relative allo specifico investimento azionario.

Emerge, dunque, come il legislatore americano abbia preferito dettare una definizione piuttosto ampia della fattispecie, la quale, non si risolve nella mera proprietà (o la titolarità) formale delle azioni, ma chiede di valutare caso per caso la sussistenza sostanziale e concreta del potere (individuale o concertato) di determinare le sorti dell'investimento e/o la direzione del voto ad esso connesso[42]. Una clausola generale, dunque, con cui si è rinunciato ad una tassativa indicazione casistica, ma capace di adattarsi alle diverse circostanze del caso concreto, ancorché, probabilmente, a discapito di una maggiore certezza del diritto. Nella stessa ottica di far prevelare la sostanza sulla forma, la disciplina attuativa ha poi introdotto una specifica norma antielusiva la quale estende la qualifica di *beneficial owner* anche a coloro che al fine di mantenersi nascosti al mercato, utilizzino *escamotage* (quali *trusts*, *proxy* o altri contratti) volti ad evitare l'assunzione del potere di voto o di investimento (*Rule* 13d-3(b)), ma che di fatto viene dagli stessi esercitato[43].

---

[41] In tali circostanze la presenza di un "gruppo" deve esser desunta da una serie di circostanze concrete da cui è possibile desumere il perseguimento di un obbiettivo comune*: Bath Industries, Inc. v. Blot*, 427 F.2d 97, 111 (7th Cir. 1970); *Wellman v. Dickinson*, 682 F.2d 355, (2d Cir. 1982); *Hallwood Realty Partners, L.P. vs. Gotham Partners*, L.P., 286 F.3d 613, 617 (2d Cir. 2002); *Csx corporation, v. The children's investment fund management Llp*, 562 F. Supp. 2d 511 (Southern District of New York, 2008), 552 s.

[42] La stessa SEC, all'atto dell'emanazione della disciplina applicative, ha espressamente sancito che al fine di valutare la sussistenza della *beneficial ownership* è necessaria "*"[a]n analysis of all relevant facts and circumstances in a particular situation […] in order to identify each person possessing the requisite voting power or investment power. For example, for purposes of the Rule, the mere possession of the legal right to vote securities under applicable state or other law […] may not be determinative of who is a beneficial owner of such securities inasmuch as another person or persons may have the power whether legal, economic, or otherwise, to direct such voting*" (SEC, Adoption of *Beneficial ownership Disclosure* Requirements, ExchangeAct Release Nos. 33-5808, 34-13291, 42 Fed. Reg. 12,342, 12,344. Mar. 3, 1977). Si deve dunque guardare soprattutto all'ampia giurisprudenza che si è sviluppata negli anni, al fine di comprendere gli specifici casi in cui si è considerata integrata la *beneficial ownership*. Così, ad esempio, nel caso *Wellman v. Dickinson*, cit., è stata considerata *beneficial owner* una banca d'investimento in relazione alle azioni detenute per conto di alcuni clienti e sulle quali aveva il potere esercitare discrezionalmente il voto; in senso simile, nel caso *Calvary Holdings, Inc. v. Chandler*, 948 F.2d 59, 60 (1st Cir. 1991), fu statuito che là dove il voto venga espresso dal titolare formale delle azioni su indicazione di un terzo, è quest'ultimo a dover esser considerato *beneficial owner*, mentre il primo non è tenuto alla trasparenza; per la sussistenza della *beneficial ownership* in presenza di un derivato cash settled v. *Csx corporation, v. The children's investment fund management Llp*, cit., *infra*. Altro problema ha poi riguardato l'ipotesi di partecipazioni detenute nell'ambito di un gruppo piramidale, sulla quale la SEC ha affermato che "*Because the Rule 13d-3(a) definition of beneficial ownership includes persons who have both direct and indirect, as well as shared, voting and investment power, beneficial ownership by the business units, divisions or Subsidiaries that hold the securities normally should be attributed to the parent entities that are in a control relationship to the shareholder entity. In those instances, where the organizational structure of the parent and related entities are such that the voting and investment powers over the Subject securities are exercised independently, attribution may not be required for the purposes of determining whether a filing threshold has been exceeded and the aggregate amount owned by the controlling persons. The determination as to whether the voting and investment powers are exercised independently from the parent and other related entities is based on the facts and circumstances.*" (SEC, *Amendments to Beneficial ownership Reporting Requirements. Final Rule*, Release No. 34-39538).

[43] Così, ad esempio, la giurisprudenza ha applicato l'obbligo di trasparenza anche in capo a chi "parcheggia" azioni presso terzi intestatari (tenuti al sicuro dai rischi connessi all'investimento azionario), con il segreto

3.2. (segue) *Beneficial ownership*, derivati *cash settled* e il problema dell'*hidden ownership*.

Chiarito il concetto di *beneficial ownership* nell'attuale disciplina statunitense in tema di *ownership disclosure*, si deve a questo punto dar conto di alcuni problemi che si sono posti sulla possibilità di ricomprendere nella definizione dettata dalla *Rule* 13d-3 le posizioni assunte tramite alcune particolari tipologie di strumenti derivati, che consentono di realizzare il c.d. *decoupling*. Proprio l'utilizzo (talvolta sconsiderato) di tali strumenti ha sviluppato un fervente dibattito, iniziato proprio in USA[44] e poi dilagato anche in Europa[45], in merito all'opportunità di sottoporre a trasparenza anche le posizioni lunghe assunte mediante gli stessi.

Il problema ha riguardato, non tanto i c.d. derivati *physical settled*, nei quali viene previsto il diritto di una parte di acquistare le azioni sottostanti e detenute dall'altra parte - tali ipotesi già rientravano a pieno titolo nel concetto di *beneficial ownership* ai sensi della *Rule* 13d-3(d)(1) – quanto piuttosto, i derivati c.d. *cash settled* i quali non comportano l'assunzione diretta e il successivo trasferimento di una partecipazione azionaria, ma prevedono pagamenti differenziali tra le parti, da effettuarsi in denaro e parametrati ad un certo numero di azioni sottostanti. Il caso più emblematico è rappresentato dai c.d. *equity swap*[46], normalmente stipulati tra una banca d'affari (o un'impresa di investimento) e un cliente, mediante i quali: la prima assume una posizione corta rispetto ad uno specifico titolo azionario, impegnandosi a versare al cliente l'(eventuale) incremento di valore delle azioni sottostanti maturato tra la data di stipula del contratto e la data di scadenza dello stesso (oltre ad eventuali distribuzioni di dividenti o riserve intervenute nel medesimo periodo); a contrario, il cliente assume una posizione lunga e si impegna a versare alla banca il valore dell'eventuale decremento del valore del titolo azionario maturato nel medesimo periodo.

Si tratta di una struttura che, dunque, non implica di per sé alcuna diretta acquisizione delle azioni sottostanti, le quali rappresentano un mero indice astratto preso come riferimento per il calcolo dei successivi pagamenti differenziali. Tali meccanismi sono spesso posti in essere

---

accordo di poterle riacquistare ad una data futura, e di dare indicazioni di voto (*SEC vs. Drexel Burnham Lambert, Inc*., 837 F. Supp. 590 (S.D.N.Y. 1993); *Sec v. Bilzerian*, 814 F. Supp. 116 (D.D.C. 1993).

[44] La prima proposta di sottoporre a trasparenza tali strumenti fu avanzata in America da HU-BLACK nei diversi articoli pubblicati sul punto (v. per tutti, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 820). V. anche COFFEE, *Regulators Need to Shed Light on Derivatives*, in *Fin. Times*, 29 giugno 2008. Sulla scia di tali studi nel 2011 fu presentata alla SEC una petizione in cui fu richiesto di intervenire ampliando le maglie del concetto di *benefial ownership* in modo da ricomprendervi anche le ipotesi di cui si discute: v. Petizione, 7 marzo 2011, ("Petizione Wachtell e alt.") reperibile al sito https://www.sec.gov/*Rules*/petitions/2011/petn4-624.pdf).

[45] Per il dibattito a livello unionista v. *infra* § 4.3.

[46] Sul funzionamento degli *equity swap cash settled* v. BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 274; CAPUTO-NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 501 ss.; in generale sugli *swaps* RACUGNO, *Lo Swap*, in *Banca borsa tit. cred*., 2010, I, 39 ss.

nell'ambito di operazioni speculative finalizzate a consentire al cliente di assumere una posizione lunga, analoga a quella derivante da un investimento azionario diretto, senza tuttavia la necessità di immobilizzare il capitale necessario all'acquisto dei titoli[47]. È chiaro però che, non sussistendo alcun investimento azionario, il mero titolare della posizione lunga non potrà (in astratto) considerarsi un *beneficial owner*, mancando del potere di voto e di disposizione delle azioni dell'emittente prese a riferimento.

Ciò premesso, si deve tuttavia notare come alcuni operatori del mercato abbiano talvolta utilizzato i derivati *cash settled* al fine di esercitare, di fatto, un'influenza sull'emittente o di acquisirne una partecipazione rilevante, restando tuttavia nascosti agli occhi del mercato (c.d. *hidden ownership*)[48].

Ciò si spiega tenendo in considerazione che la banca, pur non avendo alcun obbligo giuridico di acquistare le azioni sottostanti, di fatto spesso provvede in tal senso al fine di coprire il rischio a cui si è esposta mediante l'assunzione della posizione corta[49]. In tal modo, dunque, la banca risulta in una posizione del tutto neutra rispetto all'andamento del titolo, in quanto le relative variazioni di valore verranno perfettamente compensate dal ricavo ottenuto dalla vendita del pacchetto azionario di copertura[50]. Ne deriva, dunque, la possibilità di considerare la banca come un *empty voter*, ovvero un soggetto che ha il potere di voto nell'ambito dell'emittente, pur non sopportando alcun rischio in relazione all'investimento azionario effettuato. Il problema principale, in questi casi, non è però tanto (o non solo) il rischio che la banca possa estrarre dei benefici privati dalla propria partecipazione esercitando i poteri sociali in conflitto di interesse con l'emittente[51], quanto piuttosto la probabilità che la stessa assecondi le indicazioni di voto del

[47] BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 278.

[48] Sulla *hidden ownership* v. gli studi di: Hu-Black *supra* nt. 26.

[49] Si badi che, in realtà, l'acquisto delle azioni non è la sola strategia di *hedging* possibile, tuttavia è la più probabile soprattutto là dove il derivato riguardi un numero elevato di azioni che non hanno un gran mercato: v. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 837.

[50] Si pensi ad uno *swap* stipulato tra la banca A (in posizione corta) e il cliente B (in posizione lunga) su 100 azioni della Società Alfa, del valore di 1000. Alla data di scadenza si possono aprire due diversi scenari: *i)* il valore delle azioni si è incrementato (poniamo di 50), sì che la A sarà tenuta a versare la menzionata somma a B; *ii)* il valore delle azioni si è ridotto (poniamo di 40), sì che B sarà tenuto a versare la menzionata somma ad A. Si ponga ora il caso che la banca A abbia acquistato alla data di conclusione dello *swap* le azioni sottostanti (al valore di 1000), le quali vengono rivendute alla scadenza. Nello scenario *sub i)* la Banca A, avrà guadagnato 50 dalla vendita delle azioni, che provvederà a pagare al cliente B. Nello scenario *sub ii)* la Banca A avrà generato una perdita di 40 dalla vendita delle azioni che le verrà pagata in contanti dal cliente B.

[51] V. *supra* § 2.2.

proprio cliente, senza che lo stesso inneschi la trasparenza in questione[52]. In tal senso, dunque, lo *swap cash settled* si sostanzia in una sorta di delega informale all'esercizio del voto[53].

Ma non solo. Nonostante l'assenza di un diritto del soggetto in posizione lunga di acquistare le azioni al termine, in concreto, è molto probabile che ciò comunque avvenga: al termine del derivato, infatti, la banca provvederà a vendere la partecipazione di copertura e, tendenzialmente, preferirà cederla allo stesso cliente piuttosto che collocare i titoli sul mercato, con il rischio di deprimerne il corso[54].

Risulta quindi chiaro come, un siffatto uso dei derivati *cash settled*, consenta alla parte in posizione lunga di esercitare *de facto* il *voting* e l'*investment power* tipici della *beneficial ownership*, la quale tuttavia resta in capo alla banca che mantiene, almeno formalmente, la facoltà di optare per altre strategie di copertura (ad es. assumendo una posizione lunga in un parallelo derivato) e di votare senza tener conto delle richieste del cliente[55]. Peraltro, come spesso accade, la parte in posizione lunga aggrega tale potere di fatto, tramite più *swap* con diverse banche, ciascuno riferito ad una partecipazione inferiore alla soglia di rilevanza, in modo che neanche la banca, a seguito dell'investimento di copertura, inneschi l'obbligo di *disclosure*.

Al fine di porre rimedio a tale situazione, intervenne la giurisprudenza nel famoso caso *Csx corporation, vs. The children's investment fund management Llp*[56], in cui fu statuito che

---

[52] HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 838; LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob*, 677; Consob, *Position paper Cosob in tema di trasparenza proprietaria sulle Posizioni in derivati cash-settled*, 8 ottobre 2009, 4; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in 15 *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2009, 160; LO PO'-STROPPELLO, *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, in *Società*, 2014, 318; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 650. Non sono in realtà mancati dei casi pratici in cui la banca ha sfruttato la partecipazione detenuta a copertura di uno *swap*, al fine di votare in senso contrario alle indicazioni ricevute dal cliente, ma al fine di fare i propri personali interessi: v. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 839.

[53] HU-BLACK, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 1022.

[54] LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob*, 678 e nt. 25; LO PO'-STROPPELLO, *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, 318; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 161; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 650; HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 837, ove anche la descrizione di casi empirici; Consob, *Position paper*, 3; BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 278.

[55] In tal senso, HU-BLACK, *The new vote buying*, 868; LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability*, *passim*. La stessa SEC peraltro, aveva affermato che "*A purchaser of a cash-settled security future would not count the equity securities underlying the contract for purposes of determining whether he is Subject to the Regulation 13D reporting requirements, because he ... does not have the right to acquire beneficial ownership of the underlying security.*"(Commission Guidance on the Application of Certain Provisions of the Securities Act of 1933, 67 Fed. Reg. 43,240, June 21, 2002).

[56] Il caso ha visto due fondi speculativi attivisti (The Children's Investment Fund Management and 3G Capital) interessati ad acquisire una partecipazione nella società CSX, per lanciare una *proxy fight* e far insediare nel *board* alcuni amministratori di propria fiducia. A tal fine, i menzionati *hedge funds* hanno provveduto a stipulare una pluralità di *total return swap* ("TRS") con diverse banche d'investimento, ciascuno relativo ad un quantitativo di azioni sottostanti inferiori al 5% e restando in tal modo del tutto nascosti al mercato. Nel momento in cui gli *hedge funds* si fecero conoscere al mercato, ponendo fine ai derivati e acquistando le azioni, CSX iniziò un'azione giudiziale facendo valere, tra il resto, la violazione

l'utilizzo di derivati *cash settled* fosse suscettibile di innescare la trasparenza, quanto meno ai sensi della *Rule* 13d-3(b) ovvero, là dove fosse integrata la prova che il derivato fosse stato utilizzato al mero fine di eludere l'obbligo in questione evitando la diretta assunzione della *beneficial ownership*. Peraltro, pur non arrivando a statuire la possibilità che gli strumenti *cash settled* potessero considerarsi *ex se* rientranti nel generale concetto di *beneficial ownership ex Rule* 13d-3(a), dalla lettura degli *obiter dicta* della pronuncia emerge chiaramente come venne lasciata aperta la possibilità che una siffatta qualifica potesse essere individuata là dove si desse la prova: *i)* della consapevolezza della parte lunga dall'alta probabilità dell'assunzione delle azioni ai fini di copertura dalla parte in posizione corta; *ii)* della sussistenza di un potere, *de facto*, della parte lunga di condizionare il voto sulle azioni.

Al fine di ridare alla materia una maggiore certezza del diritto, intervenne il *Dodd-Frank* Act del 2010 introducendo la *Section* 13(o), mediante la quale è stato conferito alla SEC il compito di individuare i casi in cui l'acquisto o la vendita di *security based swaps* comporti l'assunzione di una "*incidental ownership*" che possa essere equiparata ad una "*beneficial ownership*" in modo da innescare l'obbligo di trasparenza. Nell'attuazione della delega ricevuta, la SEC ha, tuttavia, assunto un atteggiamento decisamente conservativo: non apportando alcuna modifica alla disciplina regolamentare e limitandosi a dettare alcune linee interpretative che hanno chiuso definitivamente le porte lasciate aperte nel caso *Csx corporation, vs. The children's investment fund management Llp*. Più nello specifico, la Commissione decise di riconfermare lo *status quo*, considerando la definizione generale di "*beneficial ownership*" (*Rule* 13d-3) sufficiente al fine di sottoporre a trasparenza le ipotesi in cui lo strumento derivato viene utilizzato alla stregua di una partecipazione sociale. Ad oggi, dunque, in base all'interpretazione fornita dalla SEC, la parte lunga è tenuta alla trasparenza là dove, in concreto: *i)* il contratto derivato (o accordi *a latere* dello stesso) conferisca giuridicamente il *voting/investment power* (*Rule* 13d-3(a)); oppure *ii)* il derivato faccia parte di un disegno volto ad eludere la trasparenza (*Rule* 13d-3(b)); o, ancora, *iii)* il derivato incorpori il diritto di acquistare le azioni entro 60 giorni (*Rule* 13d-3(d)(1))[57]. Se quindi, mediante tale intervento, la Commissione ha confermato la decisione *Csx corporation, vs. The children's investment fund management Llp*, nella parte in cui sottopone a trasparenza quei derivati utilizzati con mere finalità elusive, viceversa, si distanzia dalla stessa là dove considera integrata la *beneficial ownership* solo in presenza di un accordo (interno o esterno al derivato)

della *Section* 13(d) e della relative disciplina attuativa. La pronuncia, peraltro, fu criticata sia da quanti avrebbero voluto una statuizione più "coraggiosa" che riconoscesse espressamente (e non in un mero *obiter dictum*) la *beneficial ownership* anche al di fuori dell'ipotesi elusiva (BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 269; COFFEE, *Regulators Need to Shed Light on Derivatives*, in *Fin. Times*, 29 giugno 2008), sia da quanti, viceversa, ritennero tale apertura eccessiva e contraria alla disciplina normativa (LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability*, 259 ss.).

[57] Sec, *Beneficial ownership reporting requirements and security based swaps. Final Rule*, 10 ss e 20 ss.

che giuridicamente attribuisca il potere di condizionare il voto e le sorti dell'investimento, alla posizione in parte lunga: a nulla rilevando, dunque, la sussistenza di potere *de facto*.

3.3. Contenuto e funzione dell'informativa sugli assetti proprietari.

Delineati i presupposti in presenza dei quali si innesca l'obbligo di *disclosure* in capo ai *blockholders* (attuali o potenziali), si deve a questo punto segnalare come il sistema americano diversifichi significativamente il contenuto e le tempistiche dell'informativa, la quale, in ogni, caso andrà rivolta sia all'emittente (*Rule* 13d-7) sia alla SEC, la quale provvederà poi a divulgarla al mercato.

Più nello specifico, nell'ordinamento americano esistono ad oggi due *Schedule*s alternative, che prevedono un *set* informativo profondamente diverso: la *Schedule* 13D e *Schedule* 13G[58].

La prima stabilisce che, entro 10 giorni dall'assunzione di una *beneficial ownership*, venga comunicata, accanto ad alcuni dati (peraltro particolarmente dettagliati) sull'investitore e sull'operazione di acquisizione del pacchetto azionario[59], l'intenzione di assumere il controllo e/o di incidere significativamente nella *governance* mediante l'attuazione di operazioni straordinarie (dismissioni di *asset*, *delisting*, M&A ecc.) (*Item* 4) ed eventuali contratti stipulati in relazione alla partecipazione[60]. Tali informazioni andranno poi prontamente emendate in ogni caso in cui

[58] Sulle differenze v. ampiamente GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, in 116, 105, *Columbia L. Rev*., 2016, 105 ss.

[59] Ai sensi della *Section* 13(d)(1), viene richiesta la pubblicazione delle seguenti informazioni: "*(A) the background, and identity, residence, and citizenship of, and the nature of such beneficial ownership by, such person and all other persons by whom or on whose behalf the purchases have been or are to be effected; (B) the source and amount of the funds or other consideration used or to be used in making the purchases, and if any part of the purchase price is represented or is to be represented by funds or other consideration borrowed or otherwise obtained for the purpose of acquiring, holding, or trading such security, a description of the transaction and the names of the parties thereto, except that where a source of funds is a loan made in the ordinary course of business by a bank, as defined in Section 3(a)(6) of this title, if the person filing such statement so requests, the name of the bank shall not be made available to the public; (C) if the purpose of the purchases or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities any plans or proposals which such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major changein its business or corporate structure; (D) the number of shares of such security which are beneficially owned, and the number of shares concerning which there is a right to acquire, directly or indirectly, by (i) such person, and (ii) by each associate of such person, giving the background, identity, residence, and citizenship of each such associate; and (E) information as to any contracts, arrangements, or understandings with any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer of any of the securities, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guaranties of loans, guaranties against loss or guaranties of profits, division of losses or profits, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, arrangements, or understandings have been entered into, and giving the details thereof*".

[60] Si di accordi intercorsi con soggetti anche con chi non è *beneficial owner* ai sensi della *Rule* 13d-1 (*Hemispherx Biopharma, Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, cit.), in modo che non formino quel "gruppo" che innesca l'obbligo di *disclosure* congiunto. La disciplina contiene un elenco esemplificativo, ma non esaustivo di accordi, tra cui "transfer of any of the securities, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guaranties of loans, guaranties against loss or guaranties of profits,

intervengano delle variazioni significative, nonché, in ogni caso in cui il *blockholder* incrementi dell'1% la propria *beneficial ownership* (*Rule* 13d-2(a)).

Emerge dunque un'informativa decisamente spinta[61], che non si limita soltanto a dar conto dell'esistenza (attuale o potenziale) nella compagine sociale di un certo *blockholder*, ma che consente al mercato di sapere, in anticipo, gli accumuli azionari volti a realizzare un *change of control* nonché le specifiche strategie che verranno seguite dall'azionista nell'ambito della *governance* societaria, da solo, o in concorso con altri soggetti con cui ha eventualmente stretto alleanze. La *ratio* di tale disciplina, infatti, è da sempre stata individuata nell'esigenza di evitare l'acquisizione nascosta del controllo, in modo da mettere gli altri azionisti nelle condizioni di operare le proprie scelte di investimento consapevolmente[62] e, conseguentemente, far sì che il prezzo del titolo rispecchi tali valutazioni[63]. Ciò deve essere inteso, non solo come anticipazione di potenziali *takeover*, volti all'aggregazione di una partecipazione che consenta al *blockholder* l'esercizio del controllo, ma di ogni ipotesi in cui questo abbia intenzione di farsi latore di specifiche strategie di *business* per la cui implementazione sarà necessario ottenere l'appoggio di

division of losses or profits, or the giving or withholding of proxies" (17 CFR 240.13d-101). Una copia di tale accordo deve poi essere allegata alla *Schedule* (*Item* 6). BAINBRIDGE, *Corporate Law*[2], 366.

[61] Secondo la giurisprudenza, peraltro, l'obbligo in parola si considera adempiuto non solo quando le informazioni contenute siano veritiere, ma altresì quando siano state fornite tutte quelle informazioni per le quali ci sarebbe un'alta probabilità che un investitore razionale ne tenga conto nelle proprie decisioni di investimento: *Csx corporation, v. The children's investment fund management*, cit., 555.

[62] Nessun dubbio che tale fosse lo scopo perseguito dal *William Act* del 1968 (*Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership*, 853; MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, in 65 *Wash. U. L. Quar.*, 1987, 133; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007, 25 ss.). Tale affermazione è, peraltro, costante sia nella dottrina (v. *ex multis* GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 110; EMMERICH-MIRVIS-ROBINSON-SAVITT, *Fair markets and fair disclosure*, 3 *Harv. Bus. L. Rev.*, 136 ss.; BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 268; HOFF-LAROSE-SCATURRO, *Public companies*, § 3.10.; HU-BLACK, *The new vote buying*, 877; SMALL, *Group Formation under Section 13(d) of the Securities ExchangeAct of 1934*, 74; LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability*, 288; COFFEE, *Regulators Need to Shed Light on Derivatives*, in *Fin. Times*, 29 giugno 2008; MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, in 35 *N.C. Cent. L. Rev.*, 204 ss.; BERMAN, *SEC Takeover Regulation under the Williams Act*, in 62 *N.Y.U. L. Rev.*, 1987; sia nella giurisprudenza, (*ex multis Bath Industries vs. Blot*, 427F.2d 97 (7th Cir. 1970); *GAF Corp. vs. Milstein*, 453 F.2d 709, 717 (2d Cir. 1971); *Wellman vs. Dickinson*, cit., 365; *Hemispherx Biopharma, Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, cit.; *Csx corporation, v. The children's investment fund management*, cit., 550). In senso del tutto analogo per l'ordinamento inglese cfr. PRENTICE, *Statutes – Comaies Act 1974*, in 40 *Mod. L. Rev.*, 1974, 319). Isolata sembra essere invece la voce, seppur autorevole, di chi afferma che ad oggi la disciplina non sarebbe volta tanto a dar conto di eventuali acquisizioni del controllo, quanto, piuttosto, far conoscere la presenza di *blockhoders* che esercitano, con il supporto di altri azionisti, il semplice monitoraggio rispetto al management (BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, 56). Tuttavia, una simile ottica sembra entrare in contrasto con la previsione della diversa *Schedule* 13G, su cui v. *infra* nel testo.

[63] Sulla funzione di *pricing* v. Sec, *Beneficial ownership reporting requirements and security based swaps. Final Rule* (Release No. 34-64628), 2011, 10 reperibile al sito https://www.sec.gov/*Rules*/final/2011/34-64628.pdf; MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204 ss.

altri azionisti (ad es. mediante *proxy fight*)[64]. In altre parole, mediante tale comunicazione si vuole garantire agli azionisti un quadro informativo completo al fine di poter valutare le prospettive e la redditività futura dell'emittente e, conseguentemente, decidere se dare fiducia e sostegno al nuovo *blockholder* (là dove si concluda che le strategie di cui è portatore saranno profittevoli), oppure se opporsi allo stesso (o disinvestire). In tal senso si capisce anche la posizione assunta dalla SEC in tema di derivati *cash settled*: tenuto conto che le posizioni lunghe "sintetiche" si giustificano per finalità meramente finanziarie, la relativa trasparenza ha un senso solo là dove le stesse vengano assunte per essere utilizzate alla stregua di partecipazioni effettive (indicando il voto) o potenziali (acquistando al termine il sottostante).

Nella stessa ottica di disvelare potenziali *change of control* va inquadrata, poi, la possibilità di soddisfare l'obbligo di *disclosure* mediante la *Schedule* 13G[65], la quale consente un significativo snellimento informativo, là dove l'investimento azionario, seppur significativo, è stato posto in essere in un'ottica puramente finanziaria, senza alcuna mira di natura imprenditoriale. Si è visto, infatti, che l'apertura di una società al mercato fa sì che nella sua compagine sociale possano essere presenti azionisti che, seppur rilevanti, vedono nell'investimento azionario una semplice forma di impiego remunerativo delle proprie risorse finanziarie, senza l'ambizione di occuparsi direttamente del *business* dell'emittente. Si è posta, allora, l'esigenza di differenziare gli obblighi informativi, al fine di consentire al mercato, agli azionisti e alla stessa SEC, di individuare con maggiore facilità gli attivisti, conoscerne le *policies* e valutarne l'operato[66].

Più nello specifico, la possibilità di avvalersi della semplificata *Schedule* 13G viene concessa soltanto a due tipologie di azionisti: *i)* i c.d. "*passive investors*", di qualunque natura giuridica, che abbiano una partecipazione inferiore al 20% (*Rule* 13d-1(c)); e *ii)* ad un lungo elenco di investitori istituzionali (tra cui, ma non solo, le *investment companies* registrate) che detengono il pacchetto azionario nell'ordinario corso del proprio *business* (*Rule* 13d-1(a)) [67]. In

[64] Per tale ipotesi v. GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in 113, *Colum. L. Rev.*, 2013.

[65] 17 CFR 240.13d-102.

[66] SEC, *Amendments to Beneficial ownership Reporting Requirements*, 1997, 2. Peraltro, è interessante notare come prima dell'introduzione della *Schedule* 13G, la dottrina avesse notato che la "*Section 13(d) covers a broader field of purchases and has a weaker correlation with actual intention to control*" (*Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership*, 858).

[67] Inizialmente la *Schedule* 13G fu riservata ai soli investitori istituzionali *sub ii)* del testo. A partire dal 1998, l'accesso alla semplificazione informativa fu esteso a tutti coloro che non avessero ambizioni sul controllo. SEC, *Amendments to Beneficial ownership Reporting Requirements*. Final *Rule*., Release No. 34-39538; File No. S7-16-96, reperibile al sito https://www.sec.gov/*Rules*/final/34-39538.txt. Peraltro tra le due categorie vengono previste alcune significative differenze in relazione ai termini di comunicazione alla SEC e all'emittente. Mentre gli investitori passivi non istituzionali sono sottoposti alle medesime tempistiche di comunicazioni (iniziale e successive) previste per i soggetti tenuti alla *Schedule* 13D, per gli investitori istituzionali passivi viene previsto: *i)* un termine di 45 giorni per il raggiungimento del 5%; *ii)*

entrambi i casi viene espressamente richiesta l'assenza di mire sul controllo e/o la volontà di influire significativamente sulla *governance*.

Di tali investitori, è considerato sufficiente conoscere l'identità e l'ammontare della relativa *beneficial ownership* (attuale e potenziale)[68]. Si tratta, in buona sostanza, di una informativa volta alla semplice ricostruzione degli assetti proprietari, omettendo quel complesso informativo relativo alle intenzioni di acquisire il controllo e le *policies* di cui l'azionista si fa portatore. Peraltro, la mancanza di intenzioni di assumere il controllo, consente altresì di rendere meno stringente le successive comunicazioni, le quali andranno rilasciate ad ogni successivo accumulo del 5% e non più dell'1% (*Rule* 13d-2(b)).

Fermo restando, quindi, il minore carico informativo, anche il mero accumulo di una significativa *beneficial ownership* porta con sé l'obbligo di farsi conoscere dall'emittente e dal mercato: ciò si spiega tenendo conto che l'aggregazione di una partecipazione rilevante rende di per sé l'attivismo una strategia di investimento percorribile e, pertanto, nulla esclude che il *passive blockholder* possa in un secondo momento decidere di conquistare il controllo o, comunque, farsi latore di specifiche istanze di gestione o riorganizzazione societaria[69], là dove si ritenga insoddisfatto dalle iniziative degli amministratori in carica. È chiaro, infatti, che la categoria dei "*passive investors*" cui si riferisce il legislatore nord americano, non coincide con quella degli azionisti "apatici", ovvero totalmente disinformato e disinteressato agli eventi societari. Piuttosto, il *passive blockholder* è colui che non ha un interesse attuale al controllo, ma è comunque in grado di svolgere quella generale attività di monitoraggio sul *management*, volta a valutare il rispetto da parte di quest'ultimo dei propri doveri fiduciari verso i soci. Tant'è che l'azionista rilevante che abbia compilato la *Schedule* 13G mantiene il potere di voto e, dunque, di esprimere il proprio gradimento nei confronti dell'operato degli amministratori nell'ambito delle assemblee societarie

un termine di 45 giorni per i successivi incrementi del 5%, o comunque entro il giorno 10 del mese successivo all'acquisto; *iii)* annuale per tutte le altre modifiche.

[68] Il potere della SEC di semplificare la trasparenza in questione è contenuto in due distinte disposizioni. La prima è la *Section* 13(d)(5), introdotta nel 1970 (v. *Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership,* 875) ai sensi della quale l'informativa può limitarsi all'indicazione di informazioni generali ("the name of such person, the number of shares of any equity securities […] which are owned by him, the date of their acquisition"), "*if it appears […] that such securities were acquired by such person in the ordinary course of his business and were not acquired for the purpose of and do not have the effect of changing or influencing the control*". La seconda è la *Section* 13(g), introdotta nel 1977 (con il Domestic and Foreign Investment Improved *Disclosure* Act), la quale rimette alla SEC l'individuazione di ulteriori ipotesi in cui sia sufficiente provvedere ad informazioni semplificate.

[69] In tal caso, chiaramente, scatterà l'obbligo di integrare la precedente comunicazione con la *Schedule* 13D, entro 10 giorni dal momento in cui tali intenzioni sono cambiate, termine durante i quali l'azionista non potrà esercitare il proprio potere di voto né aumentare la partecipazione detenuta (*Rule* 13d-1(e)(f)). Resta aperto il problema, di non poco momento, di capire quando le intenzioni dell'azionista siano cambiate, considerato che si tratterebbe di indagare su propositi soggetti dell'individuo: v. GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 117 ss.

anche in caso di *proxy contest*[70]. Fino a quando, dunque, l'azionista non abbia maturato l'intenzione di esercitare un attivismo spinto e pervasivo tipico del controllo, ma si limiti alla supervisione del *management*, l'ordinamento non richiede alcuna particolare informazione sui relativi orientamenti di *governance*, ma solo di rendere nota la relativa presenza nella compagine sociale.

Pare quindi che la disciplina USA in tema di trasparenza sull'azionariato tenda a distinguere tre tipologie azionisti: *i)* quelli minimi, (ovvero le cui partecipazioni restano al di sotto delle soglie di rilevanza) che non sono in grado di dispiegare alcuna influenza sulla *governance* e pertanto si presume che restino del tutto apatici; *ii)* quelli passivi, che pur assumendo un'ottica puramente finanziaria, aggregano una partecipazione tale da consentirgli in astratto di esercitare proficuamente l'attività di monitoraggio sul *management*, e che potenzialmente potrebbero decidere in futuro di esercitare il controllo; *iii)* quelli attivi, che ambiscono a raggiungere il controllo e implementare le proprie strategie di *business*, le quali dovranno esser rese pubbliche. In altre parole, tanto più è vicino l'intento di esercitare il controllo, tanto più stringente sarà la trasparenza cui vengono sottoposti[71].

Si può pertanto concludere che il legislatore americano, consapevole della difficoltà di valutazione degli assetti proprietari e degli incentivi che inducono il singolo ad occuparsi della *governance* di cui si è dato conto nel paragrafo introduttivo, impone una trasparenza diversificata che consente con maggiore facilità di condurre tale analisi.

3.4. Prospettive di riforma.

Sulla disciplina USA appena esposta, sono ad oggi pendenti presso la SEC due distinte Petizioni di riforma, le quali chiedono un ammodernamento in punto di: *i)* abbreviazione dell'attuale termine di 10 giorni per la presentazione della *Schedule* 13D (c.d. Petizione Wachtell e alt.)[72]; *ii)* ampliamento delle informazioni richieste in modo da comprendere altresì le eventuali

[70] Così, GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 118; e nella giurisprudenza, *Third Point LLC v. Ruprecht*, No. 9469-VCP (Del. Ch. May 2, 2014) "*there do not appear to be any restrictions whatsoever on a Schedule 13G filer who wishes to vote for a dissident slate in a proxy contest*". La SEC ha peraltro riconosciuto la possibilità che l'azionista "*passive*" possa esercitare il diritto di presentare delle proposte in materie relative ad interessi pubblici o sociali (SEC, *Amendments to Beneficial ownership Reporting Requirements*, 2).

[71] L'efficienza di una simile struttura della trasparenza a fornire al mercato un'informazione rilevante su potenziali *change of control* è stata di recente messa in discussione da GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 118, considerando la facilità con cui azionisti attivi possano abusivamente utilizzare la *Schedule* 13G per molto tempo, celando i propri reali intenti, senza peraltro andare incontro a specifiche misure sanzionatorie da parte della SEC.

[72] Si tratta della stessa petizione presentata in tema di derivati *cash settled*. V. *supra* § 3.2.

posizioni corte detenute dal *blockholder* (c.d. Petizione Nasdaq)[73]. Non si può non notare come entrambe le menzionate Petizioni evocano problemi analoghi a quelli emersi anche con specifico riferimento alla *mandatory portfolio disclosure*[74]. A ciò si aggiunga, peraltro, che il dibattito che è scaturito su tali profili ha portato ad un significativo approfondimento sull'impatto che la trasparenza che qui ci occupa ha sul mercato e sulla *governance* degli emittenti. Pare pertanto opportuno una breve analisi delle menzionate proposte di riforma.

3.4.1. Il termine di dilazione per la comunicazione all'emittente e alla SEC e l'effetto della trasparenza sul mercato del controllo.

Il dibattito sull'opportunità di abbreviare il termine di 10 giorni per la comunicazione della *Schedule* 13D, si è innescato a seguito dall'approvazione del *Dodd-Frank Act*, con il quale è stato riconosciuto alla SEC il potere di ridurre il termine di comunicazione. Al pari di quanto già visto in relazione alla *mandatory portfolio disclosure*, anche in tale occasione, si è sostenuta la necessità di evitare che un termine eccessivamente lungo[75] possa rendere le informazioni contenute nella comunicazione tardive e inutili. Più nello specifico, tenuto conto che lo scopo della trasparenza è, come visto, quello di far sì che il mercato e gli altri azionisti vengano tempestivamente informati di potenziali *change of control*, la fissazione di un termine di 10 giorni, in pendenza del quale il *blockholder* può continuare a rastrellare azioni sul mercato[76], consentirebbe il raggiungimento del controllo (o comunque l'aggregazione di una partecipazione ragguardevole) prima che il mercato possa rendersene conto. A ciò si aggiunga, peraltro, che l'assunzione nascosta del controllo avrebbe l'ulteriore indesiderabile conseguenza di impedire la corretta fissazione del prezzo, il quale non sarebbe in grado di rispecchiare il valore assunto dall'impresa a fronte delle nuove strategie di cui è portatore il *blockholder* e, pertanto, trarrebbe in inganno gli azionisti e il mercato[77].

---

[73] V. Petizione presentata il 7 dicembre 2015 da Nasdaq e reperibile al sito https://www.sec.gov/*Rules*/petitions/2015/petn4-691.pdf.

[74] V. *supra* Cap. I, § 2.1.2.

[75] Secondo la Petizione *Section* 13(d), si tratterebbe, infatti, di un termine che rimasto invariato nel tempo e che, se all'epoca della prima introduzione della *Section* 13(d), si poteva giustificare alla luce dell'esigenza di consentire agli azionisti rilevanti la preparazione della documentazione richiesta per l'adempimento, ad oggi - grazie all'evoluzione tecnologica – non avrebbe più senso mantenere. In adesione alla Petizione v. EMMERICH-MIRVIS-ROBINSON-SAVITT, *Fair markets and fair disclosure,* 136 ss.

[76] Di tale fenomeno davano già conto SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control,* 470 e 477 "*While the 13-D must be filed within 10 days of passing the 5 percent holding, it is common for filers to have accumulated significantly more than 5 percent at the time of the filing*".

[77] MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204 ss. D'altro canto, lo stesso *Dodd-Frank Act*, ha giustificato il potere della SEC di abbreviare i termini proprio con l'esigenza di garantire la corretta funzione di *pricing.*

Contro l'opportunità di abbreviare il termine in questione, si è tuttavia schierata autorevole dottrina[78], adducendo, anche qui, argomentazioni che evocano quelle fatte valere in relazione alla *mandatory portfolio disclosure*, ovvero quello di evitare che il *blockholder* riduca i guadagni attesi dall'investimento operato. Più nello specifico, si è fatto notare che proprio la capacità della *beneficial ownership transparency* di innalzare il prezzo del titolo sul mercato aumenterebbe il costo che il *blockholder* deve sostenere per l'aggregazione della partecipazione rilevante necessaria al fine di implementare le *policies* pianificate[79].

Ciò premesso, si deve tuttavia notare che, in riferimento alla questione che ci occupa – e a differenza di quanto visto in precedenza – consentire l'incremento dei profitti del *blockholder* non è visto come obbiettivo ultimo, ma sarebbe semplicemente il medio tramite il quale perseguire ulteriori interessi meritevoli di tutela, che farebbero capo agli stessi soggetti tutelati dalla trasparenza in questione: gli azionisti e il mercato. Infatti, maggiore è il profitto di cui il *blockholder* si appropria, più alta è la possibilità che lo stesso investa nel monitoraggio degli amministratori. In buona sostanza, la possibilità di appropriarsi di una fetta maggiore dell'incremento di valore dell'impresa connesso al monitoraggio renderebbe quest'ultimo meno costoso e, dunque, più frequente. Secondo tale visione, dunque, abbreviare i termini di trasparenza e, conseguentemente, impedire al *blockholder* di proseguire nell'acquisto delle azioni sul mercato quando ancora il prezzo non si sia adeguato alla sua presenza, rischierebbe di disincentivare proprio quell'attivismo che conduce ad una riduzione del rischio di *moral hazard*, a beneficio di tutti gli azionisti.

In realtà, ad avviso di chi scrive, una simile visione non tiene adeguatamente in considerazione la profonda differenza tra *Schedule* 13D e 13G, dove la prima – cui si riferisce la petizione - è rivolta, non al mero monitoraggio "passivo" sull'operato del *management*, bensì alla possibilità che si verifichino *change of control*, tali da consentire l'esercizio (da soli o con il sostegno di altri azionisti) del controllo. Tale trasparenza, infatti, non vuole portare alla luce gli orientamenti di *governance* di chi limita il proprio attivismo alla sorveglianza degli amministratori, ma divulgare i piani di coloro che intendono esercitare uno *shareholder activism* particolarmente spinto, volto all'implementazione di specifiche *policies* che incidano direttamente sulla organizzazione societaria e imprenditoriale dell'emittente[80].

---

[78] BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, 36; BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, 1153; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 902 ss.

[79] Per alcuni casi realmente occorsi, v. MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204 ss.

[80] BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, 36, i quali, d'altro canto, contestano la *ratio* "classica" della trasparenza e affermano proprio che essa sia volta a dar conto, non di potenziali *change of control*, bensì dei *blockholder* che esercitino l'attività di *monitoring*, v. *supra* nt. 62; ma v. GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 902 ss., i quali invece si focalizzano sull'ipotesi in cui l'attivista sia un azionista di

Ciò premesso, si potrebbe ritenere che le medesime argomentazioni fatte valere dalla teoria in questione restino ferme anche assumendo un'ottica maggiormente incentrata al funzionamento del mercato del controllo. Anche in tal senso, infatti, la possibilità per i *bidders* di rastrellare sul mercato quante più azioni possibile, prima che il prezzo si innalzi a seguito della comunicazione della notizia relativa all'intenzione di scalare (c.d. *toehold*)[81], rappresenta un sistema che consente di assumere il controllo ad un costo più basso e, pertanto, incentiva il lancio di *takeovers* e lo sviluppo del mercato del controllo, il quale, come visto, rappresenta anch'esso un rimedio agli *agency problems*.

Tale affermazione merita, tuttavia, una precisazione. È pacifico che l'efficienza del mercato del controllo, non possa esser perseguita semplicemente facilitando il lancio di *takeover*, in modo da incrementarne il numero. Piuttosto, un mercato che sia in grado di allocare efficientemente il potere di controllo, presuppone un sistema che sia in grado di bloccare *change of control* inefficienti (ovvero dissipativi di ricchezza) e favorire quelli efficienti (produttivi di ricchezza)[82]. Tradotto nel linguaggio degli *agency problems*, ciò significa che la capacità del mercato del controllo di porre rimedio al rischio di *moral hazard* postula che l'operazione non si limiti ad una mera sostituzione di un rapporto di agenzia (tra *management* e azionisti) con un altro rapporto di agenzia (tra maggioranza e minoranza), ma che il potere venga sottratto a chi lo utilizza in maniera infedele o inefficiente per esser trasferito in capo a chi, viceversa, lo sfrutti al fine di fare il miglior interesse dalla società e dei suoi azionisti.

In quest'ottica, la trasparenza su potenziali *change of control* è volta proprio a fungere da filtro tra *takeovers* efficienti ed inefficienti: grazie alle informazioni sui piani dello scalatore, gli azionisti vengono messi in condizione di valutare le relative proposte di *business* e, dunque, decidere se dare il proprio sostegno o viceversa frenare le mire del potenziale controllante là dove

---

minoranza che non si limiti al mero monitoraggio ma richieda l'appoggio di altri azionisti al fine di implementare nuove strategie di business.

[81] MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, *passim*; BERTACCINI, To disclose or not to disclose?, 269; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, 26; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 902; HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 84; FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, in: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, 2000, 3-5, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=265429. Nella letteratura economica in tema di mercato del controllo: cfr. BRIS, *Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Bing Acquired*, in 8 *J. Corp. Fin*., 2002, 227; BETTON-ECKBO-THORBURN, *Merger negotiations and the toehold puzzle*, in 91 *J. Fin. Econ*., 2009, 158; GILSON-BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press,1995, 899; FISCHEL, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, in 57 *Tex. L. Rev*., 1978, 13; In Italia, POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 200; PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, in *Riv. soc*., 1998, 166. Per l'idea secondo cui, più alto è il guadagno del blockholder, più alta è la possibilità che lo stesso scali la società anche per un ridotto incremento di valore della stessa SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 464.

[82] POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo*, 1.

risultino inefficienti. Ne deriva, dunque, che l'eventuale tardività di una simile informazione (che potrebbe giungere nel momento in cui il controllo è già stato acquisito mediante acquisti sul mercato) renderebbe impossibile bloccare *takeover* mossi da interessi meramente privati e, pertanto, inefficienti[83]. D'altro canto, la disciplina non impedisce affatto la possibilità di rastrellare un *toehold*, ma semplicemente ne predetermina l'ammontare, fissandolo al 5%[84], sì che eventuali esigenze di maggiore riservatezza dovrebbero riflettersi in proposte volte ad innalzare detta soglia[85].

Tali esigenze potrebbero, invero, essere rinvenute in un altro rischio di inefficienza del mercato del controllo, rappresentato dalla possibilità che una simile informazione consenta, non tanto agli azionisti di valutare i piani del *blockholder*, quanto al *management* di trincerare la propria posizione dietro *poison pills* o altre misure difensive là dove percepisca l'ostilità della scalata, a prescindere dalla capacità della stessa di incrementare il valore dell'impresa[86].

3.4.2. Trasparenza sulle posizioni corte ed empty voting.

Passando al secondo profilo di riforma individuato, si deve evidenziare che, ai fini che qua interessano, la Petizione Nasdaq ha richiesto di riservare alle posizioni corte la medesima

---

[83] POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo*, 196 ss.

[84] L'esigenza di garantire l'aggregazione nascosta di un certo *toehold* sembra emergere anche tenendo conto della genesi storica della norma. Infatti, la prima proposta sul punto presentata dal senatore Williams, prevedeva addirittura una trasparenza anticipata rispetto l'assunzione della *beneficial ownership*. Tale proposta fu successivamente abbandonata a favore di un obbligo di *disclosure* successivo, che quindi consentisse l'aggregazione nascosta della partecipazione rilevante. D'altro canto, è frequente l'affermazione secondo cui il legislatore storico abbia voluto assumere una posizione neutra rispetto agli interessi contrapposti di *incumbents* e *management*: *Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership*, 875; KATSKEE, *The Genealogy of the Outsider's Role in Disclosure of Equity Ownership in Corporate Acquisition*, in 50, 1, *Nebraska L. Rev*., 1971, 68; MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204; BAINBRIDGE, *Corporate Law*[2], 361. Per l'idea secondo cui il legislatore storico abbia volute bilanciare l'incisività della trasparenza con l'allungamento del termine, cfr. BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, 45; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 401.

[85] Per l'idea che un certo livello di segretezza possa esser anche benefica per l'efficiente funzionamento del mercato del controllo HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 841; GROSSMAN-HART, *Disclosure law and takeover bids*, in 35 *J. Fin. Ec*., 1980, 323; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo*, 558. D'altro canto, gli autori che si sono preoccupati di garantire una maggiore dinamicità del mercato del controllo in sistemi a proprietà diffusa, hanno proposto un innalzamento della soglia di rilevanza, più che una dilazione dei termini ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 735. Per i sistemi a proprietà concentrata v. *infra* § 5.1.

[86] MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, *passim*.; BERTACCINI, *To disclose or not to disclose?*, 269; POMELLI, *Transferimento e consolidamento*, 200; FISCHEL, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 14. Dall'esigenza di bilanciare gli opposti interessi, che potrebbero avere un peso diverso da emittente ad emittente, è nata la proposta di lasciare maggiore flessibilità alle società nel determinare il termine entro il quale adempiere alla *disclosure*, entro limiti prefissati dalla SEC: MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204 ss.

trasparenza cui sono sottoposte le posizioni lunghe[87], al fine di gettar luce su potenziali distorsioni di *governance* che l'assunzione di una posizione riduzionista porta con sé, là dove si affianchi, nettizzandola, ad una *beneficial ownership*. In tal senso, la Petizione si pone in perfetta continuità con quella dottrina[88] che già una decina d'anni fa aveva evidenziato la necessità di rendere edotto il mercato (e gli altri azionisti) della presenza di situazioni di *decoupling* derivanti da meccanismi esterni all'emittente[89].

Ciò premesso, si potrebbe forse ritenere che disvelare l'interesse economico sottostante all'assunzione di una *beneficial ownership* non rientri tra le funzioni della disciplina nordamericana in commento, la quale, come più volte ripetuto, è stata pensata al diverso fine di dar conto di potenziali *change of control* per i quali risulta irrilevante l'eventuale riduzione del rischio sotteso all'investimento operato. Gli azionisti, in buona sostanza, sarebbero già messi nelle condizioni di valutare la bontà dei piani dell'azionista rilevante e la relativa attinenza all'interesse sociale. D'altro canto, però, non sembra potersi del tutto negare la rilevanza del rischio assunto al fine di operare una valutazione maggiormente oculata delle intenzioni comunicate dal *blockholder*.

4. La trasparenza degli assetti proprietari nel diritto interno e comunitario.

Conclusa l'analisi della disciplina USA in tema di *beneficial ownership disclosure* è possibile a questo punto procedere alla comparazione con la normativa interna (e comunitaria) volta a gettare luce sugli assetti proprietari delle società quotate. Il riferimento va innanzitutto alle disposizioni dettate dalla Direttiva 109/2004/CE (c.d. Direttiva *Transparency*, così come recentemente modificata dalla Direttiva 350/2013/UE), attuate nel nostro ordinamento dall'art.

[87] In realtà la Petizione Nasdaq si rivolge al più generale tema dello *short selling*, che è stato oggetto di un ampio dibattito (tra accademici e pratici) relativo alla necessità di operare un bilanciamento tra: da un lato, la potenziale capacità di tali operazioni di generare rischi sistemici o abusi di mercato; dall'altro, gli effetti benefici derivanti dalla maggiore liquidità ed efficienza del mercato nel fissare i prezzi dei titoli che lo *short selling* porta con sé. Tuttavia, la medesima fa altresì riferimento alle ipotesi in cui le posizioni corte vengano assunte, non per il tramite di vendite allo scoperto, ma altresì tramite derivati *cash settled*, ampliando i profili problematici ad aspetti di *governance*.

[88] Sulla necessità di sottoporre a trasparenza tanto le posizioni lunghe quanto quelle corte v. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 878 ss; ID., *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, 1018; più di recente, BARRY-HATFIELD-KOMINERS, *On derivatives markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership*, in 99 *Virginia L. Rev.*, 2013, 1105 ss.

[89] Il problema non si pone, invece, per quelle alterazioni del principio di correlazione derivanti dai c.d. *Control Enhanching Mechanisms*, i quali, sostanziandosi in particolari forme di organizzazione societaria sono già noti al mercato. HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 858; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 645 ss.; uno spunto anche in GINEVRA, *Il capitale sociale nel XXI secolo. Crisi e critica di un istituto*, dal manoscritto consultato per gentile concessione dell'Autore.

120 del T.u.f, nonché dalle disposizioni regolamentari contenute nel Regolamento Emittenti agli artt. 116-*terdecies* e ss.

4.1. Evoluzione della disciplina: cenni.

L'introduzione nel nostro ordinamento giuridico di una forma di trasparenza "forte" sugli assetti proprietari degli emittenti è decisamente più recente rispetto a quanto visto per l'ordinamento americano.

Un primordiale obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti fu previsto, inizialmente, all'art. 5 della l. n. 216/1974, il quale, tuttavia, si rivolgeva non a chiunque bensì alle sole società (s.r.l. o s.p.a.)[90] che detenessero (anche indirettamente tramite interposta persona o un fiduciario o una società controllata) una partecipazione superiore al 2% del capitale votante[91] di una società quotata. Peraltro, nella sua formulazione originale, tale comunicazione doveva essere effettuata entro 30 giorni e andava rivolta allo stesso emittente e alla Consob, senza tuttavia che nessuno avesse l'obbligo di renderla pubblica[92].

Si può fin da subito notare, come siamo ancora molto lontani rispetto alla pervasiva trasparenza che diversi anni prima era stata introdotta in USA. D'altro canto, l'obbiettivo della disciplina interna era ben diverso da quello che aveva portato all'introduzione della *Section* 13(d),

[90] Tale limitazione fu introdotta in sede di conversione del d.l. n. 95/1974, il quale aveva, in realtà, previsto che l'obbligo di comunicazione ricadesse su "chiunque" possedesse una partecipazione superiore al 3%. Per una critica della riduzione dell'ambito di applicazione soggettivo, v. CONSOB, *Proposte della Consob sulle modifiche alla legge 7 giugno 1974 n. 216*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 513 (ove l'evidenziazione di molteplici aspetti problematici della disposizione).

[91] La disciplina originaria specificava che, ai fini del calcolo delle partecipazioni, non si doveva tenere in considerazione le azioni prive del diritto di voto, mentre si doveva tener conto di quelle detenute indirettamente per il tramite di interposti o fiduciarie o società controllate.

[92] Il mercato poteva avere contezza di tali dati solo là dove la Consob esercitasse la propria facoltà di divulgazione (D'ALESSANDRO, *La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 335; CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti in società quotate o ammesse al mercato ristretto. Novità legislative e regolamentari*, in *Giur. comm*., 1993, I, 282; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, 22, 1991, 513). Fuori da tale ipotesi, in dottrina si discuteva anche sulla sussistenza di un potere di accesso a tali informazioni in capo ai soci, giungendo solitamente a dare risposta negativa. Su tale dibattito v. ampiamente CAMPOBASSO, *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni azionarie e informazione agli azionisti*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 57 ss.

e si sostanziava nell'esigenza di sottoporre a monitoraggio eventuali incroci azionari[93], in modo da evitare i connessi inconvenienti in termini di inquinamento degli equilibri di *governance*[94].

L'ampliamento della trasparenza in questione avvenne mediante due distinti provvedimenti normativi che intervennero a notevole distanza di tempo. Il primo emendamento si ebbe mediante la l. n. 281/1985 la quale eliminò la restrizione soggettiva, estendendo l'obbligo informativo a chiunque (anche persona fisica) partecipasse in misura rilevante al capitale votante di una società quotata[95]. A partire da tale intervento, dunque, la disciplina iniziò a consentire di

[93] Sulla connessione dell'originario obbligo di comunicazione delle partecipazioni qualificate con gli incroci azionari cfr. FOSCHINI, *Finalità delle comunicazioni e dichiarazioni di cui agli artt. 5 e 17 della legge n. 261/74*, in *Riv. dir. comm*., 1976, II, 60; ID., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali reciproche*, in *Impresa, ambiente e pubbl. amm*., 1974, I, 244; SCHIRÒ, *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216: Obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali e partecipazione reciproche*, in *Riv., dir. civ*., 1976, II, 273; D'ALESSANDRO, *La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, 327; FERRO LUZZI, *Art. 9, 1° e 2° comma, della legge 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *Banca, borsa e tit. cred*., 1986, I, 327; CAMPOBASSO, *Obbligo di comunicazione*, 65 ss.; ID., *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 977; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, in *Giur. comm.*, 1988, 383; CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993, 78; MAVIGLIA, *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di Rabitti Bedogli, Milano, 1998, 640; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in AA. VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate* a cura di Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 684; CORRADI, *Sub art. 120*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1244; SBISÀ, *Sub art. 120*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa Capriglione, II, Padova, 1998, 640; BIANCHI-STANDERINI, *Sub art. 121*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 654). Tuttavia, già tra i primi commentatori della norma non mancò chi, accanto a tale funzione, iniziò ad individuare nella disciplina in questione l'obbiettivo di dar conto di potenziali scalate ostili, al fine di tutelare non tanto al mercato (o agli azionisti di minoranza) quanto direttamente l'azionista di controllo: così CAMPOBASSO, *Obblighi di comunicazione*, 65. Altri ancora identificarono, invece, una primordiale disciplina sulla trasparenza dei gruppi finanziari che esercitano il controllo (FERRI, *(voce) Partecipazione rilevante*, in *Enc. Dir*., XXXII, 1982, 22).

[94] Come noto, gli incroci azionari pongono anche il diverso problema dell'annacquamento del capitale sociale. Tuttavia, sin dalla disciplina del 1974, i limiti posti alle società quotate in tema di partecipazioni reciproche hanno sempre riguardato esclusivamente incroci di azioni votanti tralasciando completamente le azioni di risparmio, nonostante anche queste comportino i medesimi rischi per l'effettività del capitale. Per l'idea che la *ratio* dei divieti di incroci azionari sia sempre stata quella di tutelare i profili amministrativi e non quelli patrimoniali: COLOMBO, *Per una disciplina "comune" delle partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2000, 842; CORRADI, *Sub art. 121*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1258; DONATIVI, *Sub art. 121*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini Gasparri, Milano, 2012, 1632; D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in *La disciplina dei gruppi di società nella novella del 1974*, 1978, 153; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la l. n. 281/1985*, 352; *contra*, MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, Padova, 2004, 99; senza giustificazione anche TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, 384.

[95] Sull'individuazione dei soggetti tenuti alla comunicazione a seguito dell'intervento del 1985, v. FERRO LUZZI, *Art. 9, comma 1° e 2°, l. 281/85: prime considerazioni esegetiche*, 427 ss., il quale distingue tra: *i)* partecipazioni in senso tecnico, ossia che attribuiscono la qualità di socio; *ii)* possessi indiretti, ossia partecipazioni detenute per il tramite di altri soggetti; *iii)* altre partecipazioni, che vengono in rilievo per la semplice possibilità di esercitare il voto. V. anche DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 702 ss.

tracciare un quadro più completo degli assetti proprietari dell'emittente, e ad emanciparsi dall'originario obbiettivo di consentire un monitoraggio sugli incroci azionari[96].

Il passaggio ad una forma di trasparenza "forte", invece, si ebbe solo a partire dal 1992, con il recepimento della Direttiva 627/88/CEE[97], ove l'obbligo di pubblicazione al mercato venne imposto dapprima in capo all'emittente (d.lgs. 90/1992) per poi essere spostato in capo alla stessa Consob (l. 149/1992)[98]. È dunque a partire da questo momento che inizia a darsi rilevanza al valore che l'informazione sugli assetti proprietari delle società quotate ricopre per il mercato azionario.

Nel corso degli anni, poi, la disciplina in questione fu oggetto di numerosi ulteriori interventi normativi operati: da un lato, in sede di emanazione del Testo unico in materia finanziaria (d.lgs. 58/1998, c.d. "T.u.f.") ove la trasparenza sugli assetti proprietari fu recepita all'interno dell'art. 120[99]; dall'altro, in numerose ulteriori occasioni in cui si pose l'esigenza di intervenire sulla materia al fine di recepire l'evoluzione sia della normativa comunitaria, sia dello stesso mercato.

---

[96] V. *ex multis* FERRO LUZZI, *Art. 9, comma 1° e 2°, l. 281/85*, 425; D'ALESSANDRO, *La "trasparenza"*, 329; GIUDICI, *Sub art. 120*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini Gasparri, Milano, 2012, 1619; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 682; PAOLUCCI, *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2001, 55; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, 384; CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *L'informazione societaria*, 79; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Trattato Rescigno*, 22, 1991, 511; GIANNELLI, *Sub art. 120*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario* diretto da Marchetti-Bianchi, 1999, 775; BIANCHI-STANDERINI, *Sub art. 121*, 655.

[97] Si tratta della prima Direttiva (relativa alle informazioni da pubblicare al momento dell'acquisto e della cessione di una partecipazione importante in una società quotata in borsa) con cui fu imposto agli Stati membri di prevedere l'obbligo in capo a chiunque acquistasse (o cedesse) partecipazioni "importanti" di darne comunicazione (entro 7 giorni) alla società e all'Autorità di vigilanza (art. 4), le quali avrebbero poi dovuto provvedere alla pubblicazione dell'informazione ricevuta (art. 10). Sulla Direttiva 88/627/CEE v. BECHT, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 114 ss. Per il relativo recepimento in Italia v. CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti in società quotate o ammesse al mercato ristretto. Novità legislative e regolamentari*, 280 ss.

[98] Su tale passaggio v. *ex multis*, MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 640; CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 977; GIUDICI, *Sub art. 120*, 1620; SBISÀ, *Sub art. 120*, 641; CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *L'informazione societaria*, 79. Si badi, peraltro, che con il secondo intervento normativo del 1992 si giunse a imporre alla Consob la divulgazione del superamento della prima soglia (art. 5 della l. 74/216), mentre restò in capo alla società l'obbligo di divulgazione delle ulteriori comunicazioni: CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti*, 283.

[99] Per un commento alla prima formulazione dell'art. 120 v. CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 976 ss.; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1112 ss.; MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 638 ss.; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, 679 ss.; SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in *Società*, 1999, 562 ss.; GIANNELLI, *Sub art. 120*, 775; PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, 152.

Ciò ha condotto all'attuale sistema interno, in cui, come noto, viene previsto che chiunque aggreghi una partecipazione che superi il 3%[100] (o 5% in caso di PMI) del capitale *votante* di una società italiana quotata (in un mercato comunitario), debba tempestivamente comunicarlo all'emittente e alla Consob (art. 120, co. 1 e 2, TUF), pena la sospensione del voto. A sua volta, poi, la Commissione provvederà a rendere pubbliche le comunicazioni ricevute entro i successivi 3 giorni. Il medesimo obbligo poi si innesca là dove la partecipazione raggiunga, superi o si riduca rispetto alle ulteriori soglie di rilevanza decise dalla Commissione, e ad oggi fissate al: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% (art. 117 RE).

Rispetto al sistema USA, è possibile fin da subito notare alcune differenze. In primo luogo, la maggiore celerità con cui l'informazione in questione è resa accessibile nel nostro mercato[101] (art. 121 RE). In secondo luogo, se da un lato la soglia iniziale imposta da nostro legislatore interno è più bassa; dall'altro lato, gli intervalli fissati per gli obblighi successivi si avvicinano più a quanto richiesto dalla *Schedule* 13G che alla *Schedule* 13D.

4.2. I presupposti della trasparenza: il concetto di "partecipazione rilevante".

Per chiarire la fattispecie che fa scattare l'obbligo di *disclosure* in questione si deve delineare correttamente il concetto di "partecipazione rilevante".

A tal proposito, nessun problema pone il significato da attribuire all'aggettivo della "rilevanza", il quale si riferisce al semplice raggiungimento delle soglie fissate a livello normativo[102]. Peraltro, con specifico riguardo agli azionisti istituzionali – intesi nell'accezione qui adottata di Sgr – la prima soglia di rilevanza della partecipazione detenuta è fissata al 5%, calcolato avendo riguardo ai diversi fondi (OICVM o FIA) gestiti (art. 119-*bis*, co. 7, RE)[103]. Ne

[100] Con il recente d.lgs. 15 febbraio 2016 n. 25 si è provveduto ad innalzare di un punto percentuale la precedente soglia da sempre fissata al 2%. Con la Delibera n. 19614 del 26.5.2016 la Consob ha provveduto ad allineare l'art. 117 RE.

[101] In origine la disciplina prevedeva un termine decisamente lungo e fissato a 30 giorni, il quale era stato sottoposto alle aspre critiche della stessa Consob (v. già CONSOB, *Proposte della Consob sulle modifiche alla legge 7 giugno 1974 n. 216*, 514 e successivamente, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1987*, in *Riv. soc*. 1988, 1039 "*è evidente che tale termine non risponde affatto ad un'esigenza identificabile nella tempestiva conoscenza dei passaggi delle partecipazioni rilevanti. Anche a tale proposito si ritiene doveroso prospettare la necessità di una modifica normativa, che permetta alla Consob di acquisire tempestivamente ogni utile informazione circa la composizione dell'azionariato"*). Solo a seguito del recepimento della prima Direttiva in materia, il nostro legislatore apportò una sensibile riduzione del termine in questione. Per una sintesi delle proposte di legge in cui fu previsto un'abbreviazione del termine, prima del recepimento della direttiva comunitaria v. CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti*, 283. Isolata sembra essere la posizione di quanti hanno ritenuto opportuno provvedere ad una maggiore dilazione del termine fissato dalla Consob a seguito del T.u.f., al fine di garantire una maggiore efficienza del mercato del controllo: PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, 168.

[102] MONTALENTI, *La società quotata*, 91; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1113.

[103] All'indomani del T.u.f., peraltro, veniva previsto un obbligo di comunicazione semplificato per le Sgr, che avessero acquistato una partecipazione superiore al 2% e inferiore al 5%: più in particolare, gli stessi dovevano effettuare una comunicazione riassuntiva entro sette giorni dalla pubblicazione dell'avviso di

deriva, pertanto, che il nostro legislatore consente agli stessi una maggiore opacità, in maniera peraltro non dissimile da quanto si è dato conto per l'ordinamento statunitense, ove, piuttosto che agire sulla soglia di rilevanza, si consente una maggiore dilazione nei tempi informativi[104]. Per comprendere la differenza di trattamento è necessario rinviare all'analisi condotta nel successivo capitolo.

Più complesso è invece il concetto di "partecipazione" la cui nozione deve essere ricercata nella minuziosa disciplina regolamentare dettata dalla Consob, in attuazione della delega sul punto conferitale ai sensi dell'art. 120, co. 4, lett. b)[105]. Su punto, si deve evidenziare come il nostro legislatore interno, in sintonia con quello unionista, ha assunto un approccio diametralmente opposto a quello che si è visto in tema di definizione della *beneficial ownership* nel sistema americano. Al fine di circoscrivere la fattispecie, infatti, si è rinunciato ad adottare una definizione ampia e adattabile alle diverse circostanze che in concreto possono presentarsi, a favore di un approccio casistico più analitico e che consente una maggiore certezza del diritto. Si potrebbe affermare che mentre oltreoceano si è scelto una normativa basata su *standard*, da noi si è proferito adottare delle vere e proprie *rules*. Tuttavia, è possibile fin da subito notare che, nonostante la diversa tecnica normativa utilizzata, il risultato concretamente ottenuto nel nostro ordinamento risulta, in sostanza, lo stesso degli USA, ovvero di sottoporre a trasparenza sia coloro che esercitino il c.d. *voting power*, sia coloro che detengano il c.d. *investment power*.

Infatti, l'art. 117, co. 1, RE considera "partecipazioni": da un lato, "*le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi ovvero è sospeso*", sul presupposto implicito che il titolare mantenga, in ogni caso, il potere di disporre del pacchetto azionario; dall'altro, "*le azioni in relazione alle quali spetta o è attribuito ad un soggetto il diritto di voto*" in una serie di ipotesi analiticamente indicate, in cui si realizza una scissione tra titolarità

convocazione della prima assemblea successiva all'acquisto operato. Su tale disposizione v. PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 60; GIANNELLI, *Sub art. 120*. In generale sugli obblighi di comunicazione in capo alle Sgr per le partecipazioni dei fondi di investimento gestiti: MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 644; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 683 e nt. 9.

[104] V. *supra* nt. 67.

[105] La materia degli assetti proprietari è caratterizzata dall'ampia delega regolamentare conferita alla Consob (art. 120, co. 4), che le attribuisce un potere significativo, non solo avendo riguardo a profili eminentemente procedurali, ma anche (e soprattutto) di natura sostanziale, contribuendo a delineare i presupposti della fattispecie. necessari al fine di facilitare l'aggiornamento della disciplina in maniera più celere: CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 978; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 681; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1117; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 57 s.; SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, 563.

dell'azione e legittimazione all'esercizio discrezionale della *voice*[106-107]. E allora, la presenza di una separazione tra *investment discretion* (in capo al titolare) e *voting power* (in capo a terzi), comporta due distinti obblighi di trasparenza, esattamente come avviene negli USA.

---

[106] Le ipotesi di scissione tra titolarità e voto fu presa in considerazione già a partire dalla l. n. 281/1985 ove fu specificato che nel calcolo per il raggiungimento delle soglie di rilevanza, si dovessero tenere in considerazione anche i casi di pegno, usufrutto e riporto (a cui fu poi aggiunta, altresì, l'ipotesi di deposito con il d.lgs. 90/1992). Tuttavia, in quel periodo, non sempre vi era un duplice obbligo di trasparenza, in quanto nella disciplina del 1985 si stabiliva che il socio non avrebbe dovuto computare le azioni per le quali fosse stato "*privato del diritto di voto*" e, nell'ambito di tali ipotesi si faceva ricadere, tra il resto, anche i casi in cui il voto fosse stato attribuito al creditore pignoratizio e all'usufruttuario. D'altro canto, in capo a questi ultimi, si prospettava l'obbligo di *disclosure* a prescindere dal fatto che essi fossero stati legittimati ad esprimere il voto. Si veniva, pertanto, a creare una situazione particolare, in base alla quale: se il voto fosse spettato al socio, allora entrambi i soggetti avrebbero dovuto procedere alla comunicazione, viceversa, se il voto fosse spettato al terzo (creditore o usufruttuario) la comunicazione sarebbe stata esclusivamente in capo a questi ultimi, essendo il socio "privato del diritto di voto" (cfr. FERRO LUZZI, *Art. 9, 1° e 2° comma, della legge 281/85: prime considerazioni esegetiche*, 434; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, 386, ove si evidenzia come in tali modo la disciplina non consentiva la ricostruzione degli assetti "proprietari" ma solo quelli di "potere"). Si dovette aspettare il successivo intervento normativo del 1992 per chiarire: da un lato, che l'obbligo di comunicazione sorgeva in capo a soggetti terzi solo là dove avessero il potere di esprimere il voto; e dall'altro, ad eliminare il riferimento alla privazione del diritto di voto. Si giunse così a ritenere che, là dove il socio risultasse privato del diritto di voto, quest'ultimo fosse comunque tenuto alla comunicazione, la quale sarebbe stata effettuata altresì dal soggetto che aveva il potere di esprimere il l voto (v. CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti*, 286 ss.; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 696 s.).

[107] È in relazione a tali fattispecie che la disciplina interna (in linea con l'art. 10 Direttiva *Transparency*) si fa particolarmente analitica, provvedendo ad elencare le specifiche ipotesi tipiche, in cui tale duplice obbligo sorge ed in particolare: i casi di pegno, usufrutto, deposito, intestazione per conto terzi, riporto e prestito titoli, delega discrezionale del voto, cessione retribuita del voto. Con specifico riferimento alle ipotesi di riporto e prestito titoli, l'attuale disciplina prevede un obbligo di trasparenza in capo ad entrambi i soggetti a prescindere dalla specifica allocazione del potere di voto (per una spiegazione cfr. ASSONIME, *Comunicazione delle partecipazioni e legge 281: il commento dell'Assonime*, Circolare n. 137/1985, in *Riv. soc.*, 1985 1423; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, 393; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti*, 518). In tali ipotesi viene solo previsto che l'obbligo di comunicazione potesse essere evitato da parte del riportatore e prestatario là dove l'operazione sia stata posta in essere "al fine della compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto le predette azioni entro il termine massimo di tre giorni di negoziazione successivi all'operazione e alle controparti centrali per le azioni oggetto delle operazioni da esse garantite e sottoposte a procedure esecutive, nei limiti temporali richiesti per il completamento di dette procedure" (art. 119-*bis*). Peraltro, un recentissimo intervento normativo ha specificato che mentre il prestatario o riportatore dovranno computare le azioni ai sensi dell'articolo 117 (c.d. partecipazioni in azioni), per il prestatore o riportato le stesse verranno tenute in considerazioni quali "partecipazioni in strumenti finanziari" *ex* art. 119, co. 1. Per quanto riguarda, invece, il riferimento alla vendita del voto, questa, in realtà, riguarda un'operazione che nell'ambito del nostro ordinamento giuridico proibita. Tuttavia, la disposizione è volta a tener conto della possibilità che tale contratto sia stipulato da investitori di paesi esteri dove questa tecnica è lecita. V. Consob, *Documento di consultazione del 7 luglio 2008*, 126.

Accanto alle ipotesi tassativamente indicate, pare meritare condivisione quella dottrina che ha ritenuto possibile estendere analogicamente la trasparenza in questione anche ad ipotesi non espressamente indicate ma che, in buona sostanza, integrano a tutti gli effetti la menzionata scissione: il riferimento va soprattutto all'ipotesi di azioni sottoposte a sequestro, là dove il potere di voto sia attribuito alla discrezionalità del custode (DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 682; *contra*, ASSONIME, *Comunicazione delle partecipazioni e legge 281: il commento dell'Assonime*, Circolare n. 137/1985, 1423 s. che propende per la tassatività delle ipotesi). Più di un dubbio è possibile, invece, nutrire sulla posizione assunta dalla Consob in tema di trust. La Commissione, infatti, esercitando il suo potere *ex* artt. 114, co. 5 e 115, co. 2 ha chiesto ai *trustee* di comunicare una serie di ulteriori informazioni aggiuntive, quali, le identità di altri soggetti coinvolti nel trust (quali beneficiari, *settlor*, *protector*), la natura e la revocabilità del trust (Comunicazione

Ciò premesso, si deve poi evidenziare come anche il nostro sistema, al pari di quello statunitense contenga al proprio interno una specifica disposizione antielusiva[108] la quale, qualifica come "partecipazione" anche le "*azioni di cui sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate*[109]*"* (118, co. 3, RE) sulla base, evidentemente, del fatto che in tali ipotesi il *voting* e l'*investment power* spettano, rispettivamente, all'interponente al fiduciante e alla società controllante (c.d. partecipazioni indirette)[110]. Là dove, tuttavia, il potere di *voice* sia attribuito ai soggetti intestatari delle azioni, allora anche questi saranno soggetti all'obbligo di comunicazione.

Proseguendo nel parallelismo con l'ordinamento statunitense, si deve infine dar conto di come anche il nostro sistema interno e comunitario, al pari della *Rule* 13d-3(d)(1), sottoponga a trasparenza le c.d. "partecipazioni potenziali" rilevanti, ovvero quelle azioni (munite del diritto di voto) che rappresentano il sottostante di uno strumento finanziario (o l'oggetto di un contratto) e che possono essere acquisite dal titolare (o dalla parte) mediante consegna fisica (c.d. *physical settled*) (art. 116-*terdecies*, co. 1, lett. d), RE, e art. 13, co. 1, lett. a), Direttiva *Transparency*)[111]. La relativa trasparenza consente al mercato di conoscere, non solo gli assetti proprietari (e di potere) in essere ad una certa data, ma altresì i possibili spostamenti futuri[112], i quali devono essere comunicati a prescindere e separatamente dell'eventuale partecipazione effettiva detenuta (art. 119)[113].

---

n. 0066209 del 2.8.2013). Con la sola eccezione della revocabilità del trust, sembrano informazioni che hanno poco a che fare con la corretta ricostruzione dell'allocazione del potere di voto e di investimento.

[108] GIUDICI, *Sub art. 120*, 1623.

[109] La nozione di controllo cui fare riferimento viene unanimemente individuata in quella contenuta nell'art. 93 T.u.f., la quale espressamente si applica a tutta la Parte IV del testo unico (in tema di emittenti), in cui trova collocazione altresì lo stesso art. 120: cfr. CORRADI, *Sub art. 120*, 1249; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 703; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 57; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1115 s. In caso, peraltro, di catene di controllo l'adempimento in parola ricade sulla controllante, la quale dovrà dar conto dell'intera catena di controllo (art. 119-*bis* RE): v. App. Milano, decr., 2 aprile 2010, in *Società*, 2010, 1229 con nota di SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti e catene di controllo*; Comunicazione Consob n. DEM/1094992 del 24-12-2001.

[110] Si tratta, come anticipato, di partecipazioni che sono sempre state sottoposte alla trasparenza, considerato che già l'art. 5 della l. 216/1974 stabiliva che al fine del calcolo della partecipazione rilevanti si doveva tener conto anche delle azioni "*sottoscritte, acquistate o possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciaria e per interposta persona*": formulazione, questa che fu mantenuta anche a seguito dei diversi interventi normativi succedutisi nel tempo: DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 702.

[111] Su tale profilo della Direttiva *Transparency* v. LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob*, 676.

[112] In tal senso v. Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18-4-2000, dove le partecipazioni potenziali vengono considerate importanti "*ai fini della trasparenza su future ed eventuali modifiche degli assetti proprietari*".

[113] L'attuale disciplina è il frutto di una stratificazione di interventi che si sono succeduti nel tempo e affondano le proprie radici nel vecchio art. 5-*bis* della l. 216/1974 (così come modificato nel tempo) il quale stabiliva che al fine del raggiungimento delle soglie di rilevanza (successive alla prima) si sarebbero dovute computare anche quelle "*azioni che in virtù di un accordo, stipulato direttamente o indirettamente, si possono acquistare di propria iniziativa*". Si trattava in buona sostanza di casi in cui il soggetto deteneva opzioni di acquisto esercitabili immediatamente, derivanti da accordi di put and call o da warrant (ASSONIME, *Riforma delle norme in tema di partecipazioni rilevanti*, Circolare 55/1992, in *Riv. soc.*, 1992). Si trattava, peraltro, non di un separato obbligo di comunicazione, ma semplicemente di un criterio di

Da quanto precede è possibile effettuare una precisazione rispetto alla frequente affermazione secondo cui la *disclosure* in parola avrebbe ad oggetto non tanto gli assetti "proprietari" quanto piuttosto gli assetti di "potere" all'interno degli emittenti[114]. Ad avviso di chi scrive, tale affermazione pare condivisibile nel limitato senso secondo cui, non vengono sottoposte a trasparenza quelle azioni ontologicamente prive del diritto di voto. Si è già visto, infatti, come l'art. 120 T.u.f., faccia riferimento, non all'intero capitale sociale, bensì al solo capitale votante, ovvero rappresentato dalle sole azioni incorporanti il diritto di voto[115] o, nel caso

calcolo delle partecipazioni rilevanti, ove le partecipazioni potenziali concorrevano, insieme alle partecipazioni effettive, al superamento delle soglie di rilevanza. Tale disciplina, inoltre, aveva una diretta matrice comunitaria, contenuta all'art. 7, della Direttiva 88/627/CEE (poi trasposto all'art. 92 della Direttiva 2001/34/CEE) ai sensi del quale al fine dell'innescarsi dell'obbligo di *disclosure* doveva tenersi conto dei "*diritti di voto che [un soggetto] può acquistare, di propria iniziativa, in virtù di un accordo formale*". Sulla disciplina anteriore al T.u.f. cfr. SBISÀ, *I controlli della Consob*, Bologna, 1997, 65. Sull'originaria disciplina regolamentare in punto di partecipazioni potenziali v. CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 982; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 59. V. anche Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18-4-2000.

[114] L'affermazione è frequente, non solo tra la dottrina anteriore all'ingresso del T.u.f. e, soprattutto, nel periodo in cui l'obbligo di comunicazione non riguardava quelle azioni "*per le quali il socio sia stato privato*" del diritto di voto, che chiaramente impediva di dare il quadro degli assetti strettamente "proprietari" (cfr. MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989, 105 "*la disciplina è finalizzata alla trasparenza non già della proprietà ma piuttosto dell'assetto di potere all'interno delle società considerate*"; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti*, 515; FERRO LUZZI, *Art. 9, 1° e 2° comma, della legge 281/85: prime considerazioni esegetiche*, 426; D'ALESSANDRO, *La "trasparenza"*, 337;) ma anche la dottrina che si è pronunciata a seguito dell'allargamento della trasparenza anche alle ipotesi di voto sospeso (MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 641 s.; LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 4; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 681 nt. 4). V. *infra* testo e nt. 117.

[115] Ai sensi della definizione contenuta nell'art. 116-*terdecies*, co. 1, lett. b), RE, inoltre, per "azioni" devono intendersi quelle "*emesse e sottoscritte che conferiscono, anche condizionatamente, diritti di voto*". Si è così imposto l'obbligo di comunicazione anche in presenza di partecipazioni formate da azioni con diritto di voto condizionato e, secondo quanto comunemente ritenuto, anche limitato (MONTALENTI, *La società quotata*, 91; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 56; SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, 562; FERRI, *(voce) partecipazione rilevante*, 23; LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, 4). Resta aperto invece il problema relativo alle azioni di godimento: secondo un primo orientamento queste andrebbero computate nel capitale sociale e sarebbero sottoposte a trasparenza nel caso in cui incorporino il diritto di voto (MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 645; CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 980; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 707); secondo altra dottrina invece non dovrebbero essere in alcun modo computato essendo sottratte a trasparenza anche nel caso in cui conferiscano il diritto di voto (MONTALENTI, *La società quotata*, 90 e 91; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1114; SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti e catene di controllo*, 1235 nt. 10; GIANNELLI, *Sub art. 120*, 780; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 56; LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, 4); infine in posizione intermedia si colloca CORRADI, *Sub art. 120*, 1247, secondo il quale, là dove munite del voto, sarebbero da computare al solo numeratore ma non al denominatore, in quanto non facenti parte del capitale sociale.

A seguito della riforma del 2003, si era poi posto il problema relativo alla computabilità degli strumenti finanziari partecipativi *ex* art. 2346, co 6, ai fini del calcolo delle partecipazioni rilevanti tenuto conto che se, da un lato, questi non possono in alcun modo esser considerati capitale sociale, dall'altro, possono conferire il diritto di voto. Sul punto, la Commissione ha dettato una disciplina *ad hoc* all'interno dell'art. 122-*bis*, RE che sottopone, a determinate condizioni, anche tali strumenti a trasparenza, prevedendo tuttavia una computabilità separata rispetto al capitale. V. CORRADI, *Sub art. 120*, 1247; *contra*, COSTI, *Il mercato mobiliare*[9], Torino, 2014, 302 il quale, in senso diametralmente opposto alla norma appena citata, ritiene "*preferibile, per assicurare la trasparenza dei rapporti di potere voluta dal legislatore, ritenere che la soglia del due per cento vada determinata ponendo al numeratore sia le azioni con diritto di voto sia gli*

in cui la società abbia emesso azioni a voto maggiorato (o multiplo là dove possibile), il riferimento andrà al numero complessivo dei voti esercitabili. Oltre a questo limitato significato, tuttavia, ritenere che la disciplina in questione focalizzi l'attenzione sul solo profilo del *voting power*, pare una descrizione limitata dell'attuale sistema, che dimentica la capacità dello stesso di render conto della titolarità dell'*investment discretion*[116].

La lettura qui proposta pare, peraltro, confermata dall'inclusione nel concetto di "partecipazione" anche di quelle azioni che subiscono, per qualsiasi motivo, una sterilizzazione del voto (art. 117)[117-118]. Basti pensare al caso delle azioni proprie, che notoriamente non concorrono alla formazione delle decisioni sociali, e che devono essere comunicate al mercato là dove raggiungano le soglie di rilevanza (art. 117-*bis*, RE)[119]. Si pensi, altresì, alle partecipazioni eccedenti ad eventuali tetti di voto *ex* art. 2351, co. 3, che dovranno essere comunicate anche se non collegate ad alcun voto esercitabile[120].

E allora è possibile concludere che l'attuale disciplina, per come strutturata, consente di ricostruire tanto le allocazioni del potere di *voice*, quanto le allocazioni del potere di disporre dell'investimento azionario: incrementandolo mediante ulteriori acquisti o riducendolo esercitando l'*exit*.

---

strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi e al denominatore il solo capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto".

[116] Evidenziano la capacità della disciplina in questione di far emergere tanto i profili di "potere" che quelli "proprietari": FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 647 ss.; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1114 s.; CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *L'informazione societaria,* 82; SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti*, 1235; MONTALENTI, *La società quotata*, 94.

[117] A partire dalla l. n. 281/1985, fu previsto che ai fini del calcolo delle soglie di rilevanza, nella partecipazione non andassero computate quelle azioni per le quali il socio fosse *privato del diritto di voto*. Tale inciso aveva posto una serie di dubbi interpretativi circa la necessità di escludere dall'obbligo di comunicazione le azioni il cui voto fosse stato sospeso e/o le azioni per le quali il voto fosse trasferito in capo ad altri soggetti (SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti*, 515; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/74*, 386). Al fine di eliminare ogni dubbio sul punto, il riferimento alle azioni "private del diritto di voto" fu eliminato a partire dal 1992, e la norma iniziò ad essere interpretata nel senso che anche le azioni con voto sospeso dovessero essere computate ai fini della *disclosure* (v. CHIAIA, *Partecipazioni rilevanti*, 287; SBISÀ, *I controlli della Consob*, 59; DONATIVI, *Obblighi*, 697). Ciò nonostante, parte della dottrina ha continuato a sostenere che la trasparenza in questione consenta di comprendere solo gli assetti di potere (v. *supra* nt. 114).

[118] L'attuale art. 116-*terdecies*, RE, specifica che per la determinazione del capitale sociale a cui rapportare la partecipazione devono tenersi in considerazione tutte quelle azioni che incorporino il diritto di voto anche là dove questo sia, per qualsiasi ragione, sospeso Per l'analisi dell'evoluzione storica della definizione di capitale sociale ai sensi della disciplina in questione v. DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 696 e 698.

[119] Per la computabilità delle azioni proprie anche nel capitale v. Cass., 05 ottobre 2015, n. 19865, in Dejure.it.

[120] Resta aperto il problema – non ancora affrontato dalla dottrina - di capire come una simile disposizione si possa conciliare con l'esigenza di garantire la contendibilità delle imprese quotate. La norma, infatti, non stabilisce alcuna soglia minima a cui fissare il tetto. In ogni caso, la recente riforma delle banche popolari ha espressamente ammesso la possibilità di fissare a seguito della trasformazione un tetto di voto pari al 5%.

4.3. (segue) *Decoupling* e derivati *cash settled*.

Procedendo nella ricostruzione della fattispecie che consente l'innescarsi della trasparenza in questione è opportuno soffermarsi su come, nel sistema interno e comunitario, siano stati affrontati i problemi dell'*hidden ownership* e dell'*empty voting* provocati dall'utilizzo di derivati *cash settled*[121].

Si è già dato conto di come negli USA siano stati per lo più disattesi gli auspici di accademici e operatori che hanno chiesto l'estensione della *ownership disclosure* alle posizioni sintetiche (tanto lunghe quanto corte) assunte tramite derivati *cash settled*. Si deve ora evidenziare come la medesima esigenza di trasparenza sia stata prosaventata anche a livello unionista e interno[122], ove tuttavia la risposta fornita è stata, almeno parzialmente, diversa.

4.3.1. Hidden ownership*: l'obbligo di* disclosure *della partecipazione in strumenti finanziari e della partecipazione aggregata.*

Partendo dai profili relativi alla *hidden ownership*, anche da noi il problema si sostanziava nel ristretto ambito di applicazione delle c.d. partecipazioni potenziali, le quali comprendevano, come visto, i soli strumenti finanziari che attribuivano un diritto incondizionato all'acquisto delle azioni sottostanti, e pertanto comportavano la consegna fisica dei titoli[123].

Tuttavia, a differenza di quanto accaduto negli USA, dove la SEC ha lasciato del tutto invariata la disciplina anteriore mantenendo il generale velo di opacità sulle posizioni lunghe assunte mediante tali tipi di strumenti, salvo i casi – in realtà di difficile prova - in cui le stesse

---

[121] Tali profili sono stati analizzati nel nostro ordinamento soprattutto da FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 650; LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob*, 676; Consob, *Position paper*, 4 e 9; in Europa, SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 160.

[122] Sull'opportunità di modificare la disciplina al fine di sollevare il velo di Opacità attorno a tali strumenti *cash settled* si era espressa la maggioranza della dottrina europea: cfr. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 127 ss.; VEIL, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, 14; ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 722; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 646; ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in *Giur. comm*., 2010, 584; con specifico riferimento all'*empty voting*, CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, 454. *Contra* ZETZSCHE, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against CESR Proposal*, in 11 *EBOR*, 2010, 231; ID., *Hidden Ownership in Europe, BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental,* in 10 *EBOR*, 2009, 119, secondo cui la disciplina previgente già consentisse di sottoporli a trasparenza (v. *infra* nt. 125); CHATTOPADHYAYA, *The Effectiveness of Being Invisible: Hedge Funds, Hidden Ownership* and *Corporate Governance*, 8 *ECFR*, 2011, 305 ss.

[123] L'art. 13 della Direttiva *Transparency*, nella sua formulazione originaria, si limitava a sottoporre a trasparenza gli "*strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisire, su iniziativa esclusiva del possessore, in virtù di un accordo formale, azioni, già emesse, che conferiscono diritti di voto di un emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato*". Peraltro, veniva demandata ad un'ulteriore direttiva attuativa la specifica individuazione di tali "strumenti finanziari" (Direttiva 14/2007/CE). In Italia v. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, 584 ss.

siano state assunte alla stregua di una partecipazione sociale, più incisive sono state le innovazioni apportate negli ordinamenti europei[124]. Ciò si spiega (anche, ma come si vedrà, non solo) considerando che l'utilizzo nel continente di *rules* piuttosto che *standard* ha reso impossibile piegare la disciplina previgente alle nuove esigenze di trasparenza[125]. In ogni caso, il risultato ha portato a sottoporre tali posizioni lunghe ad una trasparenza senz'altro più ampia rispetto a quella che, ancora ad oggi, è invalsa in USA.

Così a livello unionista, la Direttiva 350/2013/UE ha emendato l'art. 13 della Direttiva *Transparency* inserendovi la lett. b), la quale espressamente estende l'obbligo di notifica anche per quegli strumenti finanziari "*che hanno un effetto economico simile*" a quello degli strumenti finanziari *physical settled*[126].

All'atto dell'approvazione della disposizione comunitaria, peraltro, sulla questione era già intervenuta la stessa Consob, la quale a partire dal 2011[127], aveva inserito altresì l'obbligo di

[124] Il primo Stato ad introdurre la *disclosure* sulle posizioni lunghe detenute per il tramite di derivati *cash settled* fu l'Inghilterra, a seguito della consultazione lanciata dalla Financial Services Authority nel 2007 (FSA, *Disclosure* of Contracts for Differences, Consultation and Draft Handbook Text, november 2007, reperibile al sito http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf). Fecero seguito altri Stati Membri, quali la Francia, la Germania. Sull'esempio di tali ordinamenti, nel gennaio 2010 l'ESMA (allora CESR) pubblicò un documento di consultazione (*CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, al sito https://www.esma.eurOpa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_1215b.pdf) volto a valutare l'opportunità di includere nella Direttiva *Transparency* anche le posizioni lunghe mediante strumenti derivati *cash settled*. Seguì poi la consultazione lanciata direttamente da parte della Comissione Europea (*Consultation document on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, del 27 maggio 2010, reperibile al sito http://ec.eurOpa.eu/internal_market/securities/docs/*transparency*/directive/consultation_questions_en.pdf) volta a valutare diversi profili di riforma della Direttiva *Transparency*, che erano stati prospettati da un precedente Report (Mazars, *Transparency Directive Assessment Report*, 2009, reperibile al sito http://ec.eurOpa.eu/finance/securities/docs/*transparency*/report-application_en.pdf) tra cui, anche in punto di derivati *cash settled*.

[125] In realtà, tenuto conto dell'assonanza tra derivati *physical* e *cash settled*, non mancò chi sostenne la possibilità di sussumere tali fattispecie nell'ambito delle partecipazioni indirette per interposta persona (cfr. le osservazioni di Ferrarini e Giudici in sede di consultazione Consob; Commissione Europea, *Feedback statement summary of responses to the consultation by dg internal market and services on the modernisation of the transparency directive (2004/109/EC)*, Bruxel, 17 Decembre 2010, 21 reperibile al sito http://ec.eurOpa.eu/finance/securities/docs/*transparency*/*transparency*-consultation-summary_en.pdf; e in Germania v. ZETZSCHE, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions*, 240; *Hidden Ownership in Europe, BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental,* 132. Tale soluzione tuttavia fu considerata inefficiente da parte della Consob (cfr. *Position paper*, 20; *Consultazione sulle proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled*).

[126] Su l'attuale norma comunitaria v. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], Oxford, 2014, 141; LO PO'-STROPPELLO, *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*).

[127] In sede di recepimento della Direttiva *Transparency* (avvenuto con il d.lgs. 195/2007) alla Consob fu attribuito il potere di determinare "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*" (art. 120, co. 4, lett. *d-ter*), senza alcun riferimento alle modalità di regolamento del derivato (se in contanti o mediante consegna fisica). Ciò consentì, dunque, alla nostra Commissione di anticipare l'innovazione unionista.

comunicazione delle c.d. "posizioni lunghe complessive" rilevanti (vecchio art. 119, co. 2, RE), date dalla sommatoria tra: *i)* partecipazioni effettive; *ii)* partecipazioni potenziali; e *iii)* altre posizioni lunghe, da intendersi, queste ultime, come ogni strumento finanziario (anche *cash settled*) che comporti l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del titolo azionario (art. 116-terdecies, co. 1, lett. d1) e d3), RE) [128].

A seguito delle modifiche comunitarie, poi, la Commissione è tornata recentemente sul punto, prevedendo *baskets* di aggregazioni parzialmente diversi, in un'ottica di fornire al mercato un'informazione maggiormente significativa[129]. Più in particolare, ad oggi viene comunicato al mercato: *i)* la c.d. "partecipazione in strumenti finanziari" che superi il 5%[130], nella quale confluiscono tanto le partecipazioni potenziali quanto le altre posizioni lunghe (art. 119, co. 1), di cui si dovrà dare distinto rilievo agli strumenti *physical* e *cash settled* (art. 119, co. 3-*bis*)[131]; *ii)* la partecipazione aggregata, data dalla sommatoria tra le partecipazioni in azioni (o effettive) e la partecipazione in strumenti finanziari (art. 119, co. 2), che sostituisce la precedente posizione lunga complessiva.

Si badi, peraltro, che mentre ai sensi dell'informazione sub *i)* emerge un dato che consente di comprendere la più o meno alta possibilità che gli strumenti finanziari vengano in un momento futuro convertiti in partecipazioni effettive, il dato sub *ii)* dà conto della posizione lunga complessiva, portando alla luce anche partecipazioni effettive che non sarebbero state considerate rilevanti ma che lo divengono in quanto si affiancano ad altre posizioni lunghe.

4.3.2. Empty voting*: la trasparenza sulle posizioni corte.*

Passando ai profili connessi all'*empty voting*, si deve anzitutto dar conto di come tale problematica non sia del tutto ignorata dalla nostra disciplina interna e comunitaria. Si è visto, infatti, come la disciplina prevede l'espressa comunicazione di tutta una serie di situazioni in cui

[128] La disciplina fu introdotta a seguito della, già più volte citata, consultazione lanciata sul punto dalla Consob, *Position paper Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati cash-settled*. Su tale norma, v. LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob*, 679. Nello stesso anno, gli strumenti derivati *cash settled* iniziarono altresì ad essere tenuti in considerazione nell'ambito della disciplina regolamentare in tema di Opa: SANDRELLI, *La nuova disciplina degli «strumenti finanziari derivati» nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc*., 2012, 129 ss.

[129] Le ultime modifiche sono state apportate con la Delibera n. 19614 del 26 maggio 2016. Cfr. Consob, *Documento di consultazione. Proposte di modifica al regolamento emittenti per il recepimento della direttiva transparency in materia di assetti proprietari*, 30 novembre 2015; Consob, *Modifiche al regolamento emittenti per il recepimento della direttiva transparency in materia di assetti proprietari esiti della consultazione*, Esiti della consultazione, 30 maggio 2016. Reperibili al sito della Consob.

[130] La comunicazione andrà fatta alle seguenti soglie: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 66,6%

[131] Poco chiaro è l'ulteriore inciso secondo per le altre posizioni lunghe si dovrebbe indicare separatamente gli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento fisico e gli strumenti finanziari che danno diritto a regolamento in contanti, tenuto conto che gli strumenti *physical settled* confluiscono direttamente nelle partecipazioni potenziali.

si realizza la scissione tra titolarità e legittimazione[132]. D'altro canto, le alterazioni del principio di stretta proporzionalità derivanti dall'utilizzo di meccanismi di *decoupling* interni all'organizzazione dell'emittente sono noti al mercato[133].

Tuttavia, l'elenco di tali ipotesi non risulta aggiornato alle nuove tecniche di *decoupling* esterne, mediante le quali il voto viene svuotato mediante l'assunzione di posizioni corte che nettizzano il rischio dell'investimento azionario[134].

Sul punto si deve, tuttavia, dar conto di come nel sistema unionista – a differenza di quanto visto in USA - le posizioni corte su azioni vengano in realtà disvelate in base ad una diversa disciplina, contenuta nel Regolamento (UE) n. 236/2012, in tema di *short selling*[135]. Ai sensi degli artt. 5-6 del menzionato regolamento, viene infatti previsto: *i)* l'obbligo per chiunque detenga una posizione *netta* corta su azioni quotate superiore allo 0,2% (e ad ogni successiva variazione dello 0,1%) del capitale sociale dell'emittente di darne comunicazione all'autorità competente (per l'Italia è stata indicata la Consob); *ii)* la pubblicità di quelle posizioni nette ribassiste pari o superiori allo 0,5% del capitale sociale (art. 6)[136].

Alla luce di questa disciplina si potrebbe essere indotti a credere che il mercato possa facilmente "correggere" l'informazione divulgata in punto di partecipazioni rilevanti, in modo da conoscere almeno quei fenomeni più spinti di *empty voting*, ovvero quelli in cui il voto venga espresso da chi è interessato ad un ribasso del prezzo dei titoli. Una simile conclusione, tuttavia, merita cautela. Si deve, infatti, ricordare che il Regolamento *short selling* ha perseguito obbiettivi di natura macroeconomica[137], senza tener in considerazione profili microeconomici come l'esercizio del potere di voto nell'ambito degli emittenti quotati. Prova ne è, ad esempio, la totale assenza di una comunicazione rivolta direttamente all'emittente, nonché il fatto che per il calcolo delle percentuali di rilevanza, si faccia riferimento non al capitale votante (da intendersi come il totale dei voti esprimibili), bensì, in via più circoscritta, alle sole azioni ordinarie e privilegiate (art. 2, co. 1, lett. h) non tenendo, ad esempio, in considerazione ipotesi di voto multiplo. In tali circostanze, dunque, i due dati non sono automaticamente confrontabili ma presuppongono un'opera di adattamento di non immediata attuazione. In ogni caso, non si può non vedere come, anche a fronte di tale disciplina, ai fini che qua interessano resteranno del tutto opache non solo

[132] V. *supra* § 4.2. e ntt. 106 e 107.

[133] Sul punto v. ampiamente *infra*, § 5.4.2.

[134] CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, 454.

[135] MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], 538 ss.; RULLI, *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*, in *Banca Borsa tit. cred*., 2014, II, 648 ss.

[136] Comunicazione Consob n. DME/12083249 del 19-10-2012.

[137] V. gli autori citati a nt. 135; CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, 462.

tutte quelle ipotesi in cui la posizione lunga risulti, nel complesso, superiore a quella corta[138], ma altresì quelle posizioni negative inferiori allo 0,5%.

Ciò premesso, si deve a questo punto brevemente dar conto della peculiare esperienza italiana, ove già a partire dall'approvazione del T.u.f (con una scelta riconfermata poi nel 2009, in sede di attuazione della Direttiva *Transparency*), la Consob aveva imposto accanto all'obbligo di *disclosure* sulle partecipazioni potenziali in acquisto, anche l'obbligo di comunicare le partecipazioni potenziali in vendita[139]. Nell'ultima formulazione in vigore[140], esse si riferivano a quegli strumenti finanziari (o contratti) *physical settled*, che attribuivano al titolare il diritto (o la facoltà) di *cedere* le azioni sottostanti. In realtà, tali posizioni corte non assumevano rilievo autonomo, ma venivano sottoposte a trasparenza solo là dove si fossero affiancate, nettizzandole, ad altre partecipazioni effettive o potenziali, rappresentative di posizioni c.d. lunghe[141]. In tal modo era dunque possibile per il mercato venire a conoscenza dell'effettivo interesse economico sotteso all'investimento azionario effettuato e, conseguentemente, sapere se (ed in che misura) il voto esercitato dal singolo azionista poteva essere vuoto[142].

In realtà, si badi, che siamo ancora in un periodo in cui la trasparenza sugli assetti proprietari non teneva conto delle posizioni "sintetiche" create per il tramite di derivati *cash settled*, sì che eventuali sterilizzazioni del rischio attuate mediante tali strumenti restavano del tutto segrete. Ciò premesso, è interessante notare come, a partire dal 2011, ovvero nel momento in cui fu introdotta la trasparenza sulla posizione lunga complessiva (anche tramite strumenti con regolamento in contanti), non solo non fu previsto uno speculare obbligo di *disclosure* sulla posizione corta complessiva, ma fu altresì espunto ogni riferimento alle partecipazioni potenziali

---

[138] LO PO'-STROPPELLO, *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, 323 s.

[139] Sul punto v. ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, 584 ss.; GIUDICI, *Sub art. 120*, 1623; SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti*, 1236. In realtà, l'obbligo di tener conto di tali partecipazione era previsto fin dall'avvento del T.U.F. Sull'originaria disciplina regolamentare in punto di partecipazioni potenziali v. CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 982; DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 59. V. anche Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18-4-2000. Là dove, dunque, a seguito dell'esercizio del diritto di acquisto, la partecipazione si fosse trasformata da potenziale ad effettiva, scattava un ulteriore obbligo di comunicazione: DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 709 e nt. 79.

[140] Delibera Consob n. 16850/2009.

[141] Ai sensi del previgente art 119, co. 2, RE, veniva stabilito "*Coloro che detengono una partecipazione effettiva o una partecipazione potenziale in acquisto superiore al 2% comunicano alla società partecipata e alla Consob la detenzione di partecipazioni potenziali in vendita, direttamente o per il tramite di interposte persone, fiduciari o società controllate, quando le azioni sottostanti: a) superino la soglia del 2%; b) raggiungano o superino le soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75%; c) si riducano al di sotto delle soglie indicate alle lettere a) e b)*".

[142] Sull'obbiettivo di tale disciplina di disvelare ipotesi di *empty voting*, v. Consob, *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d- ter del T.u.f.*, Documento di consultazione, 6 maggio 2011; ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, 584.

in vendita. In controtendenza rispetto a coloro che a gran voce sostengono la necessità di gettare luce su eventuali voti vuoti che possono essere espressi nell'ambito delle assemblee societario, la Consob giustificò la propria scelta normativa adducendo una scarsa propensione all'*empty voting* da parte dei titolari di posizioni corte, le quali statisticamente vengono contratte a fini puramente speculativi o di *hedging*[143], senza particolari alterazioni dei meccanismi di *governance*.

Pertanto, ad oggi, ai sensi della disciplina in essere, qualsivoglia posizione corta parallela ad una partecipazione effettiva o potenziale resta del tutto celata al mercato, e "*ai fini del calcolo della partecipazione in strumenti finanziari e della partecipazione aggregata, non è ammessa la compensazione con le posizioni corte aventi come sottostante le medesime azioni*" (art. 119, co. 4, RE). Dunque, l'attuale disciplina sulla trasparenza delle partecipazioni qualificate consente solo parzialmente di identificare eventuali *empty voters*, lasciando opache quelle sterilizzazioni del rischio operate tramite l'assunzione di posizioni corte[144].

4.4. Il contenuto della trasparenza.

La maggiore differenza intercorrente tra l'ordinamento interno (e comunitario) e il sistema USA può essere rintracciata nel contenuto dell'informativa.

Con specifico riguardo a tale profilo, la disciplina unionista impone la divulgazione de: "*a) la situazione risultante dall'operazione, in termini di diritti di voto; b) la catena di imprese controllate mediante le quali i diritti di voto sono effettivamente detenuti, se del caso; c) la data alla quale è stata raggiunta o superata la soglia; e d) l'identità dell'azionista, anche se quest'ultimo non ha diritto ad esercitare i diritti di voto […], e della persona fisica o giuridica avente il diritto di esercitare i diritti di voto per conto dell'azionista*" (art. 12, § 1, Direttiva *Transparency*).

Nessuna informazione aggiuntiva viene richiesta dal nostro ordinamento, ove le comunicazioni *ex* art. 120 si limitano ad una mera tabella, in cui si dà conto dell'identità dell'azionista (o di chi esercita il voto), della catena di controllo e dell'ammontare della partecipazione (in azioni e/o in strumenti finanziari e aggregata) con la distinzione delle categorie di azioni di cui è composta (art. 117, co. 8 e All. 4A, RE)[145].

---

[143] Consob, *Consultazione sulle proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled;* GIUDICI, *Sub art. 120*, 1624.

[144] V. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quotate*, Torino, 2012, 273 nt. 108; Consob, *Position paper*, 6.

[145] Le informazioni divulgate sono rimaste sostanzialmente immutate nel tempo. Una prima precisazione sul contenuto della comunicazione, si ebbe nel 1985 – quindi nel momento in cui la comunicazione non era ancora accessibile al pubblico – ove fu richiesto di specificare "*1) la data ed il titolo dell'acquisto della partecipazione o dell'aumento o della diminuzione della stessa; 2) il numero e il valore nominale e percentuale delle azioni; 3) il numero delle azioni possedute indirettamente, con l'indicazione delle società controllate o fiduciarie o delle persone interposte, nonché di quelle possedute in pegno o in usufrutto e delle azioni oggetto di contratto di riporto, specificando, in tali casi, a chi spetti il diritto di voto; nelle*

Siamo dunque molto lontani dalla pervasiva informativa richiesta ai sensi della *Section* 13(d) del *Security Exchange Act*, sulle intenzioni sottese all'investimento effettuato dal *blockholder*, di modo che, nel nostro sistema, non è dato sapere se l'azionista sia attivo, quale sia il tipo di attivismo che intende esercitare, né tantomeno quali siano i piani di cui lo stesso ha intenzione di farsi eventualmente promotore. Piuttosto, l'indicazione dei programmi futuri sarà dovuta solo nel momento in cui viene lanciata un'Opa (v. All. 2 al Reg. Em.) e, dunque, in un momento in cui l'assunzione del controllo non è più nei meri propositi dell'azionista, ma si è tradotta nell'assunzione di una specifica iniziativa che rende non più procrastinabile la soddisfazione dell'esigenza degli azionisti di essere messi nelle condizioni di decidere se aderire o meno all'offerta.

Ciò premesso, si deve notare come tale difetto informativo sembra essere frutto di una scelta consapevole del legislatore comunitario, tenuto conto che la possibilità di arricchire l'obbligo in questione allineandolo al sistema americano è stata presa in considerazione dalla Commissione Europea tanto da avviare una consultazione sull'opportunità di imporre agli azionisti rilevanti un obbligo di render conto delle proprie intenzioni e/o delle *voting policies* seguite[146]. Tuttavia, l'opportunità di integrare l'informativa ha ottenuto una scarsa condivisione e pertanto nessuna iniziativa è stata assunta a livello comunitario[147]. Con specifico riferimento alle intenzioni sottese all'investimento, l'opinione contraria è stata per lo più giustificata adducendo i potenziali rischi di inefficienza del mercato del controllo che la divulgazione di tale informazione può comportare, nonché il pericolo di diffusione di informazioni decettive stante la possibilità che l'azionista cambi successivamente idea. Per quanto riguarda le *voting policies*, inoltre, è curioso notare come, nonostante la consultazione riguardasse la trasparenza dell'azionariato comune, anche i pochi che si sono mostrati favorevoli alla proposta hanno argomentato facendo esclusivo riferimento agli azionisti istituzionali.

comunicazioni fatte da società fiduciarie devono essere inoltre indicati gli effettivi proprietari delle azioni o quote." Nel 1992, fu poi aggiunta altresì l'indicazione della categoria delle azioni, nonché il nominativo di chi eserciti il diritto di voto qualora il socio se ne sia privato in virtù di un accordo.

[146] *Consultation document on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, 27 maggio 2010, 9. Tale consultazione ha fatto seguito alla raccomandazione sul punto formulata da Mazars, *Transparency directive Assessment report*, 140 ss., ove si dà conto di come la maggioranza degli operatori del mercato abbiano supportato l'esigenza di introdurre trasparenza sulle intenzioni perseguite dagli azionisti rilevanti, soprattutto in riferimento alle mire di assumere il controllo o continuare ad acquistare azioni sul mercato, nonché sulle strategie di *governance*.

[147] In ambito europeo, la trasparenza sui propositi è stata prevista per la prima volta in Francia nel 1988 ed attualmente sancita nella L233-7(7) del Code de Commerce, seguita, più di recente (2008), invece, dall'ordinamento tedesco (§ 27a WpHG). Si badi, peraltro, che in entrambi i casi l'obbligo di render conto delle intenzioni scatta al raggiungimento non della prima soglia di rilevanza, ma di aggregazioni azionarie maggiormente significative.

SEZIONE III

LA FUNZIONE DELLA TRASPARENZA SULL'AZIONARIATO RILEVANTE

5. La *ratio* della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti.

Ricostruita la complessa disciplina interna in tema di partecipazioni rilevanti e individuate le analogie e le differenze rispetto al modello statunitense, resta da chiarirne la *funzione*.

Sul punto è possibile fin da subito osservare come il tema sia scarsamente approfondito dalla dottrina interna[148], la quale spesso si limita, più che ad identificare compiutamente la *ratio* dell'obbligo in parola, a descriverne l'oggetto, dando conto di come l'informazione contenuta nella *disclosure ex* art. 120 T.u.f. consenta al mercato di conoscere l'identità di chi esercita il potere di influenzare la *governance* nel singolo emittente[149] o di dar conto del livello di contendibilità[150]. Probabilmente, tale atteggiamento è dovuto all'intuitiva utilità per il mercato di una simile informazione[151], tuttavia, tenuto conto che la trasparenza non è un valore in sé, ma è

[148] Ma per lo stesso giudizio anche a livello internazionale v. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 130.

[149] V. ad esempio le affermazioni di DONATIVI, *Obblighi di comunicazione*, 682 "*la ratio legis è riconducibile alla necessità di assicurare la "trasparenza" […] degli assetti di potere rilevanti nelle società con azioni quotate*"; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*[7], Torino, 2014, 486 secondo cui "*lo scopo principale delle relative previsioni è […] quello di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate*"; PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 58 che sottolinea "*l'opportunità di informare il mercato su fatti di rilievo concernenti le società quotate ed è quindi essenzialmente trasparenza sull'attività*"; BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di dir. civ. del CNN* diretto da Perlingieri, Napoli, 2005, 165 "*la finalità di queste comunicazioni – ovvero, il rispetto del principio di trasparenza, a questi fini – si sostanzia nell'individuazione e nella divulgazione dei nomi di coloro che hanno o possono avere una voce concreta nelle decisioni assembleari e, in ultima analisi, nella gestione della società. Viene così individuata la "nominatività dei titoli azionari", da intendersi non nel senso cartolare del termine, bensì in un'ottica più generale di identificazione degli azionisti e, in particolare, di quegli azionisti che, per il loro "peso" nella società, ne possono determinare gli orientamenti*"; MAVIGLIA, *Sub art. 120 T.u.f.*, 642 "*la disciplina in questione va considerata diretta a realizzare trasparenza nella gestione sociale evidenziando i soggetti economici che promuovono le iniziative imprenditoriali e governano i processi di formazione delle scelte economiche*"; SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti*, 514 s. "*la ratio sottesa alla disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni ultracritiche […], è quella di assicurare una informazione il più possibile completa e tempestiva riguardo alla identità dei possessori di quote rilevanti del capitale di società*"; CAMPOBASSO, *Sub art. 120 T.u.f.*, 977; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1115; e prima dell'introduzione del T.U.F. v. MINERVINI, *La Consob*, 105; FERRI, *(voce) Partecipazione rilevante*, 22-23; TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, 386; SBISÀ, *Controlli della Consob*, 55.

[150] LO PO'-PORCHIA, 678.

[151] Così espressamente ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 486 che evidenzia come siffatte informazione abbiano "*valore in sé, per il pregnante rilievo informativo che assume per il mercato e per gli investitori in genere*".

uno strumento mediante il quale legislatore si propone di tutelare altri interessi, la specifica individuazione di questi ultimi non può essere trascurata al fine di comprendere la *ratio* sottesa[152].

A tale quesito, una volta superata la risalente idea secondo cui la trasparenza sugli assetti proprietari fosse funzionale al rispetto della disciplina in tema di incroci azionari, non sono in realtà mancate alcune risposte da parte della dottrina interna, le quali, tuttavia, non solo sono molto diverse tra loro, ma risultano spesso scarsamente approfondite.

Più in particolare, è possibile individuare tre distinti orientamenti sulla funzione della disciplina: in primo luogo, vi è stato chi, in analogia a quanto visto per il sistema americano, ha collegato la norma in questione all'esigenza di far conoscere agli azionisti di minoranza potenziali *change of control* o, più in generale, di garantire lo sviluppo di un efficiente mercato del controllo; un secondo orientamento, ha considerato la disciplina volta a garantire il corretto funzionamento dei meccanismi di *governance*; ed infine, si è fatto altresì notare come il dato relativo agli assetti proprietari conduca all'efficienza informativa del mercato dei capitali, ovvero la sua capacità di riflettere nel *prezzo* del titolo, il valore dell'impresa.

Uno spunto è inoltre contenuto nello stesso art. 120 T.u.f., ove affida alla Consob il potere di ridurre temporaneamente le soglie di rilevanza per determinati emittenti là dove si pongano "*esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*". Tuttavia, l'estrema vaghezza della dizione utilizzata dal legislatore lascia insoluto il problema di capire in che termini i menzionati interessi possono venire in rilievo.

5.1. La strumentalità dell'art. 120 al mercato del controllo: la capacità di disvelare potenziali *change of control* (critica).

Piuttosto diffusa è l'affermazione[153], mutuata all'evidenza dall'esperienza anglosassone, secondo cui la *ratio* della norma risiederebbe nell'esigenza di disvelare accumuli azionari che

[152] In tal senso v. anche SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 130.

[153] Si tratta di una giustificazione risalente nel tempo, autorevolmente sostenuta anche sotto il vigore dell'originaria disciplina del 1974, ove, pur non essendo previsto un regime pubblicitario, si faceva leva sulla facilità con cui l'azionista di controllo avrebbe potuto entrare in possesso delle comunicazioni ricevute dal *management*: SCHIRÒ, 272; CAMPOBASSO, *Obbligo di comunicazione*, 65; più di recente, cfr. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Costi-Buonocore, Torino, 2014, 60; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 494 e 556; GIUDICI, *Sub art. 120*, in *Commentario* Fratini-Gasparri, 2012, 1618 ss.; implicitamente sembrerebbe anche PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, 167. In senso simile sembrerebbe CORRADI, *Sub art. 120*, 1244 che definisce la trasparenza sulle partecipazioni rilevanti come "*economicamente complementare rispetto alla disciplina dei takeover*"; e ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 486 "la trasparenza degli assetti proprietari […] è presupposto di applicazione di altre regole formulate dal T.U.F., prime fra tutte quelle in materia di Opa". Nella dottrina europea v. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], 140 "*these disclosure are particulary associated with the monitoring*

preludano a potenziali *takeover*, così da evitare cambi di controllo nascosti che impediscono agli azionisti (attuali o potenziali) di assumere decisioni di investimento (o disinvestimento) informate.

Ad avviso di chi scrive, tuttavia, tale orientamento sembra il frutto di un acritico trapianto a livello interno della funzione che in USA è pacificamente attribuita alla norma, ma che pare non tenere in debita considerazione le significative differenze che l'analisi comparatistica ha fatto emergere.

Più nello specifico, la capacità della disciplina dettata dalla *Section* 13(d) e dalla *Rule* 13-d, di fungere da "campanello di allarme" per eventuali *takeover* deriva, infatti, dall'obbligo imposto ai *blockholders* di comunicare *esplicitamente* la propria eventuale intenzione di assumere il controllo dell'emittente o, in ogni caso, di esser promotori di incisive riforme. Ma non solo. Gli azionisti vengono messi nelle condizioni di compiere decisioni consapevoli avendo a disposizioni altresì i piani e le strategie che il *beneficial owner* intende implementare là dove riesca a conquistare il controllo[154].

Viceversa, nell'ambito del nostro ordinamento la previsione di un eventuale *change of control* viene lasciata al mero intuito del mercato, che dovrebbe desumerlo dalla semplice identità dell'azionista. Nonostante vi sia chi abbia ritenuto sussistente una simile capacità del mercato[155], ad avviso di chi scrive l'identità del *blockholder* è un'informazione troppo generica per consentire previsioni attendibili circa il futuro dell'emittente. L'incertezza è massima nel momento in cui si tratti di soggetti sconosciuti al mercato, e di cui non vi è possibilità di sapere, ad esempio, i precedenti comportamenti tenuti o la propensione al rischio ecc. Viceversa, là dove il *blockholder* sia noto al mercato (si pensi, ad es. ad un *hedge fund*, o ad un *competitor* o ad una famiglia) è vero che la probabilità che l'investimento sia stato fatto per ragioni imprenditoriali (che implicano il controllo) aumenta, tuttavia, rimane la totale opacità sulle strategie che intenderà seguire

dynamics of the market of corporate control, as they shed light on potential takeover activity as well as on the structure of corporate control in general".

[154] Pare peraltro significativo notare che nell'ambito della dottrina nordamericana, il rischio di ridurre l'efficienza del mercato - facendo suonare troppo presto questo campanello d'allarme - è perlopiù connesso allo specifico obbligo di disvelare le future intenzioni relative alla *governance* (*Item* 4): MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, *passim.*

[155] Così la stessa Consob, *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d- ter del T.u.f,* Documento di consultazione del 6 maggio 2011, nt. 4; POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 203; e sui sistemi a proprietà diffusa ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 720; GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 123; MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, 146; sull'importanza di sapere la categoria di appartenenza dei *blockholders* (proprietà famigliare, proprietà pubblica, proprietà finanziaria) PEDERSEN - THOMSEN, *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: the Importance of Owner Identity*, 7 *Journal of Management and Governance*, 2003, 27.

nell'ambito dello specifico emittente e, conseguentemente, non vi è modo per gli azionisti di valutare compiutamente le *policies* che verranno perseguite.

Ad ulteriore conferma della difficoltà di intravedere nella nostra trasparenza un fine di dar conto di potenziali *change of control*, si deve poi ricordare come gli obblighi di comunicazione successivi al primo, siano sensibilmente distanziati: intervenendo a multipli di 5, al pari di quanto previsto dalla *Schedule* 13G, pensata per azionisti del tutto passivi[156].

Accanto alle menzionate differenze normative, l'idea che l'informativa *ex* art. 120 possa realmente dar conto di potenziali *change of control* pare non tenere in debita considerazione neanche la profonda diversità tra USA e Italia, in relazione al concreto atteggiarsi degli assetti proprietari. Come noto, infatti, il mercato azionario statunitense si caratterizza per l'ampia presenza di *public companies* ad azionariato polverizzato, in cui il controllo può facilmente essere conquistato mediante partecipazioni relativamente basse di capitale votante. Viceversa, il mercato interno (in linea con gli altri mercati dell'Europa continentale) presenta una significativa concentrazione proprietaria, ove il controllo è spesso saldamente nelle mani di gruppi imprenditoriali (spesso famigliari). Non si vuole in questa sede dilungarsi su quale possa essere, in un mercato concentrato, la soglia partecipativa adeguata a far nascere il sospetto di scalata, ma, pare possibile affermare la manifesta inadeguatezza di una soglia pari o addirittura inferiore a quelle prese in considerazione in mercati dispersi[157].

Ma a ciò si aggiunga che tutt'altro che infrequenti nel nostro mercato sono le ipotesi in cui l'azionista di controllo detiene la maggioranza assoluta del capitale, sì da impedire alla radice la possibilità di qualsiasi scalata ostile. In situazioni del genere, peraltro, il nostro legislatore consente la disapplicazione di altre norme, senz'altro pensate per tutelare gli azionisti di minoranza in ipotesi di *change of control*: si pensi, ad esempio, alla disattivazione della disciplina in tema di Opa obbligatoria, ove la presunzione di controllo che scatta al raggiungimento della soglia del 30% è superata dall'esistenza di azionisti che detengano soglie partecipative superiori

[156] Alla luce di tale differenza non pare condivisibile la tesi secondo cui l'ordinamento interno e comunitario, compenserebbe la mancanza dell'informazione sulle intenzioni con una disciplina "a maglie strette", ovvero che imponga obblighi di comunicazione al superamento di soglie di rilevanza ravvicinate (POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 496). Peraltro, lo stesso A. ritiene auspicabile l'introduzione anche nel nostro ordinamento della trasparenza sulle intenzioni (p. 560 s.).

[157] Per l'idea che tale la *ratio* del disvelamento di *change of control* sia limitata ai soli sistemi con assetti proprietari dispersi v. ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 732; LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, 130, L'idea qui sostenuta trova, peraltro, conferma là dove si consideri che nell'ambito di ordinamenti unionisti che prevedono l'obbligo di comunicare le intenzioni sottese all'investimento azionario, questo non scatta mai al raggiungimento delle soglie minime di rilevanza: cfr. l'Art. L233-7(7) Code de Commerce stabilisce che "*Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir*". Disposizioni analoghe si trovano poi nell'ordinamento tedesco.

(art. 106, co. 5, T.u.f. e 49, co. 1, lett. a RE)[158]. Viceversa, la trasparenza sugli assetti proprietari non solo continua ad applicarsi, ma addirittura impone allo stesso azionista di controllo di disvelare al mercato eventuali consolidamenti della propria partecipazione, là dove raggiunga le ultime soglie di rilevanza fissate dalla Consob[159].

In altre parole, l'identificazione della *ratio* dell'art. 120 nell'esigenza di avvertire della probabilità di cambi nei vertici di controllo: da un lato, priva di significato l'informativa in questione in tutti quei casi (diffusi nella nostra realtà) in cui la società non risulta contendibile; dall'altro, manca di spiegare la funzione della comunicazione del mero consolidamento del controllo di diritto.

Ma anche fuori dai casi di società non contendibili, l'opinione qui criticata pare altresì porsi in aperto contrasto con lo spirito della disciplina interna la quale, al fine di garantire una maggiore efficienza del mercato del controllo, impone la *passivity rule* (art. 104)[160] che, come noto, inibisce agli amministratori la predisposizione di misure difensive *una volta che è stata lanciata un'Opa*. Ora, è vero che non si tratta di una regola intangibile, essendo ben possibile non solo derogarvi statutariamente, ma altresì ottenere una specifica autorizzazione assembleare che consenta agli amministratori di contrastare il *takeover*, tuttavia, la disapplicazione dell'obbligo di astensione comporta pur sempre un coinvolgimento degli azionisti (chiamati a modificare lo statuto o a rilasciare l'autorizzazione). Si capisce come, in tale scenario, non possa trovare collocazione una norma volta a fungere da "*early warning*" rispetto a potenziali *change of control:* un simile campanello d'allarme, infatti, risulterebbe tarato per "suonare" in anticipo rispetto all'innescarsi della *passivity rule*, svuotandola così di significato[161]. Piuttosto, la stessa mancanza dell'obbligo di comunicare le intenzioni connesse all'investimento, sembra spiegarsi proprio alla luce dell'esigenza di consentire al *bidder* di evitare che la società target possa sfuggire

[158] In tal senso non sembra pienamente condivisibile quanto affermato dalla Cass., 13 ottobre 2015, n. 20560 secondo cui il raggiungimento della soglia di rilevanza per l'obbligo di Opa integra "*una presunzione legale iuris et de iure, nel senso di stabilire che il superamento di tale soglia determini, di per sè, il controllo della società da parte dell'acquirente*" (così Cass. 14392/2012; 14399/2012; 14400/2012; 22099/2013).

[159] Si è visto, infatti, che ad oggi le ultime soglie di rilevanza si assestano al 50%, 66,6%, 90%.

[160] Sulla *passivity Rule* cfr. MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il prevedibile declino dela Passivity Rule*, 67 ss.; MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, 90 ss.; GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, in *Manuale di diritto commerciale* a cura di Cian, Torino, 2016, 669.

[161] È frequente l'affermazione secondo cui un certo livello di segretezza delle partecipazioni rilevanti possa esser benefico per l'efficiente funzionamento del mercato del controllo V. Consob, Documento di Consultazione 6 maggio 2011 "*la trasparenza proprietaria non costituisca un obiettivo da massimizzare in termini assoluti. Un grado pur limitato di Opacità può anche esso produrre effetti benefici in termini di efficienza, specie del mercato del controllo*". Nello stesso senso SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 154.

alla scalata tempestivamente trincerandosi dietro misure difensive decise dai soli amministratori senza passare per il vaglio assembleare[162].

Quanto precede non significa escludere che, in alcuni casi *concreti*, la trasparenza in questione consenta di preventivare un'imminente scalata ostile, ma solo che questa non è la funzione *astratta* attribuibile alla norma, quanto piuttosto un effetto "collaterale" che talvolta può concretizzarsi[163].

5.2. (segue) la tutela del mercato del controllo.

Un secondo orientamento ha individuato la funzione della norma nell'intento di perseguire l'efficienza del mercato del controllo[164], senza tuttavia dar compiutamente conto di come la trasparenza sugli assetti proprietari consentirebbe di raggiungere il menzionato obbiettivo. Si è visto come nel sistema nord americano l'efficienza – da intendersi come capacità di bloccare scalate inefficienti e favorire quelle efficienti – viene perseguita mettendo gli azionisti nelle condizioni di valutare anticipatamente i programmi di cui è latore il *blockholder*. Tuttavia,

---

[162] In linea con quanto affermato nel testo si colloca la maggiore ampiezza con cui, in generale, i deversi Stati federati consentono la possibilità di predisporre *poison pills*. Per una ricostruzione della disciplina del Delaware v. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, 93 ss.

[163] La stessa Consob ha in diverse occasioni evidenziato come la trasparenza in questione possa avere come "effetto collaterale" un calo di efficienza del mercato del controllo attivando misure difensive idonee ad opporsi a scalate profittevoli (Consob, *Proposte regolamentari in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d- ter del tuf*, include tra i costi connessi alla trasparenza sulle posizioni lunghe in derivati cash settled la "riduzione del grado di efficienza del mercato del controllo" in quanto " *la "visibilità" sulle posizioni potenziali, che possono fungere da "early warning" per managers e blockholder consentendo loro di predisporre strategie difensive laddove sospettino un takeover ostile(6) e rendendo pertanto più costoso quest'ultimo*"; Consob, *Position paper*), nella dottrina europea: SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 9; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 154. V. *supra* § 3.4.1. Anche nel nostro sistema (interno o comunitario) non è mancato chi ha auspicato una riduzione del livello di trasparenza mediante un innalzamento della prima soglia di rilevanza o un ampliamento del termine, al fine di consentire la raccolta di un maggiore *toehold* e ridurre gli effetti negativi sull'efficienza del mercato del controllo: PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, 167; ENRIQUES-GATTI, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, in 28 *North. J. Int. L. Bus.*, 2008, 15; FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, in: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, 3-5. In realtà ad avviso di chi scrive tali proposte non tengono in debita considerazione che in tal modo si persegue soltanto un incremento numerico dei *takeovers* senza distinzione tra quelli efficienti ed inefficienti. Tale scrematura, infatti, viene operata nel sistema USA mettendo gli azionisti nelle condizioni di valutare le prospettive del potenziale scalatore, in modo da bloccare quelle depauperative e appoggiare quelle profittevoli. In posizione diametralmente opposta si colloca invece chi ha auspicato l'introduzione anche nell'ordinamento comunitario di un obbligo di trasparenza sulle intenzioni v. SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 32; VEIL, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, 6 "*it is hard to understand why the provisions governing transparency of the investor's intention introduced in some Member States in recent years are not to be harmonised by the European legislature*".

[164] CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 977; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 154 s. Parla di efficienza del mercato del controllo anche POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 196; SBISÀ, *Sub art. 120*, 113.

il *deficit* informativo esistente nel nostro ordinamento rende del tutto impossibile che l'efficienza venga raggiunta in tal modo[165], mentre, vi potrebbe essere il rischio che la *disclosure* consenta agli amministratori di bloccare tentativi di scalata a prescindere da ogni considerazione circa la bontà degli stessi[166].

Quanto precede porta quindi a prendere le distanze dall'idea che la trasparenza sugli assetti proprietari sia volta a perseguire l'efficienza nel ricambio del controllo, tuttavia, ad avviso di chi scrive, tale informazione integra, a monte, il presupposto stesso affinché un mercato del controllo possa esistere[167]. Soprattutto (ma non solo) nell'ambito di un sistema come il nostro, dove gli assetti proprietari sono fortemente concentrati, la precisa informazione sulla struttura proprietaria – e, conseguentemente, sul livello di contendibilità - rappresenta il dato principe che consente di strutturare un'operazione di assunzione del controllo. È chiaro, infatti, che l'informazione relativa all'esistenza di un azionista di controllo di diritto, pregiudicherà la possibilità di seguire strategie di acquisizione ostili, imponendo la necessità di giungere ad un accordo con il controllante. Ma anche fuori dal menzionato caso, conoscere il concreto atteggiarsi degli assetti proprietari rappresenta un dato di primaria importanza al fine di determinare la quantità di azioni da acquistare per ottenere la posizione di dominio, nonché le strade da seguire per raggiungere l'obbiettivo. In via necessariamente semplificata, si può ad esempio ricordare che la presenza di un elevato flottante può innalzare la probabilità di successo di un *takeover* ostile, tenuto conto che la frammentazione proprietaria innalza la c.d. *pressure to tender*, ovvero aumenta la predisposizione degli azionisti ad aderire all'offerta[168]. Viceversa, in presenza di una maggiore concentrazione proprietaria, la possibilità di conoscere l'identità di chi esercita l'*investment discretion* su partecipazioni rilevanti consente all'offerente di individuare i soggetti da cui potrebbe dipende in via significativa il buon esito dell'offerta[169] ed eventualmente avviare con gli stessi delle trattative private. Nella stessa ottica di fornire un quadro informativo completo al fine di progettare consapevolmente l'operazione, deve essere letta anche la trasparenza sulle

[165] Ma v. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 197.

[166] V. *supra*, nt. 163.

[167] Uno spunto in tal senso, si trova in POMELLI, *Trasferimento e consolidamento*, 494 ove si legge che "*la contendibilità del controllo non sarebbe possibile se non fossero resi noti al mercato su base continua la struttura organizzativa e di governo della società*" di cui l'informazione sugli assetti proprietari fa parte; COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società,* in *Dir. comm. internaz.*, 1998, 65.

[168] BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. L.*, 1987, 911; ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 733; ENRIQUES, *European Takeover Law: Designing a Neutral Approach*, in *Eu. Bus. L. Rev*., 2011, 623.

[169] ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 721; per l'idea che la presenza di azionisti rilevanti agevoli il mercato del controllo v. anche SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, 471.

partecipazioni potenziali (anche tramite derivati *cash settled*): informazione, questa, che consente di valutare la possibilità di cambi repentini negli assetti proprietari in essere in un certo momento.

In buona sostanza, senza l'informazione in parola verrebbe pregiudicata alla radice la possibilità per potenziali *bidders*[170] di valutare e pianificare le operazioni mediante le quali conquistare il controllo, impedendo così al mercato del controllo di svilupparsi.

5.3. L'efficienza del mercato dei capitali nella sua funzione di *pricing*: critica.

Compreso il significato che la trasparenza sull'azionariato comune assume per il mercato del controllo, si deve ora prendere posizione sull'idea secondo cui la trasparenza sugli assetti proprietari sarebbe funzionale a garantire l'efficienza informativa del mercato – c.d. *Efficient Capital Market Hypothesis*[171] - ossia la capacità dello stesso di riflettere nei prezzi le informazioni rilevanti sulla redditività del titolo azionario. Si tratta, come visto, di un argomento a cui si fa spesso riferimento nell'ambito dell'ordinamento nordamericano[172], e che è stato recentemente adottato anche da una parte della dottrina europea[173] e dalla nostra Consob[174]. Nella nostra letteratura, invece, la strumentalità dell'informazione in questione alla corretta formazione del

---

[170] SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 8; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 154.

[171] La paternità della teoria viene comunemente attribuita al premio Nobel Eugene Fama (*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *J. Fin*., 1970, 383; *Efficent capital Market: II*, in 46 *J. Fin.*, 1991, 1575; ma v. già, *The behaviour of stock market prices*, in 38 *J. Business*, 1965, 34 ss.), i cui studi furono successivamente approfonditi da Gilson e Kraakman, (*The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 549 ss.; *The mechanisms of market efficienty twenty years later: the hindsight bias*, in 28 *J. Corp. L*., 2002, 715; *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, in 100 *Va. L. Rev*., 2014, 313 ss.). Sul punto v. anche EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Va. L. Rev*., 1984, 693 s.; GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in 55 *Duke L. J*., 2006, 720 ss.; HARRIS, *Trading & Exchanges*, Oxford, 2003, 240; FOX-DURNEV-MORCK-YEUNG, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence*, in 102 Mich. L. Rev., 2003, 331. Nell'ambito della letteratura giuridica, tale teoria è stata spesso utilizzata ai fini di un'analisi economica del diritto dei mercati finanziari: v. *ex multis*, FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004, 130; ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 258; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 4 ss.; MACRÌ, *Informazione privilegiate e disclosure*, Torino, 2010; GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012.

[172] V. *supra* nt. 63 e relativo testo.

[173] L'idea che la funzione della trasparenza negli assetti proprietari vada ricercata (anche) nella corretta formazione dei prezzi è stata ampiamente sostenuta da SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 133; SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 7; LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, 129; ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 727.

[174] Consob, *Position paper*, 12 "*Questa informazione […] può essere rilevante per le scelte degli investitori e quindi può alterare il meccanismo di price discovery del mercato. La possibilità di accumulare posizioni non trasparenti in derivati cash-settled con questa finalità permette di cogliere di sorpresa il mercato, incrementandone il livello di volatilità e la possibilità di speculazioni, con pregiudizio degli azionisti esistenti*.". Consob, *Proposte Regolamentari, in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d- ter del T.u.f.,* 6 maggio 2011, nt. 4.

prezzo è spesso implicita nel pensiero di quanti vedono nel dato in parola, uno strumento volto a promuovere la generale efficienza del mercato dei capitali (di cui l'efficienza informativa fa parte)[175] e/o a consentire agli investitori di correttamente valutare l'investimento azionario e assumere, quindi, scelte consapevoli[176]. Più in particolare, non si può non vedere come tale ultima affermazione evochi la disciplina sulla trasparenza *price sensitive ex* art. 114 T.u.f, che impone agli emittenti l'immediata divulgazione di tutte quelle notizie che sono destinate ad avere un sensibile impatto sui prezzi, in quanto "*presumibilmente un investitore ragionevole [le] utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*" (art. 181, co. 4, T.u.f). In tal senso, dunque, sembrerebbe che la comunicazione sugli assetti proprietari *ex* art. 120 T.u.f, sia vista come un'integrazione della disciplina che impone la trasparenza sulle

[175] SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti*, 1234; MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 639; MONTALENTI, *La società quotata*, 90. In realtà, dall'efficienza informativa si deve distinguere: *i)* l'efficienza fondamentale, ovvero, la capacità dei prezzi di mercato di esprimere il valore reale (o "intrinseco") dello strumento finanziario; e *ii)* l'efficienza allocativa, ovvero la capacità del mercato di distribuire in maniera ottimale le risorse. Per tale distinzione cfr. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2010, 360 ss.; e nella letteratura giuridica v. PERRONE, *Informazione al mercato*, 5. Peraltro, in sostanza, è frequente l'affermazione secondo cui l'efficienza informativa e quella fondamentale coincidano e, in ogni caso, il giudizio del mercato sarebbe la migliore indicazione del valore reale del titolo (così FISCHEL, *Efficient capital markets, the crash and the fraud on the market theory*, in 74, *Cornell L. Rev.*, 1988, 914; ID., *Market evidence in Corporate law*, in 69 *U. Ch. l. rev.*, 2002, 941; GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficienty Twenty years later*, 2, nt. 4; EASTERBROOK-FISCHEL, *The economic structure*, in Italia, POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, 57; *contra* STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficienty: an introduction to the new finance*, in 28 *J. corp. l.*, 2003, 635). D'altro canto è possibile altresì individuare un forte collegamento anche tra l'efficienza informativa e allocativa, considerando che il prezzo è il principale elemento che direziona l'allocazione delle risorse nel mercato (GILOTTA, *Sub art. 114 T.u.f.*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1154; GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, 720; FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Columbia L. Rev.*, 2009 252 ss.; ENRIQUES-GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *ECGI Law Working Paper* n. 252/2014, 4, disponibile sul sito www.ecgi.org, per l'idea che la trasparenza sulle partecipazioni rilevanti conduca all'efficienza allocativa per il tramite dell'efficienza informativa, SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 7. Peraltro, i Considerando 1 e 2 della stessa Direttiva *Transparency* vedono nella trasparenza sugli assetti proprietari uno strumento di efficienza del mercato al fine di condurre alla corretta allocazione del capitale, e non è mancato chi ha interpretato detto riferimento all'efficienza in senso informativo: SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 134 ss.

[176] Il Considerando 18 della Direttiva *Transparency* recita "*Il pubblico dovrebbe essere informato delle modifiche delle partecipazioni rilevanti negli emittenti le cui azioni sono negoziate in un mercato regolamentato situato o operante all'interno della Comunità. Dette informazioni dovrebbero consentire agli investitori di acquisire o cedere azioni essendo pienamente consapevoli delle modifiche nell'assetto dei diritti di voto*". L'idea che la trasparenza sugli assetti proprietari sia volta a consentire scelte di investimento consapevoli è diffusa anche tra quanti non connettono l'informazione esclusivamente alla capacità di disvelare un *change of control*: ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 720; LIBONATI, *Gli assetti proprietari*, 8; MONTALENTI, *La società quotata*, 90; CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *L'informazione societaria e il mercato mobiliare*, 77; SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, 562 "*La trasparenza è stata stimata dalla legge necessaria al fine di informare i soci sulla natura e dimensione degli interessi che nelle assemblee ispirano i comportamenti e i voti dei vari soci, dato che i suddetti comportamenti e voti sono elementi di conoscenza che possono servire agli investitori per valutare la convenienza dei loro investimenti nel capitale delle società quotate*."; *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare italiano della Commissione Finanze della Camera Audizione del Direttore generale del Ministero del Tesoro (10 dicembre 1997).*, in *Riv. soc.*, 1998, 201; SBISÀ, *Sub art. 120*, 1114.

informazioni *price sensitive*, aggiungendo, accanto al generico obbligo incombente sull'emittente[177], anche uno specifico obbligo in capo ai relativi soci qualificati.

Ciò premesso, al fine di valutare se effettivamente la trasparenza *ex* art. 120 si stata pensata al fine di garantire la divulgazione di notizie destinate ad impattare sui prezzi di mercato è opportuno, a monte, chiarire quali siano i meccanismi economici che conducono all'efficienza informativa del mercato.

5.3.1. I meccanismi di efficienza del mercato.

Secondo quanto ci insegna la scienza economica, il corso di un investimento azionario è dato dall'attualizzazione dei *cash flow* futuri, e nel mercato secondario viene fissato grazie alle attività di *trading* poste in essere dai diversi operatori, tramite il gioco della domanda e dell'offerta.

Più nello specifico, secondo gli insegnamenti di Gilson e Kraakman[178], mediante le operazioni di investimento e disinvestimento poste in essere da parte di investitori razionali alla luce delle notizie raccolte su un emittente (e più in generale sul mercato)[179], dette informazioni vengono incorporate nel prezzo di mercato dei relativi titoli, in base a quattro distinti meccanismi, ciascuno dei quali si innesca a seconda del tipo di informazione e del grado di conoscenza e conoscibilità della stessa[180]. Per quanto riguarda il primo profilo, si distingue tra: "*hard*

[177] Che il problema principale della disciplina in tema di *price sensitive* sia la corretta delimitazione della fattispecie è affermazione piuttosto ricorrente (v. *ex multis*, STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 991). Come noto, infatti, l'attuale disciplina (interna e comunitaria) detta una definizione piuttosto vaga di "informazione privilegiata", limitandosi a stabile che debba trattarsi di un'informazione precisa, non pubblica e che "*potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*" (art. 181, co. 1, richiamato dall'art. 114 e che riproduce testualmente la definizione comunitaria contenuta all'art. 1, co. 1 della Direttiva 2003/6/CE). Sul significato di *price sensitive* v. GILOTTA, *Sub art. 114 T.u.f.*, 1157; LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 148.

[178] Contenuti soprattutto nel saggio *The Mechanism of Market Efficiency*, e poi affinate nei lavori successivi *The mechanisms of market efficienty twenty years later: the hindsight bias*, 715; *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 313 ss.

[179] GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, 720.

[180] La fondatezza della *Efficent Capital Market Hypotes* è stata posta in dubbio dagli studi appartenenti alla c.d. *behavioural finance*, i quali, pur nella loro eterogeneità, partono dall'assunto comune secondo cui gli investitori assumono le proprie scelte di finanziarie, non in base a valutazioni razionali, bensì secondo le c.d. euristiche ossia particolari procedure mentali di semplificazione della realtà che impediscono di tenere in considerazione tutte le variabili esistenti conducendo ad errori cognitivi. Si tratta di studi iniziati da DE BONDT, *Does the stock market overreact ?*, in 40 *J. Fin.*, 1985, 793 ss.; cui ha fatto seguito una grandissima quantità di contributi, *ex multis* cfr. SHLEIFER, *The noise trader approach to Finance*, in 4 *J. Econ. Persp.*, 1990, 19 ss.; LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 *U. Pa. L. RE.*, 1992, 857 ss.; JOLLS-SUNSTEIN-THALER, *A Behavioral Approach To Law And Economics*, in 50 *Stand. L. Rev.*, 1998, 1473; CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, in 59 *Wash & Lee L. Rev.*, 2002, 774 ss. Per una ricostruzione sistematica dei diversi studi cfr. RIGHINI, *Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano, 2012, 8 ss. e 19). In realtà, a differenza di quanto spesso sostenuto (LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza*

information", relative a fatti storici e certi; s*oft information*" ovvero stime e previsioni future[181]. Per quanto riguarda, invece, il secondo profilo, gli autori distinguono tra: *i)* informazioni pubbliche, da intendersi, non solo come astrattamente conoscibili, ma come concretamente conosciute e comprese da tutti gli investitori; *ii)* informazioni semi-pubbliche, che sono sottoposte, in buona sostanza, a quella "trasparenza forte" che si è assunta in questo scritto, ovvero liberamente accessibili da parte di tutto il pubblico; *iii)* informazioni non pubbliche, ovvero nelle mani di solo alcuni soggetti, ovvero soggette ad una forma di trasparenza "debole".

Ciò premesso, il primo e più efficiente meccanismo di incorporazione dell'informazione nel prezzo (c.d. *Universally informed Trading*[182]), si innesca in presenza di una *hard information* che sia anche pubblica, di modo che, nel momento in cui viene prodotta è concretamente conosciuta da tutti i partecipanti al mercato[183], i quali la terranno in considerazione per valutare l'emittente e compiere le proprie scelte di investimento: in tali circostanze, l'adattamento del prezzo all'informazione è praticamente istantaneo. Si tratta, tuttavia, di un'ipotesi più teorica che pratica, là dove si consideri che non tutti gli investitori del mercato tengono costantemente monitorate le informazioni divulgate relative ai diversi titoli. A ciò si aggiunga che nei mercati reali la maggior parte degli investitori (attuali o potenziali) non ha né il tempo né le competenze per poter analizzare le informazioni reperibili. Si può, pertanto, fin da subito affermare che non è

comportamentale, in Consob Quaderni di finanza, n. 66, 2010), non pare che il rapporto tra le due teorie sia di assoluta contraddizione, ma piuttosto si tratta di due filoni scientifici che si pongono su due piani ben distinti (l'intuizione è di PERRONE, *Informazione al mercato*, 8): mentre la *behavioural finance* indaga i comportamenti *concreti* tenuti da investitori "in carne ed ossa", la ECMH è una teoria economica che si basa su un modello *astratto* (e, come tale, semplificato) di mercato che rappresenta una sorta di "laboratorio" in cui individuare i fattori che conducono all'efficienza informativa. Negare la validità della ECMH significherebbe dimostrare che i risultati a cui essa giunge non sono veritieri, ossia che il livello di trasparenza del mercato è un fattore del tutto ininfluente rispetto alla modalità di formazione del prezzo. Tuttavia, non sono certo queste le conclusioni cui giungono gli studi di finanza comportamentale, la quale, più semplicemente, si limita ad individuare dei fattori di irrazionalità che condizionano le scelte degli individui, a cui può al massimo conseguire l'idea che i mercati non possano mai dirsi perfettamente efficienti a causa dei c.d. "rumori". Si badi, peraltro, che l'idea che l'efficienza del mercato possa dirsi solo "relativa" e mai "assoluta" è già presente (ancorché per ragioni differenti) nel pensiero degli stessi Gilson-Kraakman, i quali ritengono che a seconda del grado di divulgazione delle informazioni si possa ottenere una efficienza più o meno elevata (v. anche GROSSMAN-STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in 70 *Am. Eco. Rev.*, 1980, 393; PERRONE, *Informazione al mercato*, 9). In tal modo, si superano anche le critiche mosse da chi sostiene l'inconferenza della ECMH, facendo riferimento a ricerche empiriche dalle quali emergerebbe l'incapacità del mercato di riflettere nei prezzi alcuni particolari dati: cfr. CLARK, *The Market for Corporate Control: New Insights from the Financial Crisis in Ireland*, 2013, consultabile sul sito http://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2151&context=sulr; STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 6.

[181] GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 561 ss.

[182] GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 568.

[183] Tra tali informazioni, gli Aa. annoverano, ad esempio, l'andamento storico dei prezzi dell'emittente o l'elezione di un nuovo Presidente, che è conosciuta in tempo reale da tutti gli azionisti. Un ulteriore esempio è dato dalla recente uscita dell'Inghilterra dall'UE, che ha avuto immediate ripercussione negative sui prezzi di mercato.

mediante tale procedimento che il dato sugli assetti proprietari si incorpora nel prezzo, stante anche la complessità della relativa disciplina della trasparenza, tale da render difficile per l'investitore "comune" comprendere se e in che termini, tale dato possa avere implicazioni sul valore del titolo[184].

Il secondo meccanismo in ordine di efficienza, nonché il più diffuso negli attuali mercati finanziari, si instaura là dove l'informazione è semi-pubblica, nel senso che pur essendo liberamente accessibile da tutti, in realtà viene realmente conosciuta e compresa solo dagli operatori professionali che hanno: *i)* le competenze necessarie per analizzarla; e *ii)* ingenti risorse finanziarie da investire nel mercato (c.d. *Professionally Informed Trading)*[185]. Si tratta soprattutto di investitori che "battono il mercato": ovvero sostengono i costi di analisi al fine di individuare titoli il cui prezzo si discosti rispetto al relativo valore reale, in modo da lucrare sulla differenza. È proprio mediante le ingenti attività di *trading* di tali operatori che il prezzo di mercato raggiungerà l'equilibrio.

Terzo meccanismo, in ordine di efficienza, si sostanzia nel c.d. *Derivatively Informed Trading*[186], il quale si innesca in presenza di informazioni che non sono pubbliche, ma sono nelle mani solo di alcuni soggetti, o perché hanno un accesso privilegiato alle informazioni sull'emittente (c.d. *insider)* o perché conducono ricerche e analisi sui dati pubblici in modo da sviluppare individualmente una nuova informazione che non è di per sé presente nel mercato (c.d. *informed trader*). In entrambi i casi, si tratta tuttavia di soggetti che non possono da soli movimentare capitali sufficienti per "aggiustare" il prezzo. In tali ipotesi, il processo di incorporazione dell'informazione avviene tramite due *steps*: in un primo momento, in forza delle informazioni possedute, gli *insiders* o gli *informed trader* iniziano ad effettuare transazioni, in modo da far muovere parzialmente il prezzo; successivamente, altri operatori del mercato iniziano ad effettuare operazioni dello stesso segno, o perché individuano le variazioni di prezzo associate all'intensificarsi di operazioni in tale direzione (c.d. *price decoding*), o perché individuano l'*insider* o l'*informed trader* e ne imitano il comportamento (c.d. *trade decoding*). In entrambi i casi, il mercato fa sì che la nuova informazione si rifletta nel prezzo, nonostante il suo contenuto rimanga celato agli occhi degli altri investitori.

Infine, il meccanismo meno efficiente con cui il mercato riflette nel prezzo il valore dell'investimento è il c.d. *Uninformed Trading*, che si innesca per le c.d. *soft information* ossia, come visto, quei dati puramente previsionali relativi ad accadimenti futuri sui quali nessun

[184] LIBONATI, *Gli assetti proprietari*, 8.

[185] Cfr. GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 570 s.; GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, 726 ss.; per l'idea che si tratti del meccanismo più diffuso v. anche ENRIQUES-GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, 16.

[186] GILSON- KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 572 ss; BOZCUK- LASFER, *The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange*, 40 *J. Fin. Quant. Anal.*, 2005, 621.

operatore (neanche professionale) è singolarmente in grado di effettuare previsioni che possano dirsi certe. In generale, in tali ipotesi, l'efficienza informativa è decisamente più bassa: ciascun operatore, in presenza di una nuova informazione *hard*, si comporterà sul mercato in base alle proprie personali e limitate previsioni, fondate su conoscenze e abilità parziali, le quali, tuttavia verranno con il tempo aggregate dal mercato, in modo che il prezzo incorpori una previsione il più vicino possibile all'ottimo[187]. In base, all'*Efficient Capital Market Hypothesis,* pertanto, anche tali valutazioni prospettiche sono destinate ad essere incorporate nel prezzo del titolo, ma soltanto in tempi più lunghi e, pertanto, con un grado di efficienza inferiore.

Si badi, peraltro, che la capacità del mercato di riflettere tali *soft information* è particolarmente importante, tenuto conto, come visto, che il valore di uno strumento finanziario è dato dai rendimenti futuri attualizzati. Ne deriva che, soprattutto per i titoli azionari, tali rendimenti sono frutto di analisi e stime relative al futuro andamento di *business* dell'emittente e alla capacità di produrre ricchezza. Tali valutazioni, dunque: da un lato, varieranno, impattando il prezzo, in presenza di una nuova *hard information* da cui desumere un cambiamento nelle prospettive future dell'emittente; dall'altro, saranno tanto più attendibili quanto più alto è il numero di *hard information* a disposizione del mercato su cui fondare tali stime.

È chiaro, dunque, che il livello di efficienza informativa del mercato può essere aumentato dal legislatore, imponendo la divulgazione di un maggiore numero di dati rilevanti al fine di sviluppare previsioni che si avvicinino il più possibile a quella ottimale e riducendo, parallelamente, gli errori di valutazione.

In tal senso, si capisce come una disciplina che sia finalizzata a incentivare l'efficienza del mercato deve mettere a disposizione degli operatori (*rectius*: degli investitori professionali)[188] un bagaglio informativo il più possibile completo al fine di ridurre ai minimi termini il rischio di valutazioni errate o inattendibili, in modo da agevolare l'innescarsi meccanismi che conducano ad un più alto livello di efficienza.

5.3.2. La trasparenza ex *art. 120 come forma di integrazione della disciplina sul price sensitive: critica.*

Il breve riepilogo sui meccanismi di efficienza del mercato, consente ora di capire meglio se ed in che termini l'informazione sulle variazioni della struttura proprietaria divulgate *ex* art. 120 T.u.f., si stata pensata dal nostro legislatore al fine di consentire l'efficiente formazione del

[187] GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, 580 "*The final market efficiency mechanism, uninformed trading, permits prices, in some circumstances, to reflect aggregate -- or consensus -- forecasts that are more nearly optimal over the long run than those of any individual trader. In this sense, prices can reflect information about which all traders are uninformed.*".

[188] GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, 720 ss.

prezzo di quotazione. Si deve, dunque, valutare se l'attuale strutturazione della disciplina consenta agli investitori professionali (dalla cui operatività dipende in larga parte l'efficienza del mercato) di accedere ad informazioni di pregio per le proprie scelte di investimento.

A tal proposito, pare opportuno evidenziare che, in generale, le informazioni che sono destinate ad alterare significativamente il prezzo (c.d. *price sensitive*), hanno ad oggetto notizie che implicano una variazione nel futuro andamento del *business* e delle conseguenti prospettive di rendimento dell'investimento azionario. Si tratta, in particolare, di importanti fatti di gestione o modifiche all'organizzazione imprenditoriale dell'emittente (si pensi, ad esempio, alla predisposizione di operazioni di fusione o scissione, all'apertura a nuovi mercati, alla stipula di contratti importanti, ai cambiamenti intervenuti nel *management* ecc.)[189] la cui divulgazione consente agli operatori di aggiornare le precedenti stime sui *cash flows* attesi. Là dove fosse lasciato il velo di opacità su tali notizie, quindi, sarebbe molto più elevato il rischio di valutazioni imprecise ed errate, sì che il prezzo si correggerebbe solo in un lasso temporale più elevato mediante il meno efficiente meccanismo dell'*Uninformed Trading*.

Da quanto precede deriva che un'informativa sugli assetti proprietari che si preoccupi di garantire l'innescarsi del più efficiente meccanismo di *pricing* possibile (*Professionally Informed Trading)* dovrebbe eliminare ogni incertezza su operazioni di *change of control* o, in ogni caso, sulle intenzioni dell'azionista di esercitare quell'attivismo spinto volto ad incidere sulle strategie organizzative e di *business* dell'emittente, in modo da modificarne le prospettive future e, conseguentemente, il corso del relativo titolo. D'altro canto, che l'avvento di un nuovo azionista di controllo comporti una sensibile variazione del prezzo non pare possa essere messo in discussione, stante l'ampia prova empirica a sostegno[190].

Si capisce, dunque, perché il sistema statunitense, senz'altro attento a garantire l'efficienza informativa del mercato, non solo impone al nuovo *blockholder* di dichiarare le proprie mire sul controllo, ma altresì di disvelare i piani che vorrebbe implementare là dove riesca ad ottenere (da solo o con l'appoggio di altri azionisti) la maggioranza necessaria. In tal modo, viene fornito agli operatori professionali un bagaglio informativo completo al fine di aggiornare le proprie stime e far sì che, mediante le proprie attività di *trading*, il prezzo incorpori velocemente il valore delle strategie del potenziale scalatore, scontato della probabilità di insuccesso del *takeover*. In tal modo, dunque, si cerca di comprimere il più possibile l'operatività del

[189] Per l'idea che l'informazione *price sensitive* riguardi eventi "straordinari" attinenti alla vita economica dell'impresa: GILOTTA, *Sub art. 114 T.u.f.*, 1157; in base alla normativa precedente, LENER, *la diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, 145.

[190] L'affermazione è frequente: SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 136. Peraltro, sul punto le ricerche empiriche confortano sicuramente l'impatto sui prezzi: JAYARAMAN-FRYE-SABHERWAL, *Informed Trading Around Merger Announcements: An Empirical Test Using Transaction Volume and Open Interest in Options Market*, in 36 *Fin. Rev*., 2001, 45; MIKKELSON-RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, in 44 *J. Fin. Econ*., 1985, 523.

meccanismo meno efficiente dell'*Uninformed trading*, a favore del *Professionally informed trading*.

Viceversa, come più volte ribadito, il nostro ordinamento non solo non chiede alcuna delucidazione sulle intenzioni connesse all'investimento rilevante, ma altresì non consente al mercato di predire facilmente potenziali *change of control*[191]. Alla luce di tale *deficit* informativo, pare quindi molto arduo ritenere che la trasparenza *ex* art. 120 T.u.f. possa dirsi pensata al fine di integrare la disciplina sul *price sensitive ex* art. 114 T.u.f., tenuto conto che l'incorporazione nel prezzo di informazioni preziose viene completamente rilasciata ai meccanismi *Uninformed*[192].

[191] D'altro canto la nostra Consob, giunge a considerare l'informazione utile al fine della corretta formazione del prezzo proprio partendo dal presupposto secondo cui tale trasparenza consentirebbe di dar far conoscere alcune caratteristiche dell'azionista che, invece, la disciplina non divulga. Così nel *Position paper*, 5 "*laddove l'assetto proprietario di una società non è trasparente, il mercato perde informazioni significative quali la tipologia di azionista e le relative intenzioni (segnatamente l'orizzonte temporale di riferimento) e conseguentemente non è in grado di prezzarne adeguatamente il valore*"; e ancora nel Documento di consultazione del 6 maggio 2011, nt. 4 "*la possibilità di leggere con chiarezza e tempestività l'articolazione degli interessi economici relativi ad una determinata società consente di valutare sufficiente precisione la probabilità di una battaglia per il controllo, con le relative conseguenze sul prezzo del titolo*".

[192] Ciò non significa, che tali informazioni non siano divulgate nel nostro mercato, ma solo che la fonte normativa da cui scaturisce l'obbligo di disvelarle non è rintracciabile nell'art. 120, quanto piuttosto o nell'ambito del documento da pubblicare in caso di Opa (art. 102, e All. 2 al RE) o direttamente nell'art. 114 T.u.f. Il riferimento a tale ultima norma merita un chiarimento, alla luce della recente riformulazione della norma che pone alcuni problemi di non poco momento. Nella formulazione originaria dell'art. 114 co. 1, la possibilità che l'azione dell'azionista di controllo potesse incidere sul prezzo dei titoli della controllata veniva espressamene riconosciuta nell'obbligo imposto, non solo agli emittenti, ma anche ai «soggetti controllanti» di informare il mercato «dei fatti che accadono *nella loro sfera di attività*» (COSTI–ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, 201). Nonostante il successivo cambio di formulazione della norma (che chiedeva la comunicazione, tanto all'emittente quanto al controllante, delle informazioni privilegiate "che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate"), la Consob continuò per molto ad interpretarla nel senso che «*Con riferimento ai controllanti le informazioni rilevanti sono quelle relative ad eventi o complessi di circostanze, riguardanti operazioni decise dagli stessi soggetti, direttamente idonee, alla luce delle circostanze concrete, ad influenzare il prezzo dei titoli quotati della controllata*» (Comunicazione n. DME/6027054 del 28-3-2006, 17, § 100). Era dunque alla luce di tale obbligo che gli azionisti di controllo dovevano portare il mercato a conoscenza dei propri piani in relazione alla controllata, nonché eventuali decisioni di dismettere la relativa partecipazione. Ora, a partire dal d.lgs. 11 ottobre 2012, n. 184, tale *disclosure* imposta direttamente in capo al socio di controllo è stata espunta, lasciando quindi aperto il problema di capire come siffatte informazioni debbano essere portate a conoscenza del mercato. Sembrerebbe che, ad oggi, la divulgazione di quelle notizie relative alla controllante ma destinate ad incidere sui prezzi della controlla debbano essere divulgate direttamente da quest'ultima non appena né abbia avuto notizia, ai sensi del generale obbligo *ex* art. 114, co. 1. Resta tuttavia il rischio che quest'ultima venga a conoscenza dell'informazione con un certo ritardo rispetto al socio di controllo con evidente pregiudizio per il mercato. Sul punto si potrebbe pensare alla possibilità di applicare analogicamente il disposto dell'art. 114, co. 2, T.u.f. il quale, in realtà, fa riferimento alla fattispecie diametralmente opposta: ovvero al caso in cui ad essere quotato sia il socio di controllo il corso delle cui azioni viene alterato da eventi intercorsi nelle controllate. Al fine di evitare che la società quotata sia informata di questi fatti con ritardo, la menzionata disposizione stabilisce che "*[g]li emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste.*". In buona sostanza tale norma prevede un flusso informativo ascendente (dal basso verso l'alto) al fine di consentire alla controllante di adempiere ai propri obblighi. Ciò premesso, l'eliminazione dell'obbligo di *disclosure* direttamente in capo al socio di controllo ha fatto sorgere l'esigenza di garantire l'instaurazione di un flusso informativo anche discendente, sì da consentire alla controllata quotata di dar conto al mercato di decisioni assunte dal socio di controllo (non quotato) che possono sensibilmente alterare il prezzo dei titoli della prima. Resta ferma in ogni caso la competenza della

5.3.3. L'incapacità della disciplina ex *art. 120 T.u.f di rispecchiare nel prezzo il livello del rischio di* moral hazard*.*

Fermo quanto fin qui affermato, si deve ricordare che la scelta di non divulgare le intenzioni connesse all'assunzione della partecipazione rilevante, deriva dalla volontà di evitare ripercussioni negative sull'efficienza del mercato del controllo e, in particolare, di non svuotare di significato la *passivity rule*. Sembrerebbe, dunque, che in un'ottica di bilanciamento tra l'interesse all'efficienza del mercato del controllo e l'interesse all'efficienza informativa del mercato dei capitali, il nostro legislatore interno abbia dato prevalenza al primo.

Resta comunque da valutare se, almeno là dove un siffatto contrasto non si realizzi, la disciplina venga strutturata in modo da garantire che il prezzo torni ad essere formato adeguatamente. Il riferimento va, in particolare, alla possibilità di fornire al mercato informazioni relative alle variazioni di redditività che siano connesse, non ad eventuali *change of control*, quanto piuttosto all'incremento o al decremento degli *agency problems*[193]. Più in particolare, è stato evidenziato come l'informazione sulla composizione dell'azionariato consentirebbe: da un lato, di determinare il livello di contendibilità dell'emittente e, dunque, di valutare se e in quale misura il mercato del controllo sia in grado di disciplinare gli amministratori; dall'altro lato, di individuare la presenza di *blockholders*, che possono efficacemente monitorare l'operato dei gestori. In altre parole, seguendo tale orientamento, la disciplina in questione sarebbe volta a condurre all'efficienza informativa mettendo il mercato (*rectius*: gli investitori professionali) nelle condizioni di valutare la probabilità che gli *agents* (amministratori e azionista di controllo) indulgano in comportamenti viziati da *moral hazard*, e dunque che esercitino il proprio potere in maniera inefficiente e/o infedele. Sul punto, giova premettere che, a differenza dell'ipotesi in cui la trasparenza dia conto di un potenziale *change of control*, l'evidenza empirica non ha dato

Consob a chiedere anche agli azionisti rilevanti la pubblicazione di informazioni "necessarie per l'informazione del pubblico" (art. 114, co. 5, su tale disposizione v. GILOTTA, *Sub art. 114 T.u.f.*, 1164).

[193] SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 135 s.; SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 7; per i sistemi a proprietà diffusa: ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 720.

risultati che dimostrino inequivocabilmente la capacità dei prezzi di rispecchiare il livello di rischio di *moral hazard*[194-195].

[194] Chi sostiene il contrario (SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 135 s.; SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 7) solitamente fa riferimento a ricerche empiriche condotte sul mercato nord americano che studiano l'andamento del prezzo a seguito della divulgazione della *Schedule* 13D (v. BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *J. Fin.*, 2006, 1729), la quale, come visto, lungi dal dar conto semplicemente del livello di monitoraggio sul *management*, avvisa di potenziali variazioni nel controllo, idonee senz'altro a impattare sui prezzi. Ai fini che qua interessano, invece, appaiono particolarmente significative quelle ricerche americane che confrontano le variazioni subite dai prezzi a seguito della pubblicazione di una *Schedule* 13D (che disvelano l'intento di intervenire incisivamente nella *governance*) rispetto ad una *Schedule* 13G (compilate dai "*passive investors*"). Tali studi conducono tutti a risultati simili, in cui si dà conto di come la *Schedule* 13D dispieghi un maggior impatto sui prezzi: cfr. CLIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *J. Corp. Fin*., 2008, 323 ss., che confronta l'impatto sui prezzi delle comunicazioni 13D e 13G poste in essere dai medesimi *hedge funds*; GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 133, ove alcuni esempi di come il passaggio dalla *Schedule* 13G alla 13D da parte del medesimo azionista si accompagni ad un significativo aumento del prezzo del titolo; nello stesso senso BRAV-JIANG-KIM, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, in 28 *Rev. Fin. St.*, 2015, 2727; MIKKLESON-RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Process*, 523 ss. che dimostra come il prezzo sia maggiormente sensibile là dove venga dichiarata l'intenzione di assumere il controllo, rispetto ai casi in cui l'investimento venga effettuato solo in un'ottica meramente finanziaria; MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, 204 ss.). Fermo restando che una variazione di prezzo, seppur ridotta, accompagna anche l'informativa contenuta nella *Schedule* 13G, si deve tuttavia far notare come essa non pare poter essere automaticamente attribuita alla riduzione degli *agency problems* connessa alla presenza di un nuovo *blockholder* che si dedichi a monitorare l'attività degli amministratori, potendo giustificarsi anche alla luce di differenti spiegazioni. In primo luogo, si è visto, infatti, che la struttura dell'azionariato tipica del sistema USA, porta con sé la possibilità di acquisire il controllo con percentuali particolarmente basse di capitale, sì che il mercato possa presumere (anche in presenza di una *Schedule* 13G) la probabilità che l'assunzione di una *beneficial ownership* porterà ad un futuro *change of control* o, in ogni caso, ad una sensibile alterazione delle strategie di *governance* (soprattutto là dove l'informativa arriva da operatori tendenzialmente attivisti quali gli *hedge funds*): GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 133; MIKKLESON-RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Process*, 523. A ciò si aggiunga che tali investimenti vengono spesso posti in essere a seguito di attente ricerche da parte di investitori informati, di modo che, a prescindere dal ruolo che assumano nell'emittente, vengano emulate da altri operatori, innescando il diverso meccanismo del *trade decoding* (v. *infra* al § successivo). Quanto precede porta a valutare con cautela i risultati ottenuti nelle ricerche empiriche condotte oltreoceano, tenuto conto delle più volte menzionate differenze normative e di mercato intercorrente tra il nostro sistema e quello statunitense. Peraltro, neanche le ricerche empiriche condotte in mercati più vicino al nostro consentono di affermare con certezza la capacità del mercato interno di correttamente prezzare il livello di rischio di *moral hazard* in un emittente. Ad esempio, lo studio condotto sul mercato francese da ZAABAR, *Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France*, reperibile al sito ssrn.com/abstract=1255602, dà conto di come il prezzo di mercato sia scarsamente reattivo alla notizia dell'aggregazione di una nuova partecipazione rilevante, mentre si registrano variazioni più significative là dove la comunicazione riguardi una disgregazione della stessa. Come si darà conto nel prosieguo del testo, tale risultato potrebbe essere dovuto alla difficoltà del mercato di capire il ruolo che verrà assunto dal nuovo *blockholder* all'atto dell'ingresso nella compagine sociale, a differenza del momento della cessione, ove lo stesso azionista ha già dato prova del suo concreto apporto al monitoraggio sul *management*.

[195] La difficoltà di comprendere se effettivamente gli assetti proprietari si riflettano nei prezzi deriva dai risultati profondamente diversi cui giungono le ricerce empiriche condotte sul punto: cfr. MCCONNELL-SERVAES-LINS, *Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm*, in 14 *J. Corp. Fin.*, 2008, 92; BURKART-GROMB-PANUNZI, *Large shareholders, monitoring, and the value of the firm*, 693; THOMSEN-PEDERSEN-KVIST, *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2006, 246. CLAESSENS-DJANKOV-FAN-LANG, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in 57 *J. Fin*., 2002, 2741;

Pertanto, al fine di valutare la condivisibilità di tale orientamento non ci si può che porre su un piano più teorico e, ancora, interrogarsi se l'attuale struttura dell'obbligo di *disclosure* in questione possa dirsi compatibile con le esigenze conoscitive del mercato al fine di operare valutazioni prospettiche – sull'efficienza del monitoraggio nel ridurre il rischio di *moral hazard* - il più possibile vicine al "vero", in modo che l'incorporazione nel prezzo avvenga nella maniera più celere possibile.

Tuttavia, la risposta anche al quesito così posto pare dover essere negativa. Non esiste, come noto, un obbligo giuridico che imponga all'azionista rilevante di assumere un ruolo attivo nell'ambito della *governance* dell'emittente: lo svolgimento di un'attività di monitoraggio sul *management* è ovunque rimesso alla totale discrezionalità del *blockholder*, il quale ben potrebbe preferire un atteggiamento del tutto astensionistico. Là dove il nostro legislatore avesse voluto consentire al mercato di prezzare l'impatto dell'ingresso del nuovo socio rilevante sull'efficienza gestionale, avrebbe dovuto imporre allo stesso l'obbligo di comunicare il ruolo che intendesse (eventualmente) ricoprire nell'ambito del governo societario dell'emittente. Tuttavia, nell'ambito della disciplina interna (al pari, peraltro, di quanto avviene nel sistema USA), sussiste una presunzione assoluta di attivismo[196], che non è accompagnata da alcun obbligo di dichiarare le proprie intenzioni di vigilare sull'attività del *management*, né tantomeno, quali strumenti verranno a tal proposito usati[197]. Ad avviso di chi scrive, pertanto, solo una simile informazione giustificherebbe l'obbiettivo astratto di garantire l'accuratezza dei prezzi nel rispecchiare il rischio di *moral hazard*, riducendo sensibilmente ogni incertezza previsionale.

Fermo quanto sopra, si deve poi dar conto di come, peraltro, l'attuale disciplina comunitaria e (a seguito dell'abrogazione dell'obbligo di *disclosure* sulle partecipazioni potenziali in vendita anche) quella interna, omettono un'ulteriore importante informazione che potrebbe, quantomeno, evitare che il mercato operi previsioni errate sul livello di rischio di *moral hazard*: ovvero l'eventuale assunzione di posizioni corte che, riducendo il rischio connesso all'investimento azionario, alterano la struttura degli incentivi all'attivismo. Ad oggi, pertanto, non solo non è dato sapere se l'azionista sia in grado di raggiungere quel *trade-off* che gli consente di coprire i costi del monitoraggio con i benefici derivanti dallo stesso, ma vengono parimenti occultati quei casi in cui, viceversa, la riduzione (e finanche l'azzeramento) del rischio renda maggiormente profittevole per l'azionista una strategia attiva volta ad estrarre benefici privati.

DEMSETZ, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in 26 *J. L. Econ.*, 1983, 375; DEMSETZ-VILLALONGA, *Ownership Structure and Corporate Performance*, che giungono così alla conclusione secondo cui gli assetti proprietari non incidono sul valore dell'impresa.

[196] Così espressamente GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 675; ma l'idea è implicita in quanti ritengono che la disciplina in questione sia volta a individuare chi influenza la gestione V. *supra* nt. 149.

[197] V. le valutazioni condotte sullo studio di ZAABAR, *Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France,* alla nt. 194.

Peraltro, al fine di giustificare l'assenza di una simile informazione non pare sufficiente addurre, come ha fatto la Consob[198] all'atto dell'abrogazione dell'obbligo di *disclosure* posizioni corte *physical settled*[199], il ridotto numero di comunicazioni raccolte a riguardo. È chiaro, infatti, che la mera presenza dell'obbligo di disvelare la riduzione del rischio sotteso all'investimento operato consentiva al mercato di conoscere (e quindi valutare) la reale struttura degli incentivi sottesi all'investimento operato. L'opacità sulle posizioni corte, quindi, priva di significatività la stessa informazione sulle partecipazioni rilevanti (sia in azioni che in strumenti finanziari) la quale, da sola, non fornisce al mercato un'informazione *certa* sui reali interessi sottesi all'investimento. In altre parole, la mancata trasparenza sulle posizioni corte genera il fenomeno noto come *adverse selection*[200], impedendo di considerare pienamente attendibili le informazioni divulgate sulla posizione lunga complessiva, anche là dove la stessa non sia stata nettizzata da eventuali posizioni riduzionistiche. Ciò premesso, e rinviando al prosieguo dell'indagine per ulteriori approfondimenti pare opportuno fin da subito evidenziare come la mancanza di informazione sulle posizioni corte sembra più il frutto di una scarsa consapevolezza delle implicazioni che tale *deficit* informativo porta con sé, che di una specifica volontà di mantenere l'opacità su tali dati. Ne deriva che l'attuale assenza di trasparenza su tali dati non possa essere usato come argomento al fine di valutare l'effettiva *ratio* della norma.

5.3.4. L'incapacità della disciplina ex *art. 120 nel favorire il* trade decoding.

Si deve, infine, prender posizione sull'affermazione secondo cui la trasparenza sugli assetti proprietari sarebbe funzionale all'efficienza informativa agevolando l'identificazione di *insider* o di *informed traders* in modo da facilitare l'innescarsi del meccanismo di *trade decoding*[201]. In tal senso, dunque, la trasparenza in questione sarebbe volta a perseguire l'efficienza informativa non in via diretta, ovvero divulgando al mercato informazioni destinante ad essere incorporate nel prezzo, bensì in via indiretta, consentendo l'identificazione di quegli spostamenti azionari significativi che sottendono l'esistenza di altre informazioni rilevanti, le

[198] V. Consob, *Proposte Regolamentari, in materia di trasparenza delle partecipazioni potenziali cash-settled in attuazione dell'art. 120, comma 4, lettera d- ter del T.u.f.,* 6 maggio 2011, nt. 4.

[199] V. *supra* § 4.3.2.

[200] Sulla teoria dell'*adverse selection* v. AKERLOF, *The Market of "Lemons": quality uncertanity and the market mechanism, in Quarterly Jurnal of Economics*, 1970, 488; PERRONE, *Informazione al mercato*, 3; GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, 5. Per l'idea che i fenomeni di *decoupling* nascosti diano luogo al rischio di *adverse selection* HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, 859.

[201] Così espressamente SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 141; nel sistema americano GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, 123.

quali, pur restando celate agli occhi del mercato, verranno incorporate nel prezzo grazie a comportamenti emulativi di altri operatori.

Ora, che da un punto di vista pratico, la tracciabilità di significativi trasferimenti azionari possa dar luogo a variazioni del prezzo è un fenomeno noto e che non può esser messo in discussione[202]: importanti operazioni di investimento (o disinvestimento) sono, infatti, sintomatiche della possibilità di lucrare dalla vendita o dall'acquisto dei titoli di un certo emittente.

Tuttavia, che la *ratio* astratta della norma sia quella di consentire l'instaurazione del *trade decoding* pare poter esser facilmente smentita ricordando che la trasparenza in questione si innesca, non per qualsivoglia investimento (o disinvestimento) azionario, ma solo per quei trasferimenti che hanno ad oggetto azioni munite del diritto di voto: tuttavia, anche un cospicuo investimento in azioni di risparmio può essere indice della capacità dell'emittente di produrre utili[203]. Ciò pare di per sé sufficiente a prendere le distanze da tale orientamento.

Giova tuttavia evidenziare come, ad oggi, il corretto funzionamento del meccanismo di *trade decoding* risulti pregiudicato, ancora una volta, dalla mancanza di informazione in relazione alla effettiva esposizione dell'azionista rilevante al rischio connesso all'investimento operato. È evidente, infatti, che al fine di correttamente selezionare gli spostamenti di ricchezza idonei a fungere da segnale per il mercato, di primaria importanza è avere contezza non tanto della mera assunzione di una posizione lunga, quanto piuttosto della posizione netta complessiva, la quale dà conto dell'effettivo livello di rischio assunto da parte dell'investitore che rappresenta il vero sintomo della bontà dell'investimento[204]. In tale ottica, peraltro, si potrebbe addirittura considerare l'attuale informativa decettiva rischiando di indurre investitori a male interpretare tali spostamenti. Al pari di quanto visto nel paragrafo che precede, anche in tal senso, l'asimmetria informativa sulla reale esposizione al rischio assunto dall'azionista rilevante rischia di dar luogo a fenomeni di *adverse selection*, ovvero a far perdere di significatività anche quelle operazioni

---

[202] V. la già menzionata ricerca empirica condotta da CLIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, 328 ove si segnala la sussistenza di variazioni del prezzo anche in presenza di comunicazioni *ex Section* 13(g), le quali implicano un atteggiamento del tutto passivo da parte dell'investitore: "*I find that firms targeted by both passive and active blockholders experience positive and significant excess returns surrounding the filing date. Revealing block ownership in a firm may be viewed as a positive signal to the market (regardless of the investor's intent), given that the institutional investor may be perceived to have better information about the quality of the firm.*".

[203] Contro tali osservazioni, oltretutto, non sarebbe sufficiente evidenziare che solo i *blockholders* muniti di voto possano dirsi *insider*, in quanto solo tramite l'attività di monitoraggio sono in grado di carpire notizie maggiori. In realtà, infatti, l'obbiettivo di monitorare le attività di trading degli *insider* è oggetto della specifica disciplina dettata dagli artt. 114, 7° comma T.U.F. e 152 *bis* ss., ove gli azionisti vengono considerati *insider* solo se titolari di una partecipazione pari almeno al 10% del capitale. A ciò si aggiunga, peraltro, che il meccanismo del *trade decoding*, si instaura non solo in presenza di *insider*, ma più in generale, in caso di operazioni effettuate da *informed traders*.

[204] Così espressamente: ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 721 e nt. 33.

che potrebbero esser prese efficacemente ad esempio. Anche in tal senso, pertanto, la mancata trasparenza sulle posizioni corte sembra produrre un ulteriore effetto negativo non tenuto in debita considerazione dal nostro regolatore.

5.4. Il corretto funzionamento dei meccanismi interni di *corporate governance*.

Maggiormente condivisibile, ad avviso di chi scrive, deve considerarsi l'idea che la *ratio* della trasparenza sull'identità degli azionisti rilevanti vada ricercata, oltre che nel consentire l'esistenza di un mercato del controllo, nell'esigenza di garantire il corretto dispiegarsi dei meccanismi di *governance*. D'altro canto, si è visto come tale fosse l'originale funzione attribuita, sin dal 1974, alla trasparenza in questione, la quale era stata introdotta allo specifico fine di monitorare il rispetto del divieto di partecipazioni reciproche e, pertanto, garantire che i procedimenti assembleari non fossero contaminati da incroci azionari che consentissero agli amministratori di avere potere all'interno delle proprie assemblee[205]. Adottando un linguaggio più moderno, è possibile evidenziare come l'originaria preoccupazione del legislatore fosse quella di impedire che gli amministratori sfuggissero al monitoraggio dei *blockholders*, esasperando gli *agency problems* connessi alla naturale separazione tra proprietà e controllo. In tale ottica, la trasparenza era vista come un semplice sistema per consentire alla Consob un intervento tempestivo al fine di sventare siffatte situazioni di autoreferenzialità.

Siamo tuttavia agli albori del mercato borsistico, quando ancora, probabilmente, non si era perfettamente consapevoli delle notevoli implicazioni che l'apertura al mercato avrebbe dispiegato sul governo societario. Si è visto, infatti, che con il tempo il legislatore ha progressivamente emancipato la trasparenza sull'azionariato dalla circoscritta esigenza di disvelare incroci azionari. Tuttavia, come spesso l'analisi storica insegna, è possibile ritenere che l'evoluzione della disciplina abbia condotto ad un ampliamento della relativa funzionalità, senza tuttavia uscire completamente dall'originario ambito all'interno della quale era stata pensata.

D'altro canto, lo stesso perdurare nel tempo della previsione secondo cui la comunicazione in questione vada diretta anche all'emittente depone nel senso che la *ratio* vada ricercata (anche) nel corretto funzionamento dei meccanismi interni alla società, la quale diventa la principale interessata all'informativa in questione.

Fermo quindi che, ad oggi, la funzione dell'art. 120 non può più essere limitata a dar meramente conto degli incroci azionari, resta da capire come la trasparenza sull'azionariato, ed in particolare, sui soggetti che esercitano il *voting power*, persegua l'efficienza della *governance*

[205] Sulla *ratio* originale del divieto di incroci azionari v. *supra* § 4.1. e nt. 94. Si badi che, con il tempo ed, in particolare, con l'avvento del T.u.f., alla *ratio* di tutela della *governance* fu altresì affiancata anche quella di tutela della contendibilità dell'emittente: v. DONATIVI, *Sub art. 121*, 1631; CORRADI, *Sub art. 121*, 1257 ss.

dell'emittente e aiuti a porre rimedio al rischio di *moral hazard*. A tal proposito, si può notare che, così come la mera minaccia di *takeover* può stimolare la diligenza degli amministratori, parimenti, la semplice conoscenza dell'esistenza di azionisti che abbiano gli strumenti per monitorare, può indurre i gestori a rispettare i propri doveri fiduciari[206].

Accanto a tale minimale aspetto, è stato altresì evidenziato come, la *disclosure* in questione consenta: da un lato, di identificare i principali azionisti al fine di facilitare il dialogo tra soci ed emittente, nonché tra gli stessi azionisti; dall'altro di individuare quei soggetti che sono nelle condizioni migliori per estrarre benefici privati dal controllo - e quindi che potenzialmente potrebbero incentivare il compimento di operazioni in conflitto di interesse – in modo da direzionare verso gli stessi l'attività di monitoraggio[207]. I due profili postulano valutazioni diverse e pertanto si procede ad un'analisi separata.

5.4.1. La collaborazione tra azionisti: dal libro soci alla disclosure ex *art. 120 T.u.f.*

Partendo dal primo dei profili indicati, si deve anzitutto premettere che l'esigenza che i soci si conoscano e dialoghino non è limitata al solo ambito delle società quotate, ma è stata avvertita anche nelle s.p.a. chiuse, ove, secondo quanto affermato da un'autorevole dottrina, verrebbe soddisfatta mediante il riconoscimento agli azionisti del diritto di accedere alle informazioni contenute nel libro soci (*ex* art. 2422 c.c.) nel quale, come noto, vanno indicati

[206] Evidenziano come il potere risieda più nella "minaccia" dell'esercizio della *voice*, più che nell'esercizio concreto della stessa: ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, 681; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2002, 407; MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2001, 126; ADMATI-PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 2446.

[207] Nel senso di consentire l'individuazione di soggetti che possono estrarre benefici privati v. già D'ALESSANDRO, *La "trasparenza"*, 334; SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, 562 "La trasparenza è stata stimata dalla legge necessaria al fine di informare i soci sulla natura e dimensione degli interessi che nelle assemblee ispirano i comportamenti e i voti dei vari soci"; più di recente ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 717 ss.; FARRELL, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, 89; GILSON, *Transparency, Corporate Governance and Capital Markets*, 6; LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, 130. Affermano l'esigenza di far sì che i soci si conoscano tra loro GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 674; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, 246; ID., *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 121. Evidenziano entrambi gli aspetti SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 147; SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 8; LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, 130.

"*distintamente per ogni categoria il numero delle azioni, il cognome e il nome dei titolari delle azioni nominative*" (art. 2421, co. 1, n. 1, c.c.)[208].

Se tale esigenza è stata avvertita a livello di s.p.a. chiuse, ove l'apatia razionale è sensibilmente più circoscritta (e spesso del tutto inesistente) e i soci hanno la possibilità di confrontarsi direttamente in occasione delle assemblee sociali, si deve tuttavia evidenziare come la medesima necessità risulti ancora più pregnante nell'ambito delle società quotate, ove è frequente, ormai, la notazione secondo cui il forte assenteismo dei soci abbia di fatto fortemente ridimensionato il ruolo di tale organo, riducendolo all'occasione in cui semplicemente si provvede a ratificare formalmente le decisioni assunte "*behind the scene*"[209].

---

[208] Venuta definitivamente meno, con la riforma del 2003, la *funzione legittimante* l'esercizio attivo dei diritti sociali (ad oggi, come noto, rimessa alle scelte organizzative compiute nello statuto), il libro soci viene tutt'oggi previsto per le s.p.a. al precipuo fine di svolgere una *funzione informativa* sugli assetti proprietari funzionale, considerata funzionale a permettere ai soci di identificarsi e di avviare quelle forme di collaborazione necessarie affinché si possa realizzare la democrazia societaria. In tal senso v. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in spa*, ed. provv., Torino, 2012, 195 ss., ove una dettagliata spiegazione sull'evoluzione storica della funzione svolta dal libro soci, e spec. 207 "considerata[..] la strumentalità [del libro soci] a una effettiva identificazione dell'azionista, essa pone le basi per la stessa considerazione normativa, in sé ineliminabile, di tale medesimo soggetto quale "socio" e – in tale veste – potenziale membro attivo dell'organizzazione (a sua volta qualificabile, appunto, per tale caratterizzazione come sociale). In proposito, si è segnalata la strumentalità di un sistema che valorizzi la rilevanza del libro soci alla creazione di una comunità attiva. E ciò va inteso, certo, non solo come sollecitazione all'adeguata valorizzazione del potenziale "sociale" (in senso lato) insito anche nella s.p.a. ma pure, ed è quanto qui maggiormente importa, come richiamo del significato più profondo della nominatività azionaria, sul piano tecnico societario, sotto il profilo organizzativo. In effetti, come pure correttamente evidenziato, per spiegare la storica ripetuta attenzione legislativa nei confronti della regola di esclusiva nominatività delle azioni non vale tanto invocare l'interesse fiscale (al quale sarebbero sufficienti altri strumenti normativamente esistenti), quanto proprio la possibilità di istituire una comunicazione tra soci, che le azioni nominative in sé consentono. Da questo angolo visuale l'art. 2421, n. 1, è stato notato, fa il paio con la disposizione successiva, nella parte in cui questa prevede il diritto degli azionisti all'ispezione del libro soci e a conoscere, in tal modo, gli altri consoci: così permettendo, evidentemente, meccanismi di reciproca sollecitazione tra i medesimi e di riflesso aprendo la strada a una effettiva democrazia azionaria". Sulla funzione informativa del libro soci nelle s.p.a., v. anche MINERVINI, *Azioni dematerializzate e libro soci nel codice civile rinnovato*, in *Banca Borsa Tit. cred.*, 2005, 8; KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di obblighi e responsabilità per la tenuta del libro soci*, in *Giur. comm.*, 2009, 1125. In tale ottica pare potersi agevolmente spiegare anche la rimozione del libro soci nell'ambito delle s.r.l. (operata dalla l. 2/2009, che ha convertito con modifiche il d.l. n. 185/2008), tipologicamente caratterizzate da compagini sociali ristrette e stabili, formate da soci imprenditori che già si conoscono tra loro e ove la menzionata funzione informativa riduce grandemente la propria utilità. Ma critica della scelta KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di obblighi e responsabilità per la tenuta del libro soci*, nt. 16.

[209] La dottrina interna non ha mancato di esprimere – spesso con toni accesi –giudizi apertamente negativi sull'incapacità dell'assemblea delle società quotate di porsi come centro democratico della vita sociale. Così, ad esempio, è stato evidenziato come "*purtroppo, le adunanze assembleari sono quasi completamente monopolizzate, con rare eccezioni, da pensionati, mitomani, esibizionisti, squalificati e impreparati ricattatori o altri personaggi ambigui*" (STELLA RICHTER, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm*., 2006), quando non popolata da una "*platea di fantasmi*" (MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, 125); più sobriamente, si è dato conto di una "trasformazione di competenze" dell'assemblea (LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc*. 2001, 99). V. anche BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401 ss.; RESCIO, *Il sovrano in esilio: riflessioni e problemi in tema di assemblea e decisioni dei soci*, in AA.VV., *Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano, 2004. Di fronte ad una situazione di tal fatta, è frequente la notazione secondo cui un tentativo di rivitalizzare il ruolo dell'assemblea sarebbe stato posto in essere dall'Unione Europea con l'adozione della Direttiva 2007/36/UE (c.d. Shareholder Right Directive).

Se, dunque, il dialogo non è più assicurato dal mero intervento in assemblea, diventa fondamentale al fine della corretta *governance* garantire agli amministratori la possibilità di contattare i propri *principals* al fine di ottenere un preventivo riscontro (almeno) su questioni che dovranno poi esser sottoposte all'approvazione assembleare[210], onde evitare agli stessi di commettere "passi falsi" e predisporre proposte che non trovino successivamente il necessario appoggio dei soci presenti nell'adunanza[211]. D'altro canto, il confronto diretto tra soci rilevanti e amministratori è altresì uno strumento efficacie nella lotta contro gli *agency problems* che, come visto, nelle società quotate raggiungano i massimi livelli. Così le spiegazioni fornite dagli amministratori sui dati divulgati nelle diverse occasioni dall'emittente consente senza dubbio lo sviluppo di un attivismo maggiormente consapevole[212] e riduce i costi informativi connessi allo stesso, facilitando il raggiungimento di quel *trade off* al di sopra del quale l'apatia cessa di essere una scelta razionale.

L'intervento comunitario tuttavia si è posto il, più generale, obbiettivo di incentivare lo *shareholder activism*, fornendo agli azionisti nuovi poteri e agevolando l'esercizio di quelli già esistenti, senza tuttavia pensare all'assemblea come luogo di sviluppo del dibattito costruttivo: si pensi, ad esempio, all'introduzione di meccanismi di voto a distanza e per corrispondenza che sembra segnare il definitivo tramonto del confronto assembleare, o alla possibilità di far domande *prima* dell'adunanza (GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2010, 2; EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred*., 2012, 61; S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, Banche, Crisi di impresa. Liber Amicorum Abbadessa*, Milano, 2014, 884). Peraltro, continua ad essere scarso l'intervento nelle adunanze degli azionisti non di controllo ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, 493; GUACCERO, *L'attivismo azionario. verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc*., 2016, 409 ss., ove anche un interessante confronto con il sistema Usa.

[210] Ciò peraltro ha aperto il noto problema della *selective disclosure*, ovvero il rischio che tali contatti informali avvengano solo con alcuni azionisti (in particolare quelli di controllo), garantendo agli stessi un accesso privilegiato alle informazioni sociali in violazione della parità di trattamento: cfr. GIANNELLI-MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 2012, al sito http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/11996/giannelli_andrea_-_mosca_chiara.pdf; STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.u.f.: profili evolutivi e problemi*, 998 ss.; un cenno anche in MONTALENTI, « *Disclosure » e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *AGE*, 2013, 251.

[211] GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 674.

[212] GIANNELLI-MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 10. In realtà, si è fatto notare come l'informativa unidirezionale (da amministratori a soci) sui dati periodicamente pubblicati già avvengono a livello assembleare: unico ruolo che sembra residuare in capo all'assemblea (LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, 108; EREDE, *l'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati*, 59). Più in generale, tra le varie funzioni che vengono attribuite alla trasparenza dell'emittente (quindi sui dati societari che periodicamente vengono divulgati al pubblico) vi è altresì quella di fornire agli azionisti gli strumenti necessari per svolgere consapevolmente l'attività di *monitoring*: ENRIQUES-GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, 7. È stato altresì fatto notare come il dialogo diretto consente anche di rincuorare gli azionisti rilevanti circa le prospettive di lungo periodo, in modo da contrastare fenomeni di shortermismo (BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 833).

Oltre a quanto sopra, il ridotto ruolo dell'assemblea nelle società quotate innalza anche (e soprattutto) l'esigenza che i soci trovino un modo per confrontarsi tra loro al di fuori della stessa e, pertanto, diventa ancora una volta di fondamentale importanza che siano messi nelle condizioni di individuarsi[213]. In altre parole, non essendo più possibile affidarsi a ciò che avviene in sede assembleare per apprendere le dinamiche di *governance* in essere, in termini di alleanze o opposizioni, è soltanto consentendo ai maggiori azionisti di conoscersi che è possibile mettere gli stessi nelle condizioni di confrontarsi al fine di valutare la presenza di eventuali "amici" o "nemici" negli assetti di potere. D'altro canto, non si può non vedere come solo così è possibile contrastare uno tra i maggiori problemi che, nelle società quotate, inducono all'apatia razionale degli azionisti, ovvero gli elevati costi di coordinamento, che rendono difficile l'unione delle forze al fine di monitorare gli amministratori (o lo stesso azionista di controllo) e sviluppare strategie condivise per porre rimedio alle relative inefficienze (o infedeltà)[214].

Appurata, nei termini che precedono, la fondamentale importanza che ricopre, nelle società quotate, la possibilità di creare contatti tra azionisti al fine di sviluppare il dialogo sociale, è necessario ora evidenziare come, a tale proposito, sia stato considerato *ex sé* inadeguato il libro soci, il quale, come visto, svolge proprio la menzionata funzione nelle società chiuse. Più in particolare, ciò che nell'ambito delle società quotate non è parso tollerabile è l'imprecisione del libro soci nel delineare "in tempo reale" l'effettivo assetto proprietario (e di potere) della società, che nelle quotate può, peraltro, subire cambiamenti repentini. Come noto, infatti, l'aggiornamento del libro soci è tutt'altro che immediato, essendo subordinato ad una esplicita richiesta da parte del socio stesso e ove il limite unico all'anonimato è rappresentato da "*l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci*" (art. 2355, co. 3, c.c.). Ad oggi siffatto obbligo di aggiornamento è contenuto nell'art. 5, ult. co., l. 29 dicembre 1962, n. 175 e dovrà pertanto essere adempiuto entro 90 giorni dall'esercizio del diritto di intervento in assemblea (da coordinarsi con l'art. 2370, co. 3, c.c.), oppure dalla percezione del dividendo[215]. Ne può ritenersi che tale problema venga rimediato nelle società quotate, le quali, avendo azioni dematerializzate ammesse al regime di gestione accentrata, sarebbero sottoposte ad un obbligo di aggiornamento più frequente. Se è vero, infatti, che ai sensi dell'art. 83-*undecies*, T.u.f., gli emittenti sono tenuti

[213] L'importanza del confronto tra gli azionisti è stata tenuta in considerazione in diverse occasioni anche a livello unionista. Rinviando al prossimo capitolo l'analisi degli ostacoli legali che si frappongono a tale collaborazione, è qui sufficiente far riferimento al Libro Verde 2010, ove si dà conto di alcune proposte volte a incentivare la cooperazione tramite lo sviluppo del dialogo extrassembleare tra azionisti: il riferimento va, in particolare, al c.d. forum degli azionisti, ovvero una piattaforma online ove contattare altri soci (sul tale istituto v. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*, 97 nt. 121).

[214] La presenza di una pluralità di *blockholder*, infatti, facilità l'attivismo consentendo alleanze (BLACK, *Shareholder passivity*, 578).

[215] Sull'aggiornamento del libro soci v. M.B. PORTALE, *Sub art. 2421 c.c.*, in *La società per azioni*, a cura di Abbadessa-Portale, I, Milano, 2016, 2139.; KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di obblighi e responsabilità per la tenuta del libro soci*, 1125.

a procedere all'iscrizione nel libro soci ogni qualvolta ricevano dagli intermediari una delle comunicazioni previste *ex* art. 83-*novies*, comma 1, lett. b), c), d), e), f) e g), e art. 83-*duodecies*, è chiaro che si tratta pur sempre di ipotesi che presuppongono a monte un'attivazione del socio (art. 83-*novies*) o comunque la volontà dello stesso di far conoscere la propria identità (art. 83-*duodecies*). Ciò peraltro, senza contare che gli amministratori sono tenuti a provvedere alla relativa iscrizione entro un termine di 30 giorni, lunghissimo nei mercati regolamentati[216]. Tale imprecisione avrebbe potuto essere rimediata soltanto imponendo un obbligo agli intermediari di procedere ad automatiche comunicazioni agli emittenti in presenza di ogni trasferimento azionario, unito ad un contestuale obbligo per gli amministratori di provvedere tempestivamente all'iscrizione nel libro soci, sì che quest'ultimo potesse essere aggiornato in maniera concomitante ai registri gestiti dagli intermediari stessi. Senonché, è facile notare, come un simile sistema sarebbe stato oltremodo oneroso (tanto per gli intermediari, quanto per gli amministratori)[217] e scarsamente utile, attesa la grande quantità di dati relativi ad azionisti "minimi" che, avendo partecipazione irrisorie, risultano apatici e, in ogni caso, del tutto irrilevanti per le dinamiche di *governance*.

Quanto precede, consente di affermare che il libro soci è stato pensato soprattutto per far fronte alle esigenze conoscitive di società azionarie chiuse, ove la mancata esposizione al mercato porta con sé: da un lato, una maggiore staticità della compagine azionaria, soggetta a cambiamenti significativamente meno repentini di quelli che si realizzano nelle società quotate, sì che gli scostamenti tra gli assetti reali e quelli riportati nel libro soci sono sensibilmente più contenuti; dall'altro lato, la possibilità di tutelare maggiormente quei soci che vogliano mantenere l'anonimato[218], interesse quest'ultimo che deve necessariamente piegarsi di fronte all'esigenza (non solo di consentire la contendibilità degli emittenti, ma altresì) di sopperire a quei malfunzionamenti dell'organo assembleare tipici delle società quotate di cui si è dato conto.

Non è questa la sede per interrogarsi, sul senso del mantenimento del libro soci per le società quotate. Qui basti tuttavia far notare come lo stesso sia stato sostituito dalla disciplina *ex* art. 120, come testimoniato, peraltro, dall'art. 2435, co. 2, c.c., che esenta le società quotate dall'obbligo di depositare nel registro delle imprese le risultanze del libro soci contestualmente al deposito del bilancio d'esercizio: formalità pubblicitaria, quest'ultima, resa del tutto inutile (e

[216] Sottolineano il problema della tardività dell'aggiornamento anche nelle società in regime di gestione accentrata M.B. PORTALE, *Sub art. 2421 c.c.*, 2140; MINERVINI, *Azioni dematerializzate e libro soci nel codice civile rinnovato*, 10.

[217] MINERVINI, *Azioni dematerializzate e libro soci nel codice civile rinnovato*, 8; PAVONE LA ROSA, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca borsa Tit. cred*., 2003, I, 256.

[218] GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in spa*, 207 s.

dunque correttamente espunta dal legislatore) dal menzionato obbligo di *disclosure*[219]. In tale scenario, pertanto, l'art. 120[220], non solo introduce un sistema snello (non oberante per intermediari e amministratori) che offre un quadro preciso e tempestivo degli assetti di potere, ma si adatta perfettamente alle caratteristiche tipologiche delle s.p.a. quotate, tracciando il preciso confine oltre il quale l'anonimato non è più tollerato[221]. Più in particolare, mediante la fissazione della soglia di rilevanza viene segnata la linea di demarcazione tra: da un lato, le partecipazioni "minime", giudicate trascurabili nelle dinamiche di *governance* e per le quali viene consentito l'anonimato; e dall'altro lato, le partecipazioni "rilevanti" la cui aggregazione è in grado di dispiegare *sempre* un impatto sugli equilibri di *governance*, sì da giustificare quella "presunzione assoluta di attivismo"[222], alla base dell'obbligo di disvelarsi.

Sul punto è necessaria una precisazione. La menzionata presunzione assoluta, ad avviso di chi scrive, deve intendersi non nel senso che il legislatore abbia ritenuto che ogni qual volta si raggiunga una partecipazione del 3% vi sia senz'altro un *concreto* intervento nella vita sociale, quanto piuttosto, che l'azionista sia nell'*astratta* condizione di incidere significativamente nella vita dell'emittente[223]. In presenza di un potere potenziale di tal fatta, l'ordinamento impedisce l'anonimato e obbliga l'azionista qualificato ad esporsi alle richieste di collaborazione e alle pressioni degli altri soci, degli amministratori e, eventualmente, di altri *stakeholders*.

È chiaro, poi, che là dove l'azionista rilevante si dimostri attivo (esercitando il voto o dialogando con amministratori o altri azionisti) è dalla sua attività materiale che gli altri azionisti valuteranno gli equilibri di *governance* e, dunque, se considerarlo o meno un potenziale alleato. Viceversa, là dove si riveli, in concreto, apatico, la notizia della relativa presenza nella compagine societaria ha comunque una significativa importanza in punto di *governance*, consentendo agli altri azionisti e allo stesso emittente di tener conto (nei rispettivi calcoli) della presenza di un

[219] Così espressamente STRAMPELLI, *Sub art. 2435 c.c.*, in *La società per azioni*, a cura di Abbadessa-Portale, I, Milano, 2016, 2140; ma v. KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di obblighi e responsabilità per la tenuta del libro soci*, 1131, che rileva l'interesse per il "mercato" all'accesso al libro soci proprio "nell'ipotesi di monitoraggio degli assetti proprietari in vista di una scalata.".

[220] Tale norma, peraltro, sembra esser stata dimenticata dalla la dottrina che più si è focalizzata sullo studio del libro soci nelle società quotate, e che ha ampiamente criticando le imprecisioni di tale strumento: così MINERVINI, *Azioni dematerializzate e libro soci nel codice civile rinnovato*, 8.

[221] Giova peraltro far notare da due aspetti di dettaglio, che allineano il libro soci con l'impostazione generale dell'art. 120 T.u.f.: da un lato, la necessaria indicazioni dei vincoli sulle azioni funzionale a dar conto di coloro che, pur non essendo titolari dell'azione sono investiti dell'esercizio dei diritti sociali; dall'altro lato, l'irrilevanza delle azioni di risparmio. Sotto tale ultimo profilo, infatti, infatti, nel libro soci devono essere indicate le generalità dei soli titolari delle *azioni nominative*, e l'unica eccezione attualmente prevista nelle s.p.a. al regime delle nominatività obbligatoria (introdotta, come noto, fin dal r.d. 29 marzo 1942, n. 239) è rappresentato proprio dalle azioni di risparmio. Sul dibattito alle origini della nominatività obbligatoria v. MINERVINI, *Le origini della nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, in *Riv. soc.*, 1973, 1125 ss.

[222] GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 675.

[223] Per una conferma empirica di quanto sopra v. *supra* nt. 194.

potere "bloccato" nelle mani di un azionista rilevante ma (almeno momentaneamente) inerte[224]. Si capisce, infatti, che questa sia una situazione ben diversa rispetto all'ipotesi in cui il medesimo potere sia frazionato tra una certa quantità di azionisti minimi, per i quali l'apatia è una scelta razionale. Raggiungendo (almeno tendenzialmente) quel *trade off* che consente l'attivismo, non si può escludere totalmente che l'azionista possa, in un momento successivo, rispondere ad eventuali richieste di collaborazione provenienti da altri azionisti o dall'organo gestorio, mutando la propria precedente strategia[225]. Si è visto, infatti, come nell'ordinamento americano anche tali azionisti vengono sottoposti a trasparenza, al fine di valutare aggregazioni di potere provvisoriamente silenti che, tuttavia, potrebbero "risvegliarsi" in qualunque momento, maturando mire sulla *governance*.

Ciò premesso, sotto le soglie di rilevanza, come anticipato, l'azionista può optare per l'anonimato. Infatti, accanto all'art. 120 T.u.f., il sistema offre un ulteriore strumento a cui è stata attribuita la funzione di consentire il dialogo tra i soci, ovvero la c.d. identificazione degli azionisti *ex* art. 83-*duodecies*, T.u.f.[226]. Como noto, tale disposizione consente l'introduzione di una clausola statutaria che conferisce il potere all'emittente e ad una minoranza qualificata di richiedere agli intermediari l'identità di tutti i soci - a prescindere, dunque, dall'entità della partecipazione detenuta - che non abbiano espressamente fatto richiesta di rimanere anonimi.

In conclusione, dal confronto tra i due istituti previsti per le società quotate, emerge chiaramente quanto si è detto circa la peculiare esigenza conoscitiva tipica della quotate, ove è necessario sottoporre ad un diverso livello di trasparenza l'azionariato "rilevante" da quello "minimo": mentre il primo è tenuto ad un sistema oneroso di trasparenza, che obbliga in prima persona l'azionista a farsi (sempre) conoscere, viceversa la possibilità di accedere all'identità dei secondi dipende dalla presenza congiunta del consenso da parte dell'emittente (mediante la previsione statutaria) e dello stesso azionista (che non abbia vietato la comunicazione del proprio nominativo). Tale scelta si spiega con la *tendenziale* irrilevanza degli azionisti minimi ai fini di *governance*, tenuto conto, non solo del fatto che essi siano - nella quasi totalità dei casi - apatici, ma anche della sostanziale impossibilità che il loro voto possa incidere sulle decisioni societarie.

---

[224] La tesi qua sostenuta pare in linea con gli studi condotti da BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, 524, il quale evidenzia come uno dei fattori che consentono il superamento dell'apatia da parte di *blockholders* sia, oltre all'ampiezza della propria partecipazione, anche la presenza di altri *blockholders* che assumano iniziative di *governance* (p. 586 ss.).

[225] In tali ipotesi, la dottrina ha parlato di "attivismo latente" v. OLSON, *The Logic of Collective Action*, 125.

[226] Per l'idea che tale istituto sia volto a consentire il confronto cfr. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista*; ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 717 ss., secondo i quali la *ownership disclosure* e la shareholder identification avrebbero funzioni di *governance* parzialmente diverse: mentre la prima sarebbe volta a individuare i soggetti che in *concreto* esercitano il potere, la seconda servirebbe a incentivare il dialogo. Per una critica a tale posizione v. *infra* nel testo.

In tal senso, la loro identità risulta spesso scarsamente rilevante agli occhi di chi voglia valutare potenziali "amici o nemici", soprattutto in presenza di assetti proprietari concentrati.

5.4.2. L'identificazione dei centri in cui si annida il rischio di moral hazard.

Più complicato è invece prendere posizione sull'idea che la trasparenza sia volta a tutelare gli azionisti di minoranza[227], individuando chi, oltre agli amministratori, è nella migliore posizione per poter sfruttare il proprio potere al fine di estrarre benefici privati.

Sul punto, si è già evidenziato come l'attuale sistema impedisca al mercato di operare previsioni corrette sul (e conseguentemente prezzare efficacemente il) livello di rischio di *moral hazard*, tenuto conto che l'attuale disciplina manchi di imporre trasparenza su alcuni elementi fondamentali per condurre una simile valutazione: ovvero le posizioni nette. È chiaro, infatti, che solo un confronto tra la partecipazione complessiva detenuta (che dà conto dei voti esercitabili) e la posizione netta (che esprime il rischio sopportato) possono realmente consentire una misurazione dei voti vuoti: il che è la base essenziale per poter iniziare quella complessa valutazione sul livello di rischio di *moral hazard* di cui si è dato conto negli esordi del presente capitolo.

Ciò tuttavia, come già anticipato, deve essere vista come un'anomalia del sistema, dovuta sia alla scarsa consapevolezza del nostro legislatore sulle implicazioni di tale omissione informativa, sia al ritardo con cui il nostro ordinamento si sta adattando alle evoluzioni del mercato.

A tale conclusione porta, ancora una volta, una analisi di carattere storico, da cui emerge come, in passato, in presenza di un mercato molto meno complesso di quello attuale, la trasparenza in questione era allineata all'esigenza di dar conto degli incentivi sottesi all'investimento azionario. Si è già anticipato come, in un'epoca in cui le implicazioni di *governance* dei derivati *cash settled* non erano state ancora oggetto di approfonditi studi, la trasparenza sugli assetti proprietari consentiva di comprendere eventuali disallineamenti tra l'ammontare di potere esercitabile dal singolo, rispetto al rischio dallo stesso sopportato. In buona sostanza, casi di *empty voting* potevano emergere dall'informazione *ex* art. 120.

Più in particolare, pare potersi affermare con una certa sicurezza che le alterazioni dal principio di proporzionalità derivanti dai c.d. *Control Enhanching Mechanisms* erano (e sono

[227] In generale, l'idea che si tratti di una forma di trasparenza posta a tutela delle minoranze (anche senza particolare approfondimenti su come tale tutela verrebbe dispiegata) è propria di quella dottrina economica che ha sviluppato indici volti a valutare il grado di tutela delle minoranze apprestato dai diversi sistemi giuridici, ricomprendendo tra i diversi indicatori anche il livello di trasparenza sull'azionariato: cfr. l'indice sviluppato dall'università di Cambridge (v. SIEMS-LELE-IGLESIAS-RODRIGUEZ-MOLLICA-KLAUBERG-HEIDENHAIN-CANKAR-AMILTON-SCHNYDER-AKMAN, *CBR Shareholder Protection Index - 25 countries*, 2009, available at http://www.cbr.cam.ac.uk/research/programme2/project2-20output.htm.). Ma v. le osservazioni di LIBONATI, *Gli assetti proprietari*, 5.

tutt'oggi) immediatamente percepibili. In primo luogo, la strutturazione del capitale mediante categorie speciali di azioni è dato noto al mercato, al quale l'informativa *ex* art. 120 affianca la precisa indicazione della percentuale di azioni detenute dal singolo azionista rilevante ripartite per categorie[228]. In secondo luogo, facilmente ricostruibili sono altresì i vertici dei gruppi piramidali[229], dove l'alterazione del rischio è resa trasparente dalla regolamentazione attuativa dell'art. 120 che impone la precisa ricostruzione della catena tramite la quale la partecipazione rilevante è detenuta. Ancora, la disciplina ha da sempre reso trasparenti quei casi di *empty voting* derivanti dalle ipotesi "tradizionali" di scissione tra titolarità azionaria ed esercizio del voto, che consentono l'allocazione del potere presso soggetti terzi diversi da coloro i quali sopportano il rischio dell'investimento. Infine, fin dall'avvento del T.u.f., la disciplina sugli assetti proprietari si è da sempre preoccupata di sottoporre a trasparenza i sindacati di voto[230].

Ma oltre alle deviazioni dal principio di stretta proporzionalità derivanti dai meccanismi di rafforzamento del controllo, la disciplina si preoccupava di gettar luce su quelle situazioni in cui l'azionista perdeva interesse alla variazione del prezzo di mercato, avendo assunto il diritto di vendere la partecipazione (c.d. partecipazioni potenziali in vendita).

Se dunque, storicamente, la comunicazione garantiva una certa completezza informativa al fine di dar conto del livello di correlazione esistente tra rischio e potere di un determinato azionista, si deve tuttavia ribadire come, nonostante l'ormai assunta consapevolezza della capacità di generare *empty voting* mediante strumenti derivati *cash settled*, ciò non sia stato adeguatamente tenuto conto né dal legislatore comunitario, né dalla nostra Consob[231]. Come visto, infatti, i recenti interventi normativi sono stati strutturati in modo da adattare solo parzialmente la disciplina all'evoluzione del mercato, focalizzandosi esclusivamente sulla esigenza di porre rimedio ai casi di *hidden ownership* e tralasciando completamente i casi opposti, ovvero in cui il voto, pur essendo trasparente, manca dell'interesse economico sottostante.

Ciò, si badi, non tanto al fine di far emergere l'interesse concreto che l'azionista possa nutrire nei confronti di una specifica delibera assembleare, sì da eventualmente consentire

---

[228] Tale informazione è oggi reperibile, non solo dallo statuto sociale, ma altresì dalla Relazione sulla *Corporate Governance ex* art. 123-*bis*, T.u.f. Nella dottrina straniera, si è ulteriormente proposto di semplificare la lettura del sistema imponendo all'azionista l'obbligo di comunicare non solo la percentuale di potere ma anche la fetta di utili/perdite allo stesso attribuita. Segnala la riduzione della qualità dell'informazione in assenza di tale dato, BECHT-ROELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, 1050 s.

[229] RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *RDS*, 2007, 54.

[230] V. *infra*, § 6.

[231] In realtà la Consob si è dimostrata perfettamente consapevole del problema dell'*empty voting* connesso all'operatività di strumenti *cash settled* (cfr. Consob, *Position Paper*), tuttavia, come già affermato, la scelta di non includerli nell'ambito della trasparenza in questione (e ridurre il precedente carico informativo eliminando le partecipazione potenziali in vendita) è stata giustificata dalla scarsa diffusione nel nostro ordinamento del fenomeno dell'*empty voting*. Per una critica a tale scelta v. *supra* § 5.3.3 e 4.

l'applicazione della disciplina societaria *ex* art. 2373 c.c., quanto piuttosto per mettere in guardia gli azionisti e gli amministratori dell'astratta possibilità che il potere sociale venga utilizzato *contra societate*[232]. Ciò peraltro sembra strettamente connesso con la funzione, sopra individuata, di consentire un dialogo costruttivo tra azionisti, in un'ottica di migliorare l'efficienza della *corporate governance*: è chiaro, infatti, che un simile confronto potrà essere proficuo se gli azionisti sono messi nelle condizioni di potersi reciprocamente fidare.

Alla luce di quanto precede, e al fine di garantire che la disciplina sulla trasparenza proprietaria continui a consentire l'identificazione di quei soggetti che possono dirsi più inclini a estrarre benefici privati dall'esercizio del proprio potere, non può che condividersi l'auspicio di quanti hanno autorevolmente sostenuto l'esigenza di integrare ulteriormente la trasparenza dando conto anche delle posizioni nette[233].

6. La trasparenza sui patti parasociali *ex* art. 122 T.u.f.

Per completare l'indagine in tema di trasparenza dell'azionariato, si deve, infine, spendere qualche parola sull'obbligo di *disclosure ex* art. 122 T.u.f., il quale, come noto, scatta là dove la soglia di rilevanza fissata all'art. 120 venga raggiunta, non individualmente, bensì collettivamente, mediante la coagulazione di una partecipazione qualificata in un patto parasociale.

Si può fin da subito notare come l'autonomia di un siffatto obbligo sia caratteristica tipica del nostro ordinamento giuridico, giustificata dalla primaria rilevanza che lo strumento pattizio ha assunto nella prassi interna, a differenza di quanto è dato riscontrare in altri mercati. Ciò vale anzitutto per l'ordinamento statunitense, in cui l'assoluta prevalenza del modello della *public company* rende spesso scarsamente utile il ricorso ad accordi parasociali[234], tanto che non esiste una disciplina *ad hoc* per questi, i quali piuttosto, là dove presenti, integrano quel "*group of beneficial owner*s" tenuto a procedere congiuntamente alla *disclosure* imposta dalla *Rule* 13d. Ma la medesima impostazione adottata dagli USA si ritrova anche nell'ordinamento unionista, ove la trasparenza sui patti parasociali viene presa in considerazione solo in via, per così dire, incidentale

[232] Così espressamente SCANO, *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, 163 ss., il quale evidenzia come l'*empty vote* integra un "potential conflict of interest".

[233] Cfr. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 646; ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, 584; SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, 127 ss.; ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, 722; CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, 454; SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, 32) ove la proposta di includere nella disciplina anche delle c.d. "related financial arrangement", ovvero le informazione che, più in generale, danno conto delle risorse impiegate per operare l'investimento azionario.

[234] RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, 55.

nell'ambito della Direttiva *Transparency*[235], che si limita a stabilire che la *disclosure* sulle partecipazioni rilevanti scatti anche nell'ipotesi in cui venga concluso un accordo tra più soggetti "*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*" (art. 9, lett. a)[236].

Viceversa, il nostro sistema, a partire dall'avvento del T.u.f.[237], è andato decisamente oltre quanto disposto dalla menzionata disciplina unionista, sia in punto di fattispecie che in punto di disciplina.

Sotto il primo profilo, come noto, la trasparenza non riguarda solo gli accordi evocati dalle menzionate disposizioni comunitarie, le quali sembrano far riferimento ai sindacati di voto (art. 122, co. 1) e ai patti volti all'esercizio di un'influenza dominante nell'emittente (art. 122, co. 5, lett. d), ma si estende altresì ai più semplici sindacati di consultazione (art. 122, co. 5, lett. a),

[235] Lo strumento pattizio viene altresì richiamato, nell'art. 10, lett. g) Direttiva 2004/25 (c.d. Direttiva *Takeover*), la quale prevede l'obbligo periodico dell'emittente di pubblicare nell'ambito della relazione sulla gestione le informazioni relative a "*gli accordi tra azionisti che sono noti alla società e possono comportare restrizioni al trasferimento di titoli e/o ai diritti di voto*". Peraltro, è proprio nell'ambito della disciplina delle Opa che l'istituto dei patti parasociali aveva trovato una prima considerazione nel nostro ordinamento, imponendone la trasparenza pena l'inefficacia (art. 10, co. 4 della dalla l. 18 febbraio 1992, n. 149). Nell'attuale disciplina interna, il pregiudizio alla contendibilità dell'emittente provocato dai patti parasociali è alla base delle previsioni relative alla durata e il recesso (art. 123 T.u.f.), nonché e la sottoposizione dei patti parasociali alla c.d. *breaking trough Rule* (art. 104-bis): CATERINO, *Sub art. 122-123 T.u.f.*, in *Codice commentato delle società* a cura di Abriani, Stella Richter jr., Milano, 2010, 224; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 54 nt. 25; SANTONI, *Sub art. 123*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1011.

[236] Sulla scia della disciplina unionista, peraltro, diversi ordinamenti non hanno dato rilevanza autonoma alla trasparenza sui patti parasociali, provvedendo piuttosto ad inglobarla nell'ambito della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti e della disciplina relativa all'Opa. Così nell'ordinamento tedesco il § 22, Abs. 2 del Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) stabilisce che, ai fini degli obblighi di pubblicazione delle partecipazioni rilevanti di cui al § 21, Abs. 1, debbano essere tenuti in considerazione anche i diritti di voto di terzi con i quali colui che procede alla comunicazione si coordina in forza di un'intesa finalizzata all'esercizio del voto o a porre in essere cambiamenti rilevanti nell'organizzazione imprenditoriale dell'emittente ("sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken").

[237] La legge 216/1974, così come modificata a partire dal 1992, si limitava a stabilire che ai fini del raggiungimento delle soglie di rilevanza successive alla prima (art. 5-bis), si sarebbe dovuto tener conto "*delle azioni possedute da uno o più soggetti con i quali si è concluso, direttamente o indirettamente, un accordo scritto per l'esercizio concertato dei diritti di voto*", attuando così il dettato comunitario, all'epoca contento nella Direttiva 627/88/CE. Accanto a tale disposizione, il fenomeno parasociale veniva poi espressamente tenuto in considerazione dalla prima legge sull'Opa (art. 10, co. 4 della dalla l. 18 febbraio 1992, n. 149) che comminava la sanzione dell'inefficacia dei patti parasociali in caso di inadempimento degli obblighi pubblicitari prescritti. Entrambe le menzionate previsioni vennero sostituite con l'avvento del T.u.f., il quale emancipò la trasparenza sui patti parasociali da quella delle partecipazioni rilevanti (destando peraltro qualche sospetto di contrarietà con il dato comunitario, cfr. CAMPOBASSO, *Sub art. 120*, 982, il quale ravvisò una lacuna sul punto, non giustificabile alla luce della normativa comunitaria; sull'esigenza di coordinamento tra l'art. 120 e 122 v. anche PAOLUCCI, *Sub art. 120*, 58; MAVIGLIA, *Sub art. 120*, 646; *contra*, SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, 562) e da quella sull'Opa, nell'ambito della quale permangono tuttavia degli specifici riferimenti all'ipotesi di patti parasociali.

nonché ai sindacati di blocco (art. 122, co. 5, lett. b)[238], a quei patti parasociali che vincolino i paciscenti all'acquisto di azioni (c.d. sindacati di consolidamento, art. 122, co. 5, lett. c), e a quegli accordi volti a agevolare o ostacolare un'Opa (art. 122, co. 5, lett. d-*bis*)[239]. A ciò si aggiunga, peraltro, che la dottrina tende a qualificare come "patto" non solo i veri e propri contratti giuridicamente vincolanti – a cui sembrerebbe riferirsi il legislatore comunitario - ma anche i c.d. *gentlemen's agreements*[240], restando così esclusi dalla fattispecie soltanto gli atti meramente unilaterali, con cui un soggetto dichiara o promette di tenere un determinato comportamento[241].

Quanto alla disciplina, si deve far notare come, accanto alle differenze procedurali della comunicazione – la quale, non solo va rivolta alla Consob e all'emittente, ma prevede altresì una pubblicazione sulla stampa quotidiana; e il deposito presso il registro delle imprese - la trasparenza richiesta dal nostro sistema sia più incisiva, imponendo la pubblicità, non solo dell'identità dei paciscenti e la quantità delle azioni coagulate nel patto, ma si estende altresì al contenuto del patto, i cui tratti salienti verranno resi liberamente accessibili sul sito dell'emittente e della Consob e la sua versione integrale può essere reperita nel registro delle imprese[242].

Ciò premesso, si deve tuttavia fin da subito constatare che il particolare rilievo che il nostro legislatore interno attribuisce al fenomeno degli accordi parasociali, non deve condurre all'idea che la relativa trasparenza sia posta a tutela di interessi qualitativamente diversi da quelli presidiati dalla *disclosure ex* art. 120[243]. Ciò trova conferma, non solo nella collocazione sistematica della norma (nel Capo II, Sezione I, dedicata agli "assetti proprietari") ma soprattutto dal contenuto della stessa, la quale sottopone a trasparenza fattispecie parasociali mediante le

[238] In realtà i patti di blocco sono resi indispensabili dalla Direttiva *Takeover* V. *supra* nt. 235.

[239] Per una minuziosa ricostruzione delle fattispecie indicati dall'art. 122 T.u.f. cfr. *ex multis* MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 45 ss.; POMELLI, *Sub art. 122*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1931.

[240] ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?* in *AGE*, 2013; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 64 ss.

[241] ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, 140.

[242] Così la dottrina unanime SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, in *Contr. Impr*., 2011, 1571; SEMINO, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 t.u.i.f. e accordi di lock-up)*, in *Giur. comm.*, II, 2007, 266; COSTI, *Il mercato mobiliare*[9], 315; ATELLI, *Sub artt. 122-124 T.u.f.*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di Rabitti Bedogli, Milano, 1998, 670; POMELLI, *Sub art. 122*, 1280.

[243] Espressamente sull'*eadem ratio* PICCIAU, *Sub art. 122*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario* diretto da Marchetti-Bianchi, 1999, 838. Ma è unanime l'idea che una completa informativa sugli assetti proprietari non possa mancare della *disclosure* sui patti parasociali è unanime in dottrina: cfr. *ex multis* SANTONI, *Sub art. 122*, in in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1002; SEMINO, *Il regime di pubblicità dei patti parasociali relativi a società quotate alla luce del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Società*, 2003, 1461; CARBONETTI, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza*, in *Riv. soc*., 1998, 911; GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 675.

quali vengono vincolati i due poteri tenuti in considerazione dalla disciplina *ex* art. 120: ovvero il *voting power* e l'*investment discretion*. D'altro canto, l'ampia dottrina che si è sviluppata sul tema non sembra aver dubbi sul fatto che la trasparenza di cui all'art. 122 sia stata posta al fine di garantire il corretto funzionamento dei meccanismi di *governance* e di tutelare il mercato del controllo[244].

Ferma quindi l'identità di *ratio*, la maggiore informazione divulgata in presenza di un accordo parasociale deve necessariamente esser ricondotta ad una maggiore capacità dello stesso di incidere su quegli interessi, sì da integrare la più blanda informativa *ex* art. 120. Si tratta ora di chiarire il perché la presenza di un patto parasociale, a differenza di una partecipazione rilevante individuale, sia stato considerato meritevole di esser sottoposto ad una più ampia trasparenza.

6.1. Le esigenze connesse al supplemento informativo: la tutela del mercato del controllo.

La risposta al quesito posto in chiusura del precedente paragrafo è piuttosto intuitiva avendo riguardo alla tutela del mercato del controllo. È chiaro, infatti, che sarebbe davvero improbabile che un mercato del controllo possa esistere là dove i potenziali *bidders* non siano messi nelle condizioni di sapere dell'esistenza e del contenuto degli accordi parasociali.

Al fine di consentire la predisposizione di un progetto di conquista del controllo, risulta di primaria importanza la possibilità di conoscere i patti che limitano l'*investment discretion*, stabilendo dei vincoli alla cessione delle azioni a terzi (sindacati di blocco) che evidentemente pregiudicano la stessa possibilità dello scalatore di avviare trattative private. Parimenti importante per un acquirente risulta la presenza di patti di acquisto, con cui i paciscenti si obbligano ad incrementare le partecipazioni azionarie detenute, consolidando la propria posizione e riducendo la contendibilità della società. Infine, l'intento di consentire al *bidder* di avere un quadro informativo completo, è testimoniata dalla recente estensione della trasparenza in questione a quei

[244] Sottolineano gli aspetti di *governance*: MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 91 ss.; SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1573; ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, in *AGE*, 2013, 131*;* sul 2341-ter, PAVONE LA ROSA, *La "trasparenza" dei patti parasociali nelle società per azioni "aperte"*, in *Giur. comm*., 2007, 550; COSTI, *Il mercato mobiliare*[9], 309; per quanto riguarda il mercato del controllo SANTONI, *Sub art. 122*, 1002; SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1573; GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, 675; POMELLI, *Sub art. 122*, 1268. Non è mancato, poi, chi ha ritenuto che la *disclosure* sui patti parasociali sia volta altresì a determinare correttamente il prezzo di mercato dei relativi titoli azionari (SEMINO, *Il regime di pubblicità dei patti parasociali relativi a società quotate alla luce del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, 1461; ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, 132). In realtà tale assunto non convince, per gli stessi motivi di cui si è dato conto in relazione alla trasparenza *ex* art. 120 (v. § 5.3). Neanche la trasparenza in questione fornisce al mercato informazioni circa le prospettive di *business* (sul punto v. *infra*). A ciò si aggiunga, peraltro, che la stessa Consob pare disattendere i profili relativi all'andamento dei prezzi là dove espressamente esclude dalla trasparenza in questione gli accordi c.d. di lock up, con cui i soci limitano il proprio *voting* ed *investment power* nell'ambito di procedure di IPO, all'esplicito fine di stabilizzare i corsi azionari (Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18 aprile 2000, v. SANTONI, *Sub art. 122*, 1006).

patti che hanno come obbiettivo quello di favorire o contrastare una scalata: in tal modo, dunque, si rendono palesi eventuali alleati o nemici dai quali può dipendere la conquista del controllo mediante Opa[245].

Ma di sicuro interesse per l'acquirente sono altresì gli accordi relativi al *voting power*, da cui può emergere la sussistenza di un eventuale controllo congiunto che rende impossibile l'acquisizione ostile della maggioranza azionaria, oppure la presenza di alleanze stabili nell'ambito della *governance* da cui dipende la determinazione del *quantum* di azioni da acquistare per raggiungere l'obbiettivo del controllo.

6.2. Le esigenze connesse al supplemento informativo: profili di *governance*.

Avendo riguardo ai profili connessi alla *governance*, si può anzitutto evidenziare come la stipulazione di un patto parasociale consenta di andare oltre a quella "presunzione assoluta di attivismo" che ai sensi dell'art. 120 è stata declinata come la mera possibilità *astratta* di intervenire nella *governance*, e formulare una presunzione di *concreto* attivismo, tale da giustificare un supplemento informativo[246]. È chiaro, infatti, che la predisposizione di un patto parasociale vincola la partecipazione azionaria ad uno specifico utilizzo. In buona sostanza, mediante l'apporto delle proprie azioni in un patto parasociale i soci si impegnano, direttamente o indirettamente, ad adottare una strategia volta allo *shareholder activism*.

Ciò vale all'evidenza, per quei patti parasociali che disciplinano l'utilizzo del *voting power*, la cui adesione impone direttamente l'assunzione di un comportamento attivo nell'ambito della *governance*, che può sostanziarsi: o nel semplice confronto con altri azionisti sui principali eventi societari (tipico dei sindacati di consultazione)[247]; o prevedere un intervento più incisivo volto alla concertazione dei voti nel perseguimento di strategie comuni di *governance* (sindacati

[245] In riferimento a tale fattispecie parasociale si pone un problema di coordinamento con l'art. 123, co. 3 che riconosce il diritto di recesso là dove l'aderente al patto voglia "*aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107*". È stato fatto notare come, riconoscere tale facoltà anche in presenza ad accordi diretti ad ostacolare o favorire un'Opa significherebbe rendere, di fatto, questi accordi del tutto inefficaci e non vincolanti per gli aderenti. Si dovrebbe, dunque, ritenere che tale causa di recesso non si applichi a tali accordi. (MONTALENTI, *Mercato del controllo e contendibilità: il prevedibile declino della Passivity Rule*, 78). È chiaro, tuttavia, che un simile problema si pone solo là dove non si condivida l'opinione che ritiene derogabile pattiziamente la causa di recesso *ex* art. 123, co. 3: così OPPO, *Sub artt. 122 – 123*, in *Commentario al T.u.f.*, a cura di Alpa-Capriglione, 1998, 1141; CATERINO, *Sub art. 122-123 T.u.f.*, 224; *contra*, POMELLI, *Sub art. 123*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1295 che collega l'inderogabilità alla *ratio* della norma volta a tutelare l'interesse generale alla contendibilità del mercato (e non quello particolare dei soci alla parità di trattamento in caso di Opa.

[246] Uno spunto in tal senso in MONTALENTI, *La società quotata*, 138, che evidenzia come la presenza di un accordo parasociale sia un "indice di controllo".

[247] Si è ritenuto, peraltro, che in presenza di un patto di consultazione, la libertà dell'azionista di esercitare come meglio crede il voto non possa ledere, in ogni caso, il principio di buona fede nell'esecuzione del contratto, sì che un vincolo, seppur minimo, all'esercizio del voto può essere individuato anche nell'ambito di tali fattispecie. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 47; BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, 358.

di voto), o, infine giungere ad una vera e propria ingerenza organizzata nella gestione dell'emittente (patti di gestione)[248].

Ma una valutazione simile può essere fatta altresì per quei patti mediante i quali i paciscenti vincolano la propria presenza nella compagine sociale: ciò non solo considerando la frequenza con cui questi si affiancano a patti che ne disciplinano l'attivismo, ma tenuto conto dell'interesse sotteso agli stessi, ovvero di contrastare eventuali alterazioni degli equilibri in essere in un determinato momento[249].

È chiaro, poi, che l'accordo parasociale non vincola l'attivismo solo nell'*an*, ma altresì nel *quomodo*, dettando le regole entro le quali l'intervento nella *governance* si realizza. In tali ipotesi, pertanto, la trasparenza sui contenuti del patto parasociale è volta a gettar luce sulla concreta organizzazione parasociale (art. 130 RE), la quale si affianca all'organizzazione societaria e, di fatto, ne altera i meccanismi di funzionamento[250].

Ciò risulta evidente là dove si consideri che lo strumento parasociale è largamente utilizzato soprattutto nell'ambito di coalizioni di maggioranza[251], ove le regole di funzionamento del patto determinano le modalità di esercizio del controllo da parte dei paciscenti. D'altro canto, che la disciplina sulla trasparenza dei patti parasociali sia stata pensata soprattutto avendo riguardo al controllo pare trovar conferma nella stessa disciplina normativa[252]. A tal proposito

---

[248] Sembra ormai essersi consolidato quell'orientamento volto a ritenere validi i patti di gestione là dove si limitino a prevedere l'impegno dei soci di esercitare forme di pressione sugli amministratori che non si risolvano in un vincolo per quest'ultimi a seguire gli orientamenti assunti in seno al patto: FIORIO, *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso Montalenti, 2009, 73 ss.; PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm*., 2004, I, 5 ss.; TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *AGE*, 2007, 452; SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1569; *contra* PRATELLI, *Problemi in tema di sindacati di gestione*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 112, ss.

[249] SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1540; ma v. PAVONE LA ROSA, *La "trasparenza" dei patti parasociali nelle società per azioni "aperte"*, 551, che esclude l'obbligo di dichiarare i sindacati di blocco prima della riunione assembleare, considerandoli irrilevanti in assenza di un collaterale sindacato di voto. In ogni caso, è frequente peraltro la notazione secondo cui i sindacati di blocco spesso si accompagnano a sindacati di voto: SANTONI, *Sub art. 123*, 1011.

[250] Non si vuole certo mettere in discussione la separazione concettuale tra il piano sociale e quello parasociale, ma solo sottolinearne le interferenze fattuali che l'accordo parasociale può dispiegare nell'organizzazione societaria: in tal senso MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, *passim*; COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm*., 2004, I, p. 212 ss.; limitatamente ai sindacati di voto ATELLI, *Sub artt. 122-124 T.u.f.*, 663.

[251] CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc*., 1999, 718; ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, 146; SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1540; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 6.

[252] Evidenziano come l'intera disciplina del fenomeno parasociale risiede sulla considerazione della destinazione dello strumento al controllo: CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, 718; MONTALENTI, *La società quotata*, 138; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 7. Peraltro, la stessa dottrina che si è occupata della materia si è spesso concentrata sulla sola strumentalizzane al controllo del fenomeno parasociale: RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*; SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, 1528.

sembra significativo notare che eventuali accordi volti all'esercizio di diritti di minoranza (es. denuncia al collegio sindacale o al tribunale, impugnazione delibere assembleari, ecc.) non riescono ad essere sussunti in alcuna delle fattispecie indicate dal legislatore, restando così totalmente opachi[253]. Inoltre, il requisito della idoneità dell'accordo parasociale a "stabilizzare gli assetti proprietari e di governo", che la Consob[254] ritiene implicito nel sistema, nasce dall'esigenza di focalizzare l'attenzione soprattutto su accordi destinati ad incidere sull'esercizio del controllo. Si badi, peraltro, che tale requisito, a differenza di quanto da alcuni sostenuto[255], non comporterebbe l'inammissibile conseguenza di circoscrive la trasparenza solo a patti parasociali che aggreghino una partecipazione di maggioranza – interpretazione che sarebbe contraria alla previsione della soglia di rilevanza del al 3% (art. 122, co. 5-*ter*)[256] – ma comprenderebbe tutti quegli accordi idonei ad interferire con l'attivismo di controllo, creando coalizioni anche di

[253] MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 86 ss.; SANTONI, *Sub art. 122*, 1005; POMELLI, *Sub art. 122*, 1279, il quale tuttavia ritiene che sarebbero pensati per le minoranze i patti di consultazione.

[254] V. Comunicazione Consob n. DIS/29486 del 18 aprile 2000, ove, ai fini della trasparenza, si ritiene insufficiente la mera sussumibilità del patto parasociale in uno di quelli tipizzati dal legislatore, considerando a tal proposito altresì necessario che "*persegua la funzione propria dei patti parasociali: funzione che, come noto, può essere sinteticamente individuata nello scopo di dare un indirizzo unitario all'organizzazione e alla gestione sociale (ad es. attraverso accordi sul voto ovvero obblighi di preventiva consultazione) e nello scopo di «cristallizzare» determinati assetti proprietari (ad es. attraverso accordi blocco, di prelazione o di covendita)" e conclude affermando che "[s]oltanto quegli accordi che (…) hanno lo scopo di incidere sugli assetti proprietari e sulla contendibilità del controllo degli emittenti quotati, assum[o]no rilevanza ai fini della disciplina in esame"*. La stessa Commissione, ha più di recente ribadito tale orientamento affermando che "*Ciò che assume rilievo non è la finalità soggettivamente perseguita (individualmente o di concerto) dai paciscenti, bensì la funzione cui oggettivamente adempie l'intesa dagli stessi conclusa, che è cosa ben diversa dalla condivisione delle parti delle finalità da ciascuna perseguite*" (cfr. Delibera Consob n. 15259 del 23 dicembre 2005). In dottrina aderiscono all'impostazione della Consob MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 45 ss.; POMELLI, *Sub art. 122*, 1270, il quale evidenzia come la disciplina dei patti sarebbe volta a garantire la trasparenza degli assetti proprietari, trasparenza "inutile" per patti che siano neutri rispetto agli assetti proprietari "il patto parasociale è rilevante soltanto se crea un sodalizio votato a promuovere o mantenere fermo un determinato disegno comune dei partecipanti e destinato ad avere effetti duraturi sugli assetti di potere, da realizzarsi attraverso un esercizio concertato dei diritti sociali e una volontaria sottoposizione ad obblighi contrattuali, di regola a soddisfacimento di un interesse comune". Peraltro, la dottrina che si è mostrata critica nei confronti dell'impostazione assunta dalla Commissione, ha addotto più che altro giustificazioni di natura tecnico-giuridica, fondate sulla mancanza di indicazioni a tal proposito nella disciplina, *(*SEMINO, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 t.u.i.f. e accordi di lock-up)*, 266; prima dell'introduzione dell'art. 2341-bis, c.c., SANTONI, *Sub art. 122*, 1006), ma talvolta condividendo l'esigenza pratica di evitare una trasparenza ingiustificata (PICCIAU, *Sub Artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *Costituzione e conferimenti* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 337).

[255] SEMINO, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 t.u.i.f. e accordi di lock-up)*, 266, il quale, si mostra critico nei confronti del focus prestato dalla Consob sugli accordi di controllo.

[256] POMELLI, *Sub art. 122*, 1278. A tale conclusione giungeva altresì la dottrina maggioritaria anteriore al d.lgs. 146/2009 con cui si è introdotto il comma 5-*ter*: MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 80 ss.; SANTONI, *Sub art. 122*, 1003; PICCIAU, *Sub art. 122*, il quale già auspicava l'introduzione del limite di rilevanza; e sull'art. 2431-*bis*, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*[6], 2, *Diritto delle società*, Milano, 2008, 342 nt. 83 ove ampie citazione anche della dottrina contraria.

minoranza ma in grado di esercitare una stabile pressione[257] e i cui orientamenti non possono rimanere ignorati dagli amministratori e dai relativi soci di riferimento[258].

Alla luce di quanto precede, dunque, si spiega la trasparenza sul contenuto del patto parasociale, la quale descrive i binari entro i quali il controllo (*rectius*: l'attivismo) è destinato ad essere esercitato. Si tratta, in buona sostanza, di una informazione "statica": volta a dar conto non solo dell'esistenza di coalizioni (di controllo o di blocco), ma altresì delle modalità mediante le quali le stesse si sono concretamente organizzate. Sotto il primo punto di vista, in perfetta sintonia con quanto qui affermato sull'art. 120, è stato fatto notare come la trasparenza sulle pattuizioni indicate dal legislatore, consenta di render note le coalizioni in essere in un certo momento che, in un sistema ove è andato perduto il confronto assembleare, risultano essere di particolare importanza al fine di sviluppare quel proficuo dialogo che conduce ad una migliore *governance*[259]. In tal senso, dunque, se la trasparenza *ex* art. 120 consente ai soci di conoscersi e contattarsi al fine di sviluppare un dialogo, la trasparenza *ex* art. 122 dà conto altresì dell'intervento di un'alleanza impegnativa per i soci paciscenti[260]. Conseguentemente, la presenza di una coalizione può anche far emergere l'esistenza di relazioni fiduciarie e di scambi di informazioni con gli amministratori[261]. Sotto il secondo punto di vista (organizzazione parasociale) la trasparenza è

[257] Si è posto il problema se siano idonei ad integrare il requisito implicito della "stabilizzazione degli assetti" – e pertanto siano soggetti a trasparenza - quei sindacati di voto relativi ad una singola assemblea. Nonostante tale stabilizzazione venga perseguita nella prassi mediante l'utilizzo di accordi di durata (ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, 137), là dove si accolga l'interpretazione qui proposta, non sembra possibile escludere a priori che tale risultato possa essere perseguito anche tramite un accordo avente ad oggetto una singola assemblea, soprattutto là dove la stessa sia chiamata a deliberare sulla nomina degli amministratori (MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 75 ss.). In tal senso, l'accordo con cui una pluralità di soci di minoranza si impegni a votare una specifica lista per la nomina dell'amministratore di minoranza, consente infatti di posizionare *stabilmente* un esponente delle minoranze in seno al consiglio. Diverso, invece, è l'accordo con cui più soci di minoranza si impegnino nella semplice predisposizione e presentazione delle liste, che tendenzialmente non viene considerato un patto parasociale (MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 75 ss.).

[258] MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 103 ss.

[259] MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 12.

[260] La tesi qua sostenta consente peraltro di superare le critiche mosse da PICCIAU, *Sub art. 122*, 834, sulla scelta del legislatore di sottoporre a trasparenza anche i patti di consultazione, i quali, a detta dell'A., non inciderebbero sugli assetti proprietari. L'idea che la trasparenza sugli assetti proprietari sia funzionale a sviluppare e "tracciare" il confronto extrassembleare, infatti, fa rientrare a pieno titolo i patti di consultazione nell'alveo della disciplina in questione. Piuttosto risulta scarsamente comprensibile la scelta del legislatore di non tener conto di siffatti patti nella disciplina in punto di trasparenza dei patti di società aperte non quotate. Sul punto non è mancato chi ha fatto rientrare i patti di consultazione tra quelli che "hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto" (SANTONI, *Sub artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *La riforma delle società. Commentario* a cura di Sandulli-Santoro, Torino, 2003, 89; *contra* MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 45; PICCIAU, *Sub art.t. 2341-bis – 2341-ter*, 333.

[261] TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, 452 "la «necessaria trasparenza» dei patti parasociali ha il pregio di rendere «palesi al volgo» gli assetti di potere esistenti, svelando la realtà del rapporto confidenziale fra organi sociali e coalizioni di soci."

funzionale a gettar luce su un particolare *Control Enhanching Mechanisms* in modo da identificare soggetti nella condizione di estrarre benefici privati dal controllo[262].

Ciò che resta ancora una volta oscuro è il profilo più prettamente "dinamico" dell'alleanza pattizia, relativo agli orientamenti e alle singole decisioni di volta in volta assunte in seno al patto[263], confermando, così, la scelta operata già nell'art. 120 di lasciare tendenzialmente opache le strategie perseguite mediante l'utilizzo del potere sociale[264].

[262] RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, 57 ss. e nt. 10; ma per l'idea che il principale problema connesso ai patti di voto si debba individuare nel rischio di conflitti di interessi v. anche ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, 43 ss.; MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 130 ss. D'altro canto, l'alterazione tra rischio e potere insita nei sindacati di voto a maggioranza è stata una tra le ragioni che hanno storicamente condotto autorevole dottrina a negare la validità dello strumento pattizio: ASCARELLI, *In tema di sindacati azionari*, in *Banca borsa tit. cred*., 1958, II, 550.

[263] In una prospettiva *de jure condendo*, è stata autorevolmente prospettata la necessità di un intervento normativo volto ad estendere la trasparenza *ex* art. 122 anche sui profili che qui sono stati definiti "dinamici" degli accordi parasociali, ovvero alle decisioni che si sono assunte in seno all'organizzazione parasociale: cfr. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc*., 2001, 17; RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, 57 e nt. 10, relativamente almeno a quelle decisioni che non sono destinate a sostanziarsi nel mero voto da esprimere in assemblea, destinato ad essere pubblico; ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, 138; MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e assimetrie di mercato*, in *Riv. soc*., 2008, 324, con il solo limite dei patti di gestione tenuto conto soprattutto dell'incertezza dei risultati, dato che si strutturano come una promessa del fatto del terzo per il quale non si può garantire al mercato che il risultato preposto sia in concreto ottenuto. Contro tale ultima limitazione, tuttavia, sembra doversi condividere l'affermazione di RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, nt. 10 secondo cui l'incertezza riguarderebbe l'implementazione delle strategie da parte degli amministratori, non il fatto che i soci si siano vincolati a perseguire dette *policies*.

[264] Ad avviso di chi scrive l'assenza di tale informazione "dinamica" porta a prendere le distanze da quanti hanno affermato che la trasparenza sui patti parasociali sarebbe in grado di sollecitare l'attivismo di altri azionisti di minoranza esterni al patto (MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, 93): piuttosto, l'eventuale estensione del patto ad altri soggetti sembra po*ter* derivare dall'iniziativa assunta da parte degli stessi paciscenti nel contattare altri azionisti al fine di renderli edotti dei propri orientamenti e raccoglierne l'adesione.

CAPITOLO III

LE FUNZIONI DELLA TRASPARENZA DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI

SOMMARIO: **1.** Introduzione. – **2.** Gli azionisti istituzionali "tradizionali" e ruolo nella *governance*. – **2.1.** I limiti normativi all'attivismo: tetti partecipativi e divieti di controllo e di influenza notevole. - **2.2.** Gli ostacoli fisiologici all'attivismo: *shortermism* ed elevato livello di diversificazione. - **2.3.** Gli ostacoli patologici all'attivismo: il *moral hazard*. - **3.** La funzione della trasparenza degli azionisti istituzionali tradizionali. - **3.1.** Portafoglio titoli e *voting strategies* come forme di integrazione trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: la presunzione di attivismo e dialogo extra-assembleare. - **3.2.** (Segue) Portafoglio titoli e strategie di voto come forme di integrazione trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: l'individuazione dei centri in cui si annida il rischio di *moral hazard*. - **3.3.** La trasparenza sui patti parasociali degli azionisti istituzionali. - **3.4.** Profili macroeconomici dell'informazione sul portafoglio titoli. - **4.** L'attivismo degli *Hedge funds*. - **4.1.** Strategie degli *hedge funds* e superamento della "reticenza razionale". - **4.2.** Il ruolo nella *governance*: "*bright side*" e "*dark side*" dell'attivismo degli *hedge funds*. - **4.3.** Limiti normativi all'attivismo di controllo degli *hedge funds*: divieto di disaggregazione *ex* art. 46, co. 4 T.u.f. e collaborazione tra "industria" e "finanza". - **4.4.** (segue) La collaborazione tra "industria" e "finanza" fuori dalle operazioni di *asset stripping*. - **5.** La funzione della trasparenza (e dell'opacità) degli *hedge funds*. - **5.1.** La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: l'innalzamento delle soglie di rilevanza ai fini della *disclosure ex* art. 120 T.u.f. - **5.2.** La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti istituzionali "tradizionali": la riservatezza del portafoglio titoli. - **5.3.** La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli altri azionisti: le informazioni aggiuntive in caso di conquista del controllo. - **5.3.1.** Politica per la comunicazione interna ed esterna relativa all'emittente. - **5.3.2.** Politica per la gestione dei conflitti di interesse endosocietari. - **5.4.** La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: le informazioni aggiuntive fuori dai casi di conquista del controllo. - **6.** Profili critici dell'attuale disciplina e prospettive di riforma: la proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*. - **6.1.** L'informazione sugli orizzonti temporali. - **6.2.** Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla trasparenza sulla "sintesi" alla trasparenza sulle intenzioni. - **6.3.** (segue) Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla scelta delle modalità di comunicazione al *comply or explain*. - **6.3.1.** La proposta di introduzione del meccanismo di *comply or explain*: critica. - **6.3.2.** La pubblicazione sul sito internet della società: critica.

1. Introduzione.

Nel capitolo precedente si è visto come i diversi ordinamenti giuridici fin da tempi risalenti abbiano sentito l'esigenza di consentire al mercato di conoscere la struttura dell'azionariato rilevante degli emittenti quotati. Si è constatato, altresì, come le ragioni sottese a tali forme di trasparenza siano diverse a seconda della tipologia di mercato a cui si fa riferimento: così, se da un lato, nel sistema USA caratterizzato da una forte atomizzazione dell'azionariato, la *disclosure* imposta è da sempre stata vista in funzione della necessità di consentire agli azionisti scelte consapevoli in presenza di un *blockholder* intenzionato ad esercitare un attivismo spinto (tale di influenzare significativamente le strategie di *governance* e *business* dell'emittente); dall'altro, in mercati come il nostro, ove la proprietà risulta altamente concentrata e saldamente in mano ad azionisti (singoli o coalizzati) stabili, e dove le tecniche difensive vengono limitate

dalla *passivity rule*, la trasparenza sugli assetti proprietari si giustifica con l'intento di porre le basi per garantire il dialogo tra gli azionisti rilevanti e l'identificazione dei centri da monitorare.

Si tratta a questo punto di comprendere come mai l'avvento della categoria degli azionisti istituzionali abbia portato con sé diverse e nuove esigenze conoscitive, sì da imporre a siffatta categoria di soci dei supplementi informativi.

È noto, d'altronde, che l'azionista istituzionale è stato da sempre percepito come un azionista *sui generis*, dotato di caratteristiche tali da distinguerlo rispetto a qualunque altro azionista comune. Tali peculiarità, peraltro, hanno attratto (da diversi decenni ormai) l'interesse della dottrina (sia economica che giuridica) internazionale tanto che ad oggi la letteratura sul punto risulta sconfinata. È chiaro che la corretta comprensione delle esigenze di trasparenza sollevate da tali operatori passa per il tramite dell'individuazione del ruolo di *governance* e di mercato che essi assumono.

Proprio sotto questo profilo, è noto come sotto il *nomen* di "azionisti istituzionali" vengono riportate, in realtà, due distinte categorie di investitori professionali: da un lato, vi sono gli azionisti istituzionali "tradizionali", che gestiscono fondi comuni di investimento (aperti o chiusi) a favore della clientela *retail* e il cui attivismo è spesso latente e limitato; dall'altro lato si pongono i più recenti *hedge funds* che offrono i propri servizi soltanto a specifiche categorie di investitori abbienti e si caratterizzano per l'ingerenza spinta che talvolta dispiegano nei confronti degli emittenti in portafoglio. Da queste brevi premesse emerge l'opportunità di trattare separatamente le due categorie, per ciascuna delle quali si opererà una ricostruzione della letteratura esistente al fine di trarne una chiave di lettura funzionale all'analisi dei relativi obblighi di *disclosure*.

2. Gli azionisti istituzionali "tradizionali" e ruolo nella *governance*.

La categoria tradizionale di azionisti istituzionali è presente nei mercati azionari da tempo immemore, tuttavia la divulgazione capillare degli investimenti intermediati da tali operatori è relativamente più recente, tanto che la dottrina (in USA e in Europa) iniziò a interessarsi del fenomeno a cavallo tra gli anni '80 e '90 del secolo scorso[1]. Dalla lettura dei primi studi sul tema, peraltro, emerge lampante come sull'avvento di tali nuovi azionisti venisse riposta la speranza che gli stessi avrebbero rappresentato un efficiente rimedio agli *agency problems* delle società

[1] Per alcuni dati storici sull'evoluzione degli investimenti istituzionali v. CHIU-KATELOUZOU, *From shareholder stewardship to shareholder duties: is the time ripe?*, 2016, reperibile al sito ssrn.com/abstract=2731241; BLACK, *Shareholder passivity reexamind*, in 89 *Mich. L. Rev*., 568 ss. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, 2008, 344.

quotate[2]. Grazie, infatti, alle ingenti risorse raccolte dai risparmiatori, gli azionisti istituzionali sarebbero stati in grado di raggiungere facilmente le soglie di rilevanza che consentono il superamento dell'apatia razionale[3] e che, unite alle specifiche competenze tecniche di tali operatori[4], avrebbero consentito lo sviluppo di un monitoraggio professionale. Proprio in base a tale maggiore capacità tecnica, la dottrina dell'epoca si spinse al punto di ritenere che gli azionisti istituzionali avrebbero assunto il ruolo di *leading person*[5], ovvero di propulsori di iniziative che avrebbero trovato il facile appoggio di altri azionisti di minoranza meno informati e che potevano confidare sulla "guida" esperta degli azionisti professionali.

Nonostante questo intuito, è noto, come l'iniziale entusiasmo fu presto stroncato dalla realtà dei fatti, ove molti azionisti istituzionali hanno dato prova di uno scarso o del tutto inesistente interesse ad intervenire attivamente in questioni societarie, limitandosi per lo più ad esercitare la *Wall Street Rule* in presenza di investimenti azionari che non avessero soddisfatto le aspettative[6].

---

[2] In America v. CONARD, *Beyond managerialism: investor capitalism*, in 22 *U. Mich. J. L. Ref.*, 1988, 135 "*The growing power of institutional investors and the shrinking power of individual investor suggest the possibility, and perhaps even the inevitability, of a system of corporate governance, in which institutional investors would take a leading role in determining the purposes o which major corporation will be managed […] 'Investor capitalsm' would recapture the essential genius of capitalism by restoring primacy to the interest of the suppliers of capital*"; BLACK, *Shareholder passivity reexamind*; ID., *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, in 39 *Ucla L. Rev.*, 1992; GILSON-KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, in 43 *Stan. L. Rev*., 1991, 863. Nel nostro ordinamento: COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm*., I, 1998, 315.

[3] STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm*., I, 2006, 198; COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 318; VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa Società*, 1998, 374.

[4] COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 315; CAMMARANO, *L'attivismo degli investitori istituzionali (Brevi riflessioni sul saggio di M. Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques)*, in *Banca Impresa Società*, 2002, 440.

[5] L'espressione è di CAMMARANO, *L'attivismo degli investitori istituzionali (Brevi riflessioni sul saggio di M. Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques)*. Sul punto v. anche LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, 187 ss.; ID., *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, in 6 *Eu. Corp. L. Rev*., 2005, 283; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli-Lener, in *Trattato dei contratti* diretto da Rescigno-Gabrielli, Milano, 2011, 795.

[6] Già FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, in 55 *Ohio St. L.J*., 1994, 1020. In Italia, fino all'avvento del T.u.f. l'intervento degli azionisti istituzionali nella vita della società risultava essere praticamente insistente, se non in alcuni casi sporadici che rappresentano l'eccezione alla regola (ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti prospettive alla luce dell'esperienza angolsassone*, in *Giur. comm*., I, 1998, 681). Né pare che più di recente lo scenario sia significativamente cambiato: v. CHIAPPETTA, *La corporate governance e il risparmio gestito: la prospettiva degli emittenti*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, a cura di Assogestioni, 2006, 32, che dà conto di come a fronte di alcuni palesi violazioni delle regole di *corporate governance* l'industria del risparmio gestito sia stata del tutto silente; BELLAVITE PELLEGRINI, Corporate governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica, in *Riv. soc*., 2006, 401; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur Comm*., I, 2009, 872, che parla di scenario "desolante"; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc*., 2013,

Invero, la fiducia sulle potenzialità degli azionisti istituzionali di farsi parti attive della vita societaria non è mai sopita, ma piuttosto ha assunto la consapevolezza della necessità di superare gli ostacoli che tali operatori incontrano nel rendersi partecipi della vita sociale. Infatti, gli studi condotti dalla dottrina internazionale sulle ragioni sottese all'assenteismo di tali azionisti, hanno fatto emergere una struttura particolarmente complessa di incentivi e disincentivi all'*istitutional shareholder activism*, che non si limita alla semplice analisi costi-benefici tipica dell'azionista comune, ma che viene influenzata da una pluralità di ulteriori fattori che rendono la scelta favorevole all'attivismo particolarmente complessa. Prima di addentrarci nelle ragioni economiche di tale astensionismo è bene, tuttavia, previamente dar conto dei limiti normativi imposti allo *shareholder activism* di tali operatori.

2.1. I limiti normativi all'attivismo: tetti partecipativi e divieti di controllo e di influenza notevole.

La letteratura che si è addentrata nel tema dello scarso attivismo degli azionisti istituzionali "tradizionali" ha fatto emergere come tra i principali ostacoli alla partecipazione degli stessi alla vita sociale ve ne siano alcuni di natura normativa. In realtà, tra le diverse norme "accusate" di frenare l'intervento di tali operatori, molte appartengono al diritto societario[7] e,

931; BIANCHI M., *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di Maugeri, Milano, 2015, 8. D'altro canto non si dimentichi che gli azionisti istituzionali sono stati accusati di non aver adeguatamente monitorato i rischi eccessivi che gli amministratori di emittenti quotati assumevano prima dello scoppio della crisi e che ha indotto in più occasioni le istituzioni comunitarie ad intervenire al fine di agevolare il relativo attivismo: v. Commissione Europea, Libro Verde, *il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, Bruxelles, 2.6.2010, COM(2010) 284 definitivo reperibile al sito: http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2010)0284_/com_com(2010)0284_it.pdf ("Libro Verde 2010"). Per alcuni segnali di maggiore attivismo almeno degli azionisti istituzionali esteri, dopo il recepimento della Direttiva *Shareholder Right*, v. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, 500; GUACCERO, *L'attivismo azionario. verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 ss.; MAUGERI, *Prefazione*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di Maugeri, Milano, 2015.

[7] Il tema dello scarso attivismo degli azionisti istituzionali è spesso affrontato a ridosso di importanti innovazioni normative del diritto societario, al fine di valutare se le modifiche siano idonee ad incentivarne l'intervento. Ciò, ad esempio, è avvenuto a seguito dell'introduzione del T.u.f. (v. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti prospettive alla luce dell'esperienza angolsassone*, 681; VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, 363 ss.) o con il recepimento della *Shareholder Right Directive* (CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?,* in *Banca Borsa Tit. cred*., 2014, 420 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 872 e 874; SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, I, 2012, 31 ss.). Per un'analisi degli ostacoli all'attivismo appartenenti al diritto societario in America v. BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice;* PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, in AA. VV., *New financial instruments and institutions: opportunities and policy challenges*, edited by Fuchita-Litan, Brooklin, 2007, 104 ss. CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011, 28 ss. Peraltro, tra le norme accusate di impedire l'intervento alcuni hanno indicato anche

come tali, in realtà, sono destinate ad interferire con l'attivismo di tutti gli azionisti, tanto istituzionali quanto comuni[8].

Ai fini che qua interessano, invece, è direttamente nella disciplina dettata per gli azionisti istituzionali tradizionali, che è possibile identificare il principale limite all'*institutional shareholder activism*, rappresentato dal *divieto* per la S.g.r. di "*detenere, attraverso l'insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di sicav che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare – rapportato al totale dei diritti di voto – pari o superiore al: 10 per cento se la società è quotata*" e, in ogni caso, di "*esercitare - anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto - il controllo o l'influenza notevole sulla società emittente*" (Titolo V, cap. III, sez. II., § 6.1. del Regolamento Banca d'Italia 2015, che dà attuazione all'art. 56 della Direttiva 2009/65/UE)[9].

In tal modo, risulta evidente come gli azionisti istituzionali vengano confinati ad essere azionisti di minoranza[10] il cui intervento nella vita dell'emittente non può andare oltre quel monitoraggio su chi, in concreto, esercita il controllo[11].

Tali disposizioni hanno indotto parte della dottrina ad individuare un vero e proprio principio di "separatezza fra fondo e società partecipata"[12], giustificato dall'esigenza di garantire

---

l'obbligo di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti (BLACK, *Shareholder passivity*, 542 ss.; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 103; *contra* CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 872).

[8] Uno spunto in COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 315.

[9] La disposizione, prevista per i fondi Oicvm, viene poi espressamente richiamata anche per i Fia aperti e non riservati ad investitori professionali (Titolo V, cap. III, sez. III, § 1) e per i Fia chiusi non riservati ad investitori professionali, con la precisazione, in tale ultimo caso, che l'eventuale superamento del limite è consentito solo nell'ambito di operazioni volte a valorizzare la partecipazione con l'obbiettivo di cederla, nell'interesse dei partecipanti, in un orizzonte temporale coerente con la politica di investimento del fondo (Titolo V, cap. III, sez. V, § 6.1). Sembra peraltro possibile ritenere che tale deroga riguardi il solo limite del 10% dei voti esercitabili e non si estenda al divieto di controllo o di influenza notevole. Sui precedenti limiti v. BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2002, 424 ss. Sul divieto di controllo in capo agli azionisti istituzionali americani: ROE, *A political theory of American corporate finance*, in 91 *Columbia L. Rev*., 1991, 16.

[10] La notazione è ricorrente: COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 315; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 406; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc*., 2013, 204.

[11] Evidenzia come il menzionato limite non pregiudichi *tout court* l'attivismo CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 874.

[12] COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 316; ID., *Il mercato mobiliare*[10], Torino, 2016, 192; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 204; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 874; TEDESCHI, *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005, 127.

la diversificazione del portafoglio gestito e la relativa liquidità[13], in modo da poter far fronte alle richieste di rimborso dei propri clienti.

Tuttavia, tale impostazione non sembra del tutto condivisibile. In primo luogo, non si capisce l'attinenza tra livello di diversificazione e quantità di voti esprimibili nell'ambito della singola società, atteso che al fine di evitare un'eccessiva concentrazione del portafoglio sono altre le norme che vengono in rilievo e che rapportano il singolo investimento rispetto all'ammontare globale del fondo[14]. In secondo luogo, anche l'obbiettivo di consentire il rimborso ai quotisti va valutato in relazione alla composizione complessiva del fondo, il quale potrebbe ben comprendere singole partecipazioni illiquide che non inficiano la liquidità globale del fondo stesso[15]. A ciò si aggiunga, peraltro, che il divieto di controllo sembra rimanere fermo anche per quanto riguarda i fondi chiusi, ove un simile problema di liquidità non si pone[16].

Ma soprattutto, pare dirimente far notare che i limiti in questione non vengono calcolati in relazione allo specifico fondo, ma si riferiscono direttamente a tutti i voti esercitabili dalla *s.g.r.* e detenuti *per il tramite dei diversi fondi aperti gestiti*: e ciò, si badi, a differenza degli investimenti operati in azioni prive del diritto di voto, ove il limite è riferito direttamente al singolo fondo (Titolo V, cap. III, sez. II., *§* 6.2 del Regolamento Banca d'Italia 2015). In buona sostanza, il divieto in questione scatta anche là dove la partecipazione complessiva dell'azionista istituzionale venga spalmata su più fondi dallo stesso gestiti senza rendere alcuno di essi illiquido. Ne deriva che il menzionato principio di separatezza interviene, non tanto tra fondo e società partecipata, bensì tra quest'ultima e lo stesso azionista istituzionale, il quale resta escluso dalle dinamiche proprie del controllo e risulta significativamente penalizzato nella sua possibilità di scegliere una strategia volta all'*institutional shareholder activism.*

Ad avviso di chi scrive, tale limite all'ingerenza dell'azionista istituzionale tradizionale deriva dalla precisa volontà del nostro legislatore di confinare lo stesso allo svolgimento del *tipico* "servizio" che presta alla propria clientela, che si sostanzia, non nel fare l'imprenditore nelle società partecipate, ma nella gestione professionale di un investimento *finanziario* diversificato[17].

---

[13] COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 323. Per l'idea che la liquidità e controllo siano antitetici v. COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, in 91 *Colum. L. Rev*., 1991, 1287 e 1319 ove l'evidenza di come per i fondi aperti l'esigenza di liquidità rappresenti un forte ostacolo all'assunzione di partecipazioni che consentano il controllo.

[14] Sui limiti alla concentrazione v. *infra* nt. 29.

[15] Per tali notazioni v. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in 23 *Cardozo L. Rev*., 2002, 1447; ROE, *A political theory of American corporate finance*, 19; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 875 "Closed-end mutual funds can be entirely illiquid for long periods if they so choose. Open-end mutual funds must keep part of their portfolio liquid to meet redemptions, but even that is partly dictated by legal rules, and, open-end funds can take some relatively illiquid positions.".

[16] V. *supra* § 2.1. e nt. 9.

[17] Tale idea fu sostenuta già da ROE, *A political theory of American corporate finance*, 19 ss. il quale dà conto di come storicamente il legislatore dei *mutual funds* si sia posto come obbiettivo quello di non

In altre parole, nei confronti degli azionisti istituzionali "tradizionali" il nostro legislatore ha voluto segnare una netta linea di demarcazione tra "industria" e "finanza"[18], lasciando alla prima il controllo degli emittenti e relegando la seconda ad una (eventuale) attività di monitoraggio.

Tale presa di posizione, si spiega tenendo conto delle specifiche competenze che tali investitori istituzionali mettono a disposizione dei propri fiducianti, le quali sono di natura prettamente *finanziaria*, e si sostanziano nella selezione dei titoli azionari in base ad una predeterminata politica di investimento e nella composizione di un portafoglio diversificato finalizzato a ridurre i rischi tipicamente connessi all'investimento azionario, sì da consentire l'accesso al mercato del capitale di rischio anche a soggetti (i risparmiatori) che altrimenti non avrebbero la possibilità di sostenerne gli elevati rischi[19]. Viceversa, gli azionisti istituzionali non sono muniti delle approfondite conoscenze *industriali* necessarie per poter sviluppare piani organizzativi e strategici idonei a incrementare l'efficienza della specifica impresa partecipata[20].

---

confondere l'attività di investimento con quella di controllo. Nel nostro ordinamento, SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo del risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc*., 2015, 418 "*la connotazione finanziaria dell'attività di investimento va ravvisata in ciò, che gli atti di acquisto e di alienazione di beni non sono funzionali all'offerta sul mercato di prodotti o servizi e alla creazione, dunque, di un "valore aggiunto" nel corso di un processo di tipo produttivo o commerciale con il fine, mediato, di produrre ricchezza per i propri soci. Al contrario, investimenti e disinvestimenti prescindono da ogni svolgimento di attività di impresa e rispondono unicamente ad una logica di assunzione e gestione di rischi da parte degli azionisti-investitori in correlazione con l'obiettivo di generare un rendimento*"; COSTI, *Il mercato mobiliare[10]*, 192, uno spunto in tal senso sembra potersi cogliere in BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 204 secondo cui, i limiti di voto sarebbero volti a far sì che l'investitore istituzionale svolga il compito allo stesso assegnato che si sostanzia nel valorizzare l'intero portafoglio gestito senza doversi concentrare sulla singola società. Per la contrapposizione tra azionisti industriali e finanziari v. CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 15 e nt. 3.

[18] Così espressamente ROE, *A political theory of American corporate finance*, 31 "*portfolio rules guide the uneasy relationship between financial institutions and industrial companies: financial institutions can shuttle capital in and out of industrial companies, but rarely can they exercise controlling influence*"; PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*.

[19] Sull'importanza del profilo della gestione del rischio nei servizi di gestione collettiva del risparmio v. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo del risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, 420 ss.

[20] GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, 895 "*institutions can be expected to be skilled at managing portfolios, not at developing more profitable alternatives to a portoflio company's business strategy, creating better governance structures for the firm, or mastering the skills of governance activism.*" e ancora "*investment intermediaries specialize in managing risk, adding to and taking advantage of increasing capital market completeness. But this specialization, reinforced by the link between scale and profitability, may leave a governance gap, an embedded shortfall in the monitoring of managerial agency costs.*" (p. 896); nello stesso senso KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 1070; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, in ECGI Working Paper Series in Law, N° 246/2014, September 2014, 134; FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1037; ID., *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, 886; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 851. Per l'idea che gli investitori istituzionali non siano "attrezzati" all'attivismo di controllo v. anche EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 939.

Se la lacuna di questa competenza giustifica l'estromissione degli azionisti istituzionali dal controllo, ciò non significa che quest'ultimi non possano viceversa svolgere un'attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori e dell'azionista di maggioranza al fine di valutarne l'efficienza e la lealtà. Anzi, una simile attività, non pare differenziarsi significativamente dall'iniziale selezione degli investimenti da effettuare, la quale può comportare un'analisi dell'efficienza degli amministratori nella conduzione del *business*. Peraltro, nel momento in cui l'investitore si presenta come "esperto" del mercato *azionario* - la cui peculiarità consiste nell'assunzione di diritti partecipativi - non si può negare che, tra le predette competenze finanziarie sia ricompreso anche l'*efficiente* esercizio del voto, in un'ottica di valorizzazione del portafoglio azionario gestito[21].

In tal senso, infatti, deve esser interpretata un'altra norma specificamente rivolta all'esercizio del voto da parte degli azionisti istituzionali, ovvero l'art. 35-*decies* T.u.f. (prima art. 40), ai sensi del quale il gestore "*provvede nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge*". Come noto, tale disposizione non viene interpretata nel senso che incomba sull'investitore istituzionale l'obbligo di esprimere *sempre* il voto[22], quanto piuttosto, che tale potere: da un lato, *non possa* essere strumentalizzato al perseguimento di interessi individuali dell'azionista istituzionale che si pongano in contrasto con quello tipico della clientela alla

[21] In tal senso, espressamente BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 851 s. "monitoring is easier than managing. Money managers can assess whether manager A is running steel company X as well as his industry peers, or choose directors to perform that assessment, without being able to run a steel company themselves." E ancora "Monitoring isn't intrinsically harder than *trading*. The skills overlap-good traders already need to evaluate *corporate* managers"; nello stesso senso anche ROE, *A political theory of American corporate finance*, 29; LENER, *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, 285.

[22] Cfr. *ex multis* BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 214; IOCCA, *Sub art. 40*, in *Commentario T.u.f.* a cura d Vella, Torino, 2012, 452; COSTI, *Il mercato mobiliare*[10], 192; ID., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm*., 1998, I, 323; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 426; *Sub art. 40 T.u.f.*, in *Codice del consumo* a cura di Cuffaro, Milano, 2012, 1213; CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P.Rescigno, XVI, *Impresa e Lavoro*, tomo I, Torino, 2008, 42; VELLA, *Sub art. 40*, in *Commentario al Tuf* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 361; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 800. Valutazioni simili si rinvengono anche nell'ordinamento comunitario v. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, 232 ss.; ID., *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, AA. VV., *The European Financial Market in Transition*, a cura di Birkmose, Neville, Soresen, 2011, 125. Peculiare, invece, è l'obbligo per i fondi pensionistici privati in Usa di esercitare il voto su '*issues that may affect the value of the plan's investment*' ai sensi dell'*Employee Retirement Income Securities Act* del 1974 (ERISA) v. COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1353. Peraltro, in una prospettiva *de jure condendo*, l'Action Plan 2003, ha espressamente sostenuto l'inopportunità di una disposizione che imponesse l'esercizio del voto in capo agli investitori istituzionali.

massimizzazione del portafoglio[23]; dall'altro, *debba* essere esercitato là dove esso risponda ad un'esigenza efficientistica, ovvero in tutti quei casi in cui, alla luce di un'analisi costi-benefici, l'intervento e il voto in assemblea appiano la soluzione che meglio consenta di raggiungere il fine ultimo della valorizzazione del portafoglio[24]. È chiaro che nell'operare una simile valutazione l'azionista istituzionale godrà di ampia discrezionalità e, fuori dall'ipotesi di voto esercitato in conflitto di interessi, la sua scelta sarà difficilmente sindacabile.

Tuttavia, da tale norma è possibile trarre che l'azionista istituzionale non può mai essere semplicemente *apatico* ovvero disinteressarsi completamente di ciò che accade nella vita degli emittenti partecipati, ma grava su di lui una sorta di dovere di agire informato, implicito altresì nello stesso rapporto fiduciario che lo lega ai propri clienti[25]. In tal senso, dunque, l'azionista istituzionale è tenuto quantomeno a supervisionare gli emittenti partecipati, in modo da operare le proprie scelte di gestione del portafoglio (astensionismo o attivismo) in modo professionale e consapevole. Ciò pare ulteriormente confermato dall'obbligo attualmente previsto per gli azionisti istituzionali di munirsi di una strategia per l'esercizio dei diritti di voto, che definisca le procedure per "*monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (corporate action)*" (art. 37 Reg. del. 231/2013/UE, applicabile a tutti gli azionisti istituzionali in forza del richiamo contenuto all'art. 34, Reg. cong. Consob-Banca d'Italia 2015).

Ne deriva che, in presenza di situazioni peculiari o eventi destinati a incidere sulla redditività dell'investimento operato, l'azionista istituzionale dovrà operare un confronto tra due distinte opzioni a sua disposizione: da un lato, il mantenimento dell'investimento operato, insieme ad eventuali interventi attivi (nelle forme giuridicamente possibili); dall'altro, la dismissione della partecipazione e la destinazione delle risorse ricavate ad un nuovo investimento che si presenti maggiormente remunerativo[26].

---

[23] COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 320; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 801.

[24] BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 214 "il dovere fiduciario dell'investitore istituzionale di massimizzare il valore della partecipazione fa mutare, verso l'interno, i diritti di socio in capo al gestore in poteri-doveri "positivi". Da mere facoltà, esercitabili entro il limite "negativo" del danno alla società, devengono poteri-doveri da esercitare nell'ottica "positiva" del perseguimento dell'interesse dei clienti"; MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. eco.*, 2011, 103; COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 319 ss.; ID., *Il mercato mobiliare*[10], 192; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 801; *Sub art. 40 T.u.f.*, 1212; PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 429; GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, ed. provv., Torino, 2012, 315 ss.; LENER, *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, 285, che considera contrario alla disposizione la sistematica rinuncia all'esercizio del voto.

[25] BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 213; COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 320; LENER, *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, 285.

[26] ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, in 79 *Geo L.J.*, 1991, 462; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 800.

In tal modo, sembra possibile fornire una veste giuridica alla notazione di quanti hanno ritenuto che l'astensione degli azionisti istituzionali, a differenza di quelli comuni, non sembrerebbe qualificabili in termini di "apatia razionale", bensì di "reticenza razionale": sottolineando con tale termine la diffusa tendenza di tali operatori a non farsi propulsori di proprie iniziative di *governance*, ma ad attivarsi per appoggiare proposte altrui (di amministratori o altri soci), là dove tale attivismo risulti coerente con l'efficiente gestione del portafoglio azionario[27].

Circoscritto l'attivismo al monitoraggio di minoranza e evidenziato come l'azionista istituzionale non sia mai del tutto estraneo agli eventi societari, restano a questo punto da chiarire i fattori che incidono sulla menzionata scelta tra *exit* e *voice* e che, nella prassi, hanno reso la prima l'opzione prediletta da parte degli azionisti istituzionali tradizionali.

2.2. Gli ostacoli fisiologici all'attivismo: *shortermism* ed elevato livello di diversificazione.

Nel primo capitolo[28] si è visto come una condizione necessaria (ancorché non *ex sé* sufficiente) affinché l'azionista istituzionale possa partecipare attivamente alla vita delle società in cui ha investito è rappresentata dagli orizzonti temporali di lungo periodo che il gestore deve adottare nelle proprie strategie di investimento. Gli eventuali risultati positivi derivanti dall'intervento nella *governance* dell'emittente, infatti, non sono immediati, ma destinati a prodursi soltanto nel tempo, migliorando l'efficienza e, conseguentemente la redditività. Ne deriva, pertanto, che lo *shareholder activism* ben difficilmente potrà considerarsi una soluzione efficiente rispetto all'*exit* là dove il gestore si chiamato a soddisfare clienti con interessi di breve o brevissimo periodo.

Accanto agli orizzonti temporali, si deve poi dar conto di un ulteriore fattore che influenza la scelta tra l'*exit* e la *voice*, rendendo il primo una soluzione spesso (anche se non sempre) più efficiente rispetto alla seconda, rappresentato dall'elevato livello di diversificazione dei portafogli

[27] La distinzione è stata coniata da GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 917; e successivamente ampiamente adottata dalla dottrina: cfr. EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 149; CHIU-KATELOUZOU, *From shareholder stewardship to shareholder duties: is the time ripe?*, 6; BIANCHI M., *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, 13. Per la notazione secondo cui gli azionisti istituzionali votino su proposte di terzi v. altresì: ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 2015, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2512303; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1043 ss., ove alcuni esempi pratici; ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, in OECD *Corporate Governance* Working Papers, No. 11, OECD Publishing, 2013, 26.

[28] V. Cap. 1, § 2.4.2., testo e note.

gestiti da tali operatori, che spesso supera grandemente gli stessi divieti di concentrazione espressamente previsti dalla normativa vigente[29].

In primo luogo, è frequente l'affermazione secondo cui l'elevata diversificazione porti con sé una maggiore difficoltà per l'investitore istituzionale, di aggregare nel singolo emittente il potere necessario al fine di influire sulla vita sociale dell'emittente: elemento questo che continua a rappresentare una imprescindibile condizione per l'attivismo[30].

In secondo luogo, si deve considerare che l'obbiettivo principale dell'azionista istituzionale si sostanzia nell'incrementare il valore, non del singolo titolo azionario, bensì dell'intero portafoglio gestito[31]. Una strategia attivista, pertanto, risulta efficiente là dove la valorizzazione del singolo investimento è idonea a produrre un percepibile incremento del valore dell'intero portafoglio: risultato questo, piuttosto difficile da realizzare, in presenza di elevati livelli di diversificazione[32], i quali, oltre a ridurre il rischio (di perdita) connesso al singolo investimento azionario, annacquano anche i risultati positivi. In tali ipotesi, piuttosto, si dovrebbe implementare una diffusa strategia attivista, che copra un numero significativo di società partecipate, sennonché, i relativi costi risulterebbero oltremodo elevati[33], in evidente contrasto

[29] I limiti alla concentrazione degli investimenti in uno stesso emittente sono attualmente contenuti nel Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, il quale (in conformità a quanto stabilito dall'art. 52 della Direttiva 2009/65/UE), impedisce ai gestori di OICVM e di FIA aperti o chiusi non riservati di investire più del 5% delle attività del fondo in strumenti finanziari di uno stesso emittente, limite che può essere elevato al 10% (o 15% per i FIA chiusi) purché il totale degli investimenti per cui si superi il 5% non superi il 40% del totale delle attività del fondo (cfr. Titolo V-Sezione II – § 3.1 e Titolo V – Sezione V – § 3.1.). Con specifico riferimento alle partecipazioni azionarie in un singolo emittente, tali limiti vanno evidentemente coordinati con quanto previsto dallo stesso Regolamento in tema di limiti ai diritti di voto esercitabili dalla singola s.g.r. su cui v. *supra* § 2.1. e nt. 9.

[30] CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 869; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 403; PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1454; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 112. Sull'importanza della concreta possibilità di influire sulle sorti delle scelte sociali v. anche BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward,* 238.

[31] Per il rilievo secondo cui l'attività del gestore non debba essere volta alla valorizzazione del singolo emittente quanto alla massimizzazione dell'intero portafoglio v. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 203; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 861 s.; GILSON-KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, 866.

[32] FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1023; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 891.

[33] BLACK, *Shareholder passivity reexamind*, 553; FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1023; GILSON-KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, 866; WATT, *Proxy Voting Trends: Funds Managers in the United States of America and Australia*, in 15 *Bond L. Rev.*, 2003, 14; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 938 nt. 21; MAUGERI, *Prefazione*; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1049; ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, 474; ID., *Institutional Investors in Corporate Governance*, 9, ove alcuni esempi della complessa organizzazione interna di alcuni maggiori azionisti istituzionali finalizzata alle decisioni di voto; ÇELIK-ISAKSSON,

con gli interessi della clientela. A ciò si aggiunga che se i costi dell'attivismo risultano certi nell'*an* e facilmente preventivabili nel *quantum*, lo stesso non può dirsi per i relativi benefici[34], i quali sono destinati a prodursi nel tempo e, conseguentemente, le previsioni relative al loro ammontare risultano esposte ad un maggior livello di incertezza. Anche in tal senso si spiega perché nella maggior parte dei casi l'attivismo espletato da tali operatori risulta "economico", limitandosi l'azionista istituzionale a prendere posizione sulle iniziative provenienti dagli amministratori o altri soci, senza sostenere gli ingenti costi connessi alla redazione di proprie proposte (anche là dove non implichino particolari competenze industriali) e alla ricerca del consenso necessario per la relativa approvazione[35].

Peraltro, ad avviso di chi scrive, non pare doversi eccessivamente sopravvalutare la diffusa affermazione secondo cui gli azionisti istituzionali, proprio grazie alla diversificazione, sarebbero in grado di instaurare economie di scala con conseguente riduzione dei costi dell'attivismo[36]. È noto, infatti, che le economie di scala realizzano in presenza di *fattori produttivi indivisibili*[37] i cui costi devono essere sostenuti a prescindere dalla quantità di output da produrre, in modo che all'aumento dei volumi si riduca il costo medio unitario. Ne deriva, pertanto, che nessuna economia di scala si potrà mai realizzare per iniziative "*firm-specific*", le quali implicano l'analisi della realtà della singola società partecipata. Peraltro, tra queste ultime non vanno annoverate soltanto quelle tipiche del controllo, ma comprendono altresì la più blanda

Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?, 23; COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1338; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*, 234.

[34] GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 889; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 119; CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, in *ZVglRWiss*, 2015, 26; Commissione Europea, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, Bruxelles, 5.4.2011 COM(2011) 164 definitivo, reperibile al sito: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_it.pdf, 13 ("Libro Verde 2011"); CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 869; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*, 235.

[35] CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 11.

[36] In tal senso, BLACK, *Shareholder passivity reexamind*, 580 "*An important aspect of shareholder collective action is economies of scale. Institutional shareholders own shares in many companies, and some monitoring issues cut across a number of companies. A proponent who offers the same proposal at a number of companies will face a lower proposal preparation cost per company. Also, other institutions are likely to own stock in many of the same companies as the proponent. This reduces the proponent's per-company solicitation cost. Scale economies can lead an institution to offer more proposals, and promote them more vigorously, than an individual who owns the same percentage stake in a single company*"; ID., *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 822; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1048; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 412 e 413; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 119.

[37] Nella manualistica aziendalistica v. MARTINELLI, *L'impresa. Economia e gestione*^{2}, Torino, 2006, 236.

attività di *monitoring* volta alla semplice riduzione del rischio di *moral hazard*, la quale non potrà che riguardare le condotte tenute dagli amministratori (o soci di controllo) delle singole società. Al più, la diversificazione potrebbe consentirebbe lo sviluppo di economie di scala per iniziative standardizzate, che possono essere positive per la generalità degli emittenti a prescindere dallo specifico *business* in cui operano (si pensi, ad esempio, *best practices* di *corporate governance*). Pur non potendosi negare in radice l'importanza di dette iniziative, è facile tuttavia prevedere che le stesse, anche là dove condotte vittoriosamente, siano destinate ad avere effetti piuttosto limitati[38].

2.3. Gli ostacoli patologici all'attivismo: il *moral hazard*.

Un secondo ordine di fattori che inducono gli azionisti istituzionali tradizionali al frequente assenteismo dalla vita delle società partecipate è di natura patologica ed è il risultato di una scelta contaminata dal *moral hazard*.

Nel capitolo precedente si è visto come, secondo le teorie "classiche" sul ruolo degli azionisti della *governance*, questi esercitino la *voice* in base ai risultati derivanti da un semplice calcolo matematico che confronta i costi e i benefici attesi dall'attivismo[39]. Tuttavia, tale ricostruzione presuppone necessariamente che l'azionista sia il c.d. *residual claimant*, ovvero veda il proprio patrimonio personale *direttamente* esposto all'andamento dell'impresa.

Come è facile intuire, tale descrizione mal si attaglia alla posizione assunta dagli azionisti istituzionali, i quali non sono i beneficiari finali dell'investimento azionario, ma operano in qualità

[38] D'altro canto, gli stessi Autori che evidenziano la possibilità di implementare economie di scala, limitano tali iniziative a quelle che implicano costi comuni alle diverse imprese in portafoglio: v. KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1043 ove espressamente si fa notare come l'attivismo degli azionisti istituzionali "[is] directed to changes in the *corporate governance* rules, rather than to specific aspects of a company's business or management (such as share buy-backs, spin-offs, mergers, or the composition of the board of directors). […] the effect of the policy changes sought is usually minor, either because the subject matter is not very important, because the *shareholder* resolution is precatory (and a favorable vote is thus not binding), or because a board, even if it agrees to adopt the proposed policy, is free to change it later. To the extent that the "*activism*" takes the form of merely voting in favor of proposals by others (or against proposals made by the company's board), it represents a rather passive form of "*activism*." Finally *a group of portfolio companies tends to be targeted at the same time, and often with respect to the same governance changes. Viewed charitably, this mode of activism is designed to achieve small changes in multiple companies at little expense, but it is unlikely to result in big changes in specific companies*"; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 818 e 835; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 889, che evidenziano come tali azionisti "might engage in "*governance activism*," not "*performance activism*"."; GILSON-KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, 867. Per l'evidenza del ridotto impatto sul valore del titolo di tali strategie ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale J. On. Reg.*, 2001, 177 ss.; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 105.

[39] V. *supra* Cap. II, § 2.

di fiduciari[40], tenuti a gestire l'investimento nell'interesse dei veri *residual claimants*, ossia i relativi clienti[41]. Questi ultimi, infatti, in un'ottica di diversificazione e con interessi puramente finanziari, affidano all'azionista istituzionale l'incarico di selezionare e gestire un *pool* di investimenti azionari al fine di massimizzare il valore complessivo del portafoglio. Da quanto precede viene tratta la comune osservazione secondo cui il rapporto tra gestore e cliente integra a tutti gli effetti una relazione di agenzia, che si aggiunge a quella "classica" intercorrente tra azionista e amministratore[42], e porta con sé un ulteriore livello di disallineamenti di interessi tra *agents* (gli azionisti istituzionali) e *principals* (i relativi clienti). I primi, infatti, sono società operanti (anche, ma spesso non solo) nel mercato dei servizi delle gestioni di portafogli in monte e, come ogni società, perseguono l'obbiettivo di produrre utili per i propri azionisti[43] che derivano, non tanto dall'andamento del portafoglio gestito, bensì dalle commissioni applicate ai propri clienti. Ne deriva la nota possibilità che l'azionista istituzionale, nell'espletamento del proprio incarico fiduciario, possa essere incline a comportamenti contaminati da *moral hazard* e gestire infedelmente le risorse affidategli. Senza entrare nel merito delle esigenze di tutela dei risparmiatori che ciò comporta[44], avendo riguardo ai profili di *governance* qua indagati, è

[40] Sulla natura fiduciaria del rapporto tra gestore e cliente v. *ex mutis* GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, 330; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 203; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 856; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*, 228.

[41] COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 323. L'attuale scenario, peraltro, è ulteriormente complicato dalla tendenza degli stessi investitori istituzionali ad esternalizzare la gestione *day to day* del portafoglio, affidandola ad asset manager: per alcuni dati statistici di questa tendenza v. ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 15; FISCH, *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, in 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, 882; ID., *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1021.

[42] ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, 452, spec. 469 ss.; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 127; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 850; FISCH, *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, 878; ID., *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1029, il quale evidenzia come i problemi di agenzia tra gestore e cliente siano ancora più intensi rispetto a quelli normalmente intercorrenti tra azionisti e amministratori, mancando per i primi i consueti rimedi (di *governance* e di mercato) che disciplinano i secondi; nello stesso senso COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1283; BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 214; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 864; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931; STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, 197.

[43] ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 22; evidenzia il conflitto tra clienti e azionisti della s.g.r. STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 798.

[44] L'attuale sistema impone all'investitore istituzionale di stilare una politica volta alla prevenzione e gestione dei conflitti di interesse che possono sorgere, in generale, nel corso del mandato fiduciario ricevuto (artt. 46 ss. reg. Consob – Banca d'Italia 29 ottobre 2007, che rinvia alla Reg. del 231/2013). Più in generale, sulla violazione del *duty of loyality* nel mandato fiduciario tra gestore e cliente v. ampiamente BORDIGA, *Partecipazioni degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 205 ss.; MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, 75 ss.

possibile affermare che nelle scelte relative alle modalità di gestione degli investimenti operati, l'azionista istituzionale potrebbe compiere scelte inefficienti finalizzate ad estrarre dei benefici privati, tra i quali, *in primis* si deve annoverare l'avvio (o il mantenimento) di rapporti commerciali tra l'azionista istituzionale (o altre società del gruppo di appartenenza) e le società partecipate. La decisione di evitare di ingerirsi e soprattutto di criticare l'operato degli amministratori inefficienti (o sleali) è volta pertanto, non necessariamente alla condivisione delle relative politiche, quanto piuttosto alla volontà di non incrinare i rapporti con gli amministratori stessi[45].

Sul punto, peraltro, si deve dar conto di come l'attuale disciplina normativa imponga all'azionista istituzionale di adottare una strategia volta a "*prevenire o gestire ogni conflitto di interesse [con i propri clienti]*[46] *risultante dall'esercizio dei diritti di voto*" (art. 37, co. 2, lett. d), Reg. del. 231/2013/UE), all'evidente fine di evitare che l'utilizzo (o il mancato utilizzo) della *voice* possa esser distorto dal *moral hazard*. Fermo restando, dunque, l'obbligo dell'azionista di adottare i menzionati accorgimenti organizzativi, si deve tuttavia evidenziare come l'obbligo imposto sia di natura prettamente formale, nel senso che la legge non prevede il contenuto sostanziale di tali presidi, sì che gli stessi potrebbero anche essere del tutto inefficienti a scongiurare il rischio che l'esercizio del principale potere di *voice* sia scevro da interessi personali dell'azionista istituzionale.

Oltre a quanto precede, ad avviso di chi scrive, può essere riportato sotto le deviazioni dovute al *moral hazard* (nei confronti dei propri fiducianti) anche un'altra causa dello scarso attivismo degli azionisti istituzionali spesso identificata dalla dottrina: ovvero l'esigenza di guadagnare un vantaggio competitivo nei confronti dei gestori concorrenti, prospettando un rendimento complessivo più alto e offrendo un prodotto ad un prezzo inferiore. Se questo può, *a*

[45] L'affermazione è piuttosto diffusa: cfr. ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, 471; Libro Verde 2011, 15; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1054 ss.; BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 826 il quale tuttavia evidenzia come gli stessi possano, talvolta, essere viceversa uno stimolo (p. 884); CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 870; MAUGERI, *Prefazione*; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 400; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 939; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 133; FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1039; COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1321; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, in 95 *GEO. L.J.*, 2007, 1384; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 103; CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 53.

[46] In dottrina è stato fatto notare come tale presidi abbiano riguardo solo ai conflitti tra gestore e propri clienti, e viceversa non riguardino il rapporto con la società partecipata: CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, relazione presentata al Convegno tenutosi a Bergamo il 28-29 ottobre 2016 "Efficienza del mercato e nuova intermediazioni" e consultata per gentile concessione dell'Autore*;* STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 801. Per alcune precisazioni sul punto, v. *infra*, § 3.2.

prima facie, sembrare nell'interesse degli stessi clienti, in realtà ciò non è là dove si consideri che l'obbiettivo di vincere sulla concorrenza fa sì che l'investitore istituzionale si focalizzi, non sulla massimizzazione *assoluta* del portafoglio titoli, bensì sul rendimento *relativo* dello stesso, ovvero in confronto a quelli conseguiti da altri gestori[47]. In quest'ottica, lo scarso attivismo è stato spiegato alla luce del noto problema del *free riding*. Si è visto, infatti, che i benefici derivanti dall'attivismo di alcuni azionisti producono un'esternalità positiva, che si riverbera anche sull'intera compagine sociale. Se ciò pare essere un effetto irrilevante per gli azionisti comuni, lo stesso non può dirsi per quelli istituzionali, tenuto conto della possibilità che il loro attivismo vada a migliorare, non solo i rendimenti del fondo gestito, ma anche le *performance* di propri *competitors* (presenti nel capitale del medesimo emittente) che non hanno sostenuto i relativi costi. In tal senso, pertanto, l'azionista istituzionale è indotto a rinunciare a partecipare attivamente ad iniziative attiviste che, pur essendo idonee ad incrementare il valore dell'investimento (e del portafoglio gestito), potrebbero risolversi in uno svantaggio competitivo[48].

---

[47] Così GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 889 "the institutions' desire to deliver competitively superior performance for their beneficiaries (pension funds) or *shareholders* (mutual funds) while minimizing costs. This competitive pressure will lead institutions to focus externally and internally on relative performance. Such performance metrics do not readily accommodate much *shareholder activism*, especially performance *activism*, even though it would be in the beneficiaries' (*shareholders*') interest for the institutions to pursue value generation in this way.". Nello stesso senso, KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1052; FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1020; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 133; ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, 473. Ma v. BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 878 che sminuisce tale disincentivo. Sull'influenza dello scenario concorrenziale sull'attivismo v. anche BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 116; ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 22.

[48] Non è mancato chi, *a contrario*, ha ritenuto che la concorrenza tra gestori possa rappresentare uno stimolo all'attivismo degli azionisti istituzionali, ponendosi come antidoto nei confronti di potenziali conflitti di interesse. Più nello specifico è stato evidenziato come la necessità di mostrarsi competitivi e offrire un prodotto migliore, sì da attrarre più risparmio, potrebbe indurre ad una maggiore attenzione alle vicende societarie. Così BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 403. Tuttavia, gli stessi Aa. citati, evidenziano come a tal proposito siano necessarie tre concomitanti condizioni, ovvero che: "(a) gli investitori finali percepiscano il monitoraggio come una cosa positiva, cioè come qualcosa che incrementa il rendimento dell'investimento; (b) nel caso in cui i gestori siano selezionati da altri intermediari (per esempio fondi pensione con assets gestiti esternamente), questi intermediari non siano essi stessi in conflitto d'interessi (alternativamente, il loro opportunismo dovrebbe essere a sua volta limitato da una disciplina di mercato a questo livello); (c) i costi del passaggio da un gestore all'altro per l'investitore finale siano sufficientemente bassi." In realtà, ciò che lascia perplessi è soprattutto la condizione *sub a)*. Si sono già prospettati dubbi sull'effettivo interesse del cliente *retail* all'attivismo del gestore cui affida i propri risparmi: l'obbiettivo della clientela, infatti, è quello di ottenere una certa remunerazione senza doversi interessare di come questa viene prodotta (v. Cap. I, par. 3.1.2.; così anche GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 893). Peraltro, il *focus* sui risultati finanziari prodotti dall'azionista istituzionale, unito all'elevata capacità dei clienti di trasferire facilmente i propri investimenti da un investitore istituzionale all'altro (*sub c*), rende questi ultimi particolarmente attenti ai risultati di breve, il che, come visto, è un altro freno all'attivismo: COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*,

Si pensi all'ipotesi in cui vi siano diversi *index funds* parametrati ai medesimi indici e che, pertanto, abbiano investito nei medesimi emittenti: è chiaro che l'attivismo dispiegato da uno di essi, nella (invero remota) ipotesi in cui riesca a produrre un miglioramento delle *performance* dell'intero indice, andrebbe a beneficio di tutti gli altri *competitors* che abbiano optato per la più economica strategia astensionistica e non abbiano sostenuto i costi dell'intervento[49]. Si capisce, dunque, che in tali scenari, affinché l'attivismo venga implementato risulta necessario che i relativi costi vengano ripartiti equamente tra i diversi azionisti istituzionali, mediante una non facile opera di *coordinamento*[50].

3. La funzione della trasparenza degli azionisti istituzionali tradizionali.

3.1. Portafoglio titoli e *voting strategies* come forme di integrazione trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: la presunzione di attivismo e dialogo extra-assembleare.

1319 e 1324. A ciò si aggiunga, poi, che il disinteresse dei clienti verso l'*engagement* dell'azionista istituzionale nelle società partecipate, porta a ritenere che l'azionista istituzionale faccia fronte al rischio di perdere clienti soprattutto mediante un contenimento dei costi in modo da offrire un prodotto ad un prezzo più basso possibile, il che, ancora una volta ostacola l'attivismo. Ciò soprattutto per quanto riguarda quei fondi che offrono rendimenti simili tra loro: l'esempio emblematico è quello dei i c.d. *index funds* i quali, limitandosi a replicare l'andamento di un determinato indice di mercato (investendo in tutti i titoli appartenenti al relativo paniere), offrono tutti un rendimento praticamente identico, in modo che la competizione tra gli stessi si limita al solo profilo del prezzo. Ma v. BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 880 che allarga il mercato di riferimento a tutti i fondi che utilizzano anche indici diversi o che non usano alcun indice.

[49] Sul problema del *free riding* per gli *index funds*: cfr. BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, dicembre 2002, 401; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 939; PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, 1483; CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 53. Evidenziano il problema, in generale, per ogni *mutual fund*: FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, 1012; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1053; GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 890; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 134; CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, 26; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 869; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*, 226; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1384; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 103. È chiaro, poi, il *free riding* è un ostacolo all'attivismo tanto più significativo quanto più diffusa è l'intermediazione negli investimenti azionari, essendo più alta la probabilità che nel capitale della medesima società siano presenti più *competitors*. Così, ad esempio, sarà maggiormente percepito soprattutto nel sistema americano, ove la maggioranza del capitale degli emittente è da diversi anni ormai nelle mani degli azionisti istituzionali: v. *infra* nt. 137.

[50] Evidenziano come la cooperazione sia uno strumento necessario all'attivismo degli *index funds*: BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 401; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*, 226.

La ricostruzione del ruolo giocato dagli azionisti istituzionali tradizionali nell'ambito della *governance* delle società partecipate consente, a questo punto, di tentare di fornire una spiegazione dell'attuale disciplina normativa che impone a tale specifica tipologia di soci il rispetto di forme di trasparenza parzialmente differenti rispetto a quelle degli azionisti comuni.

In primo luogo, è bene ricordare che anche gli azionisti istituzionali tradizionali sono tenuti alla trasparenza *ex* art. 120 T.u.f.: tuttavia ciò non pare porre particolari problemi interpretativi. La gestione collettiva del risparmio integra semplicemente una particolare forma di separazione tra titolarità e legittimazione, tale per cui mentre la partecipazione viene imputata ad uno o più fondi di investimento (che ne sopportano il rischio), la società di gestione (pur non essendo, come visto, il *residual claimant*) risulta legittimata, non solo ad esprimerne il voto, ma altresì a disporre dell'investimento stesso: cumulando in capo suo tanto l'*investment power* quanto la *voting discretion*. In tal senso si giustifica dunque l'obbligo di comunicazione della S.g.r. delle partecipazioni rilevanti gestite a prescindere dalla relativa attinenza a diversi fondi di investimento.

Tuttavia, l'attuale art. 119-*bis*, co. 7, RE consente alle S.g.r. di comunicare le partecipazioni gestite soltanto là dove raggiungano soglie di rilevanza più elevate (5%) rispetto a quelle previste per gli azionisti comuni (3%). Sul punto, non pare potersi condividere quella dottrina – invero non più molto recente – secondo cui tale esenzione si giustificherebbe semplicemente alla luce della natura dell'attività di gestione in monte del risparmio, quasi che questa non implicasse un coinvolgimento nelle dinamiche di *governance*[51]. Si è visto, infatti, che gli azionisti istituzionali tradizionali, pur se normativamente esclusi dal controllo e confinati ad essere soci di minoranza, possono (e debbono) senz'altro svolgere una proficua attività di monitoraggio nei confronti delle società partecipate ed intervenire là dove la *voice* sia lo strumento che meglio tuteli gli interessi dei propri clienti. Piuttosto, tenuto conto che, come visto, la *disclosure ex* art. 120 T.u.f. contiene una presunzione astratta di attivismo, l'innalzamento delle soglie di trasparenza si giustifica con la semplice constatazione delle maggiori difficoltà che gli azionisti istituzionali incontrano nell'intervenire nella *governance*, rispetto a quelli comuni. Si è visto, infatti, che l'elevata diversificazione tipica di tali operatori, se, da un lato, è in grado di ridurre i rischi (di perdita) connessi all'investimento azionario, dall'altro lato, annacqua gli utili prodotti da singoli pacchetti azionari, che potrebbero non impattare in maniera percepibile sul

[51] Così GIANNELLI, *Sub art. 120*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario* diretto da Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, 778 "*questo trattamento preferenziale trova fondamento nella particolare attività tipica di tali intermediari, spesso caratterizzata dalla movimentazione di un notevole numero di pacchetti azionari rappresentanti ridotte percentuali del capitale di società quotate. Ne consegue che le agevolazioni rispetto al regime ordinario degli obblighi di comunicazione ex art. 120 co. 2, non potranno trovare applicazione ove l'acquisto di una partecipazione rilevante inferiore al 5% non fosse effettuato ai fini dell'esercizio dell'attività di gestione del risparmio, ovvero ove non fosse neutrale sugli assetti di controllo della società partecipata*" nello stesso senso PAOLUCCI, *Sub art. 120*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2001, 60.

valore dell'intero portafoglio gestito, disincentivando così l'attivismo. In altre parole, l'esenzione in parola, riflette la considerazione secondo cui a parità di investimento effettuato, l'accentuata diversificazione degli investimenti rende la strada interventista meno probabile di quanto non appaia agli occhi di un azionista comune che concentri le proprie ricchezze in un'unica partecipazione societaria.

Ciò di cui si potrebbe dubitare è l'effettiva attendibilità di una presunzione di attivismo che si basi esclusivamente sull'ammontare della singola partecipazione azionaria[52]: in quanto, se questo è l'unico elemento che viene preso in considerazione dall'azionista comune al fine di valutare la convenienza dell'esercizio dei propri diritti sociali, lo stesso non può dirsi avendo riguardo agli azionisti istituzionali, stante la complessa struttura degli incentivi alla *voice* di cui si è dato conto nei paragrafi che precedono[53]. In tal senso, si potrebbe sostenere che una disciplina che volesse maggiormente rispecchiare i reali condizionamenti *fisiologici* che l'azionista istituzionale subisce nel suo attivismo avrebbe dovuto imporre un sistema di trasparenza diversificato a seconda del livello di incidenza della singola partecipazione in relazione all'ammontare del fondo gestito, sì da render trasparenti solo quelle partecipazioni in grado di alterare l'andamento dell'intero portafoglio e, dunque, per le quali l'attivismo può effettivamente rappresentare una strategia perseguibile (ad esempio prevedere un obbligo di comunicazione per tutte le partecipazioni azionarie superiori al 3% del capitale votante e che rappresentino almeno l% degli attivi del fondo)[54]. In realtà, non si può non vedere come un simile sistema risulterebbe oltremodo complicato e, inoltre, mancherebbe di tenere in considerazione l'ulteriore funzione che svolge la *disclosure ex* art. 120 T.u.f., ovvero quello di far conoscere – accanto agli assetti di potere - gli assetti proprietari degli emittenti al fine di consentire lo sviluppo del mercato del controllo. Oltre a ciò, si deve evidenziare che ogni presunzione normativa implica necessariamente un qualche grado di semplificazione della realtà, ciò che conta è che la stessa non si fondi su criteri irragionevoli. Ciò non è, tuttavia, per quanto riguarda la struttura della presunzione *ex* art. 120 anche là dove riferita ad azionisti istituzionali. Infatti, anche per questi ultimi l'ammontare della partecipazione gestita continua a rappresentare uno degli elementi

[52] ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 22 "*the name of an institutional investor provides limited guidance about the character and degree of their ownership engagement.*".

[53] EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shorterm: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 937.

[54] Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui la Sgr gestisca per il fondo X una partecipazione (votante) pari al 5% del capitale della società Y. Si pongano ora due scenari diversi: *i)* nel primo tale partecipazione rappresenta il 10% dell'intero patrimonio del fondo, mentre la restante parte è ripartita in centinaia o migliaia di altri infinitesimali investimenti; *ii)* nel secondo la medesima partecipazione rappresenta una percentuale infinitesimale del patrimonio totale del fondo, alla quale si affiancano investimenti di valore decisamente più ragguardevole. È chiaro come, pur in presenza della medesima partecipazione sociale, la probabilità che l'azionista istituzionale si dedichi all'attivismo è decisamente più alta nello scenario *sub i)* rispetto all'ipotesi *sub ii).*

principali che influenza la scelta tra *voice* o *exit*[55] e resta, comunque, il dato principalmente tenuto in considerazione dagli amministratori e dagli altri azionisti al fine di valutare i rapporti di potere in essere nell'emittente considerato.

Piuttosto, là dove si vogliano formulare previsioni maggiormente attendibili sulla possibilità di attivismo il sistema offre altri specifici obblighi di *disclosure* che si affiancano ed integrano l'informazione ricavabile *ex* art. 120 T.u.f., ovvero: il portafoglio titoli e le *voting strategies*.

Partendo dall'informazione sul portafoglio titoli, questa consente di capire l'impatto che la singola partecipazione azionaria dispiega sul valore complessivo del fondo. Si ricordi, infatti, che in tale informativa devono essere indicati i 50 principali strumenti finanziari (indicati in ordine decrescente di valore) e, in ogni caso, tutti quelli che impiegano almeno lo 0,5% degli attivi del fondo. In tal modo, dunque, incrociando l'informativa *ex* art. 120 T.u.f., che dà conto della possibilità di esercitare un potere significativo nell'emittente, con l'informazione sul portafoglio titoli, dalla quale emerge la capacità dell'investimento in questione di incidere sull'andamento globale del patrimonio gestito, è possibile avere un quadro più preciso dell'astratta probabilità che l'azionista istituzionale si dedichi allo *shareholder activism*[56]. In tal senso, peraltro, sembra possibile altresì superare le critiche di quanti hanno ritenuto che il lungo termine di dilazione con cui l'informazione in questione viene comunicata al mercato renderebbero la stessa inutile in quanto tardiva[57]. Infatti, al fine di valutare l'importanza della singola partecipazione in rapporto all'intero fondo di investimento ciò che rileva non è avere a disposizione una lista aggiornata degli investimenti in essere ad una certa data, ma solo essere nelle condizioni di comprendere se lo specifico titolo azionario rientri nella "top 50" che il nostro legislatore impone di comprendere nell'elencazione in questione. Peraltro, è chiaro che eventuali variazioni *medio tempore* intervenute sulla specifica partecipazione sono facilmente ricavabili dall'informativa *ex* art. 120 T.u.f.

Piuttosto, ciò che risulta ingiustificato è il diverso livello di trasparenza cui viene sottoposto il portafoglio titoli a seconda che l'azionista istituzionale gestisca un fondo Oicvm o un Fia non riservato (quindi un fondo alternativo non speculativo). Si è visto, infatti, che mentre il portafoglio titoli in cui sono investiti i primi è pubblico (art. 2, D.m. 30/2015), quello relativo ai secondi viene offerto solo alla relativa clientela (art. 3, D.m. 30/2015), sì da risultare sottoposto ad una trasparenza più "debole". Tuttavia, tanto i gestori di fondi Oicvm quanto i gestori di Fia

[55] V. *supra* nt. 30.

[56] Tornando all'esempio precedente (v. nt. 55), con l'informativa *ex* 120 T.u.f. si avrà contezza della partecipazione rilevante in Y gestita dalla S.g.r. e confluita nel fondo X, mentre grazie al portafoglio titoli di quest'ultimo, si informa sullo scenario (*sub i)* o *sub ii*)) in cui tale partecipazione si colloca.

[57] Per la disciplina interna v. *supra* Cap. 1, par. 2.4., e per il dibattito americano in tema di dilazione del portafoglio titoli v. Cap. 1, par. 2.1.2.

non riservati, appartengono alla categoria degli azionisti istituzionali "tradizionali", che si rivolgono ad una clientela *retail* fornendo un servizio di diversificazione. Anche i Fia non riservati rispondono, dunque, alle stesse logiche degli Oicvm e se ne differenziano solo per la possibilità di innalzare (entro certi limiti) il grado di rischio del prodotto offerto alla clientela[58]. Agli stessi, infatti, viene estesa la medesima disciplina degli Oicvm salvo, semplicemente, la possibilità di ridurre parzialmente il livello di diversificazione, che rimane pur sempre elevato (Titolo V, Cap. III, Sez. III, *§* 1, Reg. BI 2015). In altre parole, la (limitata) maggiore libertà dei Fia non sembra poter giustificare, ad avviso di chi scrive, una minore trasparenza in punto di divulgazione del portafoglio titoli, atteso che la (pur sempre) necessaria diversificazione del fondo incide sulle scelte di attivismo dell'azionista istituzionale. Peraltro, che si tratti di una ingiustificata disparità di trattamento pare emergere dall'analisi comparatistica condotta nel Cap. 1, ove si è dato conto di come negli USA, gli unici ad essere sottratti alla trasparenza sulla composizione del portafoglio (salvo per quanto riguarda la Section 13(f)) risultano essere gli *hedge funds*. Il difetto, dunque, sembra essere dovuto ad un approccio *one size fits all* che il legislatore (interno e unionista) ha adottato per tutte le categorie di gestori di fondi diversi dagli Oicvm, che non consente di apprezzare le significative differenze che gli stessi possono presentare tra loro, sia avendo riguardo alla tutela dei clienti, sia in relazione alle implicazioni di *governance* che gli stessi dispiegano.

Passando, invece, all'informativa sulle strategie di voto, questa consente di affinare la presunzione di attivismo *ex* art. 120 T.u.f. là dove dà conto di come l'azionista istituzionale determina "*quando e come vadano esercitati i diritti di voto*" (artt. 37 del Reg. del. 231/2013/UE richiamato per i gestori di Oicvm dall'art. 34 Reg. cong. Consob-B.I. 2015). Sul punto pare necessaria una notazione preliminare: la strategia di voto non indica le "intenzioni" dell'azionista istituzionale rispetto alla singola partecipazione gestita alla stregua di quanto previsto della Rule 13-d nell'ordinamento americano, ma rappresenta una sorta di linea guida che dirige trasversalmente l'intervento nelle diverse società partecipate. Si tratta, in sostanza, di un'informazione generale ed astratta, che tuttavia consente di sapere in anticipo: *i)* le condizioni in presenza delle quali (ovvero "quando") l'azionista istituzionale esercita la *voice* nelle società partecipate; nonché – e ciò è l'aspetto che distingue maggiormente dagli altri azionisti – *ii)* "come" il voto viene esercitato.

Partendo dal profilo *sub i)* non si può non vedere come l'informazione in questione, indicando i criteri in base ai quali l'azionista istituzionale seleziona i casi in cui ritiene sensato dedicarsi allo *shareholder activism*, si pone in perfetta sintonia con la presunzione astratta di attivismo contenuta nell'art. 120 T.u.f., consentendo di operare valutazioni più precise. Tenuto

[58] Così CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

conto della complessità della struttura degli incentivi all'attivismo tipica di tali operatori, dunque, il sistema ha imposto agli stessi di spiegare apertamente le circostanze che vengono in rilievo al fine della scelta a favore dell'intervento.

Qualche parola in più, invece, merita di essere spesa avendo riguardo al profilo *sub ii)* sopra indicato, ovvero al "come" il voto verrà esercitato. Sul punto, pare possibile affermare che le strategie di voto debbano specificare, non tanto (o almeno non solo) le modalità tecnico-procedurali che l'azionista istituzionale utilizzerà per esprimere il voto (voto a distanza, delega di voto, ricorso a *proxy advisors* ecc.), quanto piuttosto i principi sostanziali e gli orientamenti generali che ispirano la scelta della direzione da imprimere al voto, avendo riguardo alle specifiche materie che si pongono all'ordine del giorno (es. *corporate social responsability*, misure difensive, voto sulle cariche sociali, operazioni straordinarie ecc.)[59].

In buona sostanza, la strategia di voto integra una dichiarazione unilaterale con cui l'azionista istituzionale, pur senza aver riguardo allo specifico emittente, fa conoscere *ex ante*, non solo il proprio generale interesse di fronte a determinate materie (aspetto questo che sembra più attinente al "quando" dell'attivismo), ma altresì le linee guida che seguirà nel determinare se esprimere voto favorevole o contrario alle proposte attinenti a determinate materie. Si capisce, che tale profilo è l'aspetto che maggiormente distanzia l'azionista istituzionale rispetto a quello comune, imponendo solo per i primi una trasparenza volta a far emergere non solo l'*an* dell'attivismo ma altresì il *quomodo*.

Si tratta, peraltro, da una disparità di trattamento che, ad avviso di chi scrive, si spiega alla luce di due distinte osservazioni: da un lato, la *natura finanziaria* degli azionisti istituzionali che, come si avrà modo di approfondire nel prosieguo[60], rende tali azionisti portatori di interessi nell'affare sociale parzialmente diversi rispetto a *blockholders* "imprenditori"; dall'altro lato, la *natura professionale* degli stessi, che li rende azionisti sempre informati sui maggiori eventi aziendali ancorché "reticenti". In buona sostanza, le peculiarità appena indicate fanno sì che per agevolare il dialogo tra azionisti – che la trasparenza sull'azionariato è generalmente volta a consentire – siano necessarie ulteriori informazioni rispetto a quelle ricavabili dalla trasparenza imposta agli azionisti comuni. Sotto il primo punto di vista (natura finanziaria), rinviando al prosieguo del presente lavoro ulteriori approfondimenti, giova fin da subito osservare come l'informazione sulle strategie di voto consente di agevolare e semplificare il dialogo tra azionisti

[59] Sotto la vigenza dell'art. 32 del Reg. cong. Banca d'Italia-Consob le strategie di voto erano intese come documenti meramente procedurali i quali avrebbero potuto (ma non dovuto) contenere gli orientamenti di voto: STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti,* 805. Tale interpretazione si fondava sul dato letterale della menzionata disposizione, la quale non faceva riferimento al "come" votare, ma chiedeva di indicare "*le procedure da seguire e le misure da adottare per […] valutare le modalità e i tempi per l'eventuale esercizio dei diritti di intervento e di voto, sulla base di un'analisi costi-benefici che consideri anche gli obiettivi e la politica di investimento dell'OICR*.".

[60] V. *infra* § 4.2.

appartenenti a mondi diversi, consentendo di far emergere i punti di contatto tra interessi ontologicamente differenti[61]. Sotto il secondo punto di vista (natura professionale), lo sviluppo e la divulgazione delle strategie di voto fornisce ai promotori di iniziative "*firm specific*" (soci o amministratori) un dato di sicuro interesse al fine di avviare un confronto costruttivo con l'azionista istituzionale che si sia dichiarato interessato alla materia in questione e abbia già manifestato le proprie preferenze. In altre parole, la trasparenza in questione è uno strumento che facilita quel dialogo informale extra-assembleare che si è visto essenziale al fine di arginare il *moral hazard* dei controllori[62] e che viene auspicato anche a livello di autodisciplina dal Principio n. 4 del Codice di Stewardship Assogestioni, ove si afferma che "*Le Società di gestione valutano, se del caso, l'ipotesi di una collaborazione con altri investitori istituzionali, ove ciò risulti adeguato"*[63].

Quanto precede è di particolare importanza essendo il meccanismo mediante il quale le *voting strategies* agevolano lo *shareholder activism* degli azionisti istituzionali "tradizionali". Si è visto, infatti, come tali operatori non hanno le competenze per sviluppare unilateralmente proposte idonee a migliorare l'efficienza delle società partecipate, ma prendono posizione sulle iniziative altrui fornendo alle stesse il proprio sostegno là dove, chiaramente, considerate meritevoli di condivisione. È dunque agevolando il contatto tra gli azionisti istituzionali e i soci attivisti, che le *voting strategies* incentivano lo *shareholder activism* degli azionisti istituzionali "tradizionali". In buona sostanza, a differenza di quanto si è visto nel primo capitolo (e si è già ampiamente criticato) queste non consentono di trasformare tali operatori da passivi ad attivi, sottoponendoli ad un alquanto improbabile monitoraggio da parte dei relativi clienti, ma li espongono alle richieste di adesione a proposte provenienti da altri *blockholders*. Peraltro, là dove

[61] Sulla possibilità di distinguere l'azionista di minoranza "istituzionale" dall'azionista di minoranza (qui definito) "comune" v. ad esempio, MONTALENTI, *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, 990. Evidenzia la diversa natura degli investimenti industriali da quelli finanziari, CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 15 e nt. 3; ANGELICI, *La "record date"*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di Maugeri, Milano, 2015, 75. Più in generale, per la notazione secondo cui gli interessi sociali degli azionisti possono essere diversi, non si può non richiamare JEAGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *passim*; STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, 196 "*compito della corporate governance [è] quello di trovare un efficiente contemperamento tra i diversi possibili interessi che fanno capo alla società*".

[62] Affermano la capacità delle strategie di voto di agevolare la collaborazione tra azionisti: SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, Novembre 2010, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=1434144, 33; PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*,1486. In tal senso sulla proposta normativa attualmente pendente in UE, BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement*; CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*.

[63] In realtà non è chiaro perché il confronto venga auspicato con altri investitori istituzionali e non altresì con azionisti rilevanti comuni. Una tale limitazione, peraltro, non è contenuta nel Codice di Stewardship inglese (al quale il nostro Codice si ispira) il quale in modo più generale, al Pinciple 5 statuisce che "*institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate*".

nel capitale sociale siano presenti due o più azionisti istituzionali in concorrenza tra loro, le strategie di voto rappresentano uno utile strumento che agevolano quel coordinamento tra gli stessi necessario per superare l'ostacolo all'intervento derivante dal *free riding*[64].

Ciò premesso è opportuna altresì un'altra notazione. Lo stesso Principio 4 del Codice di Stewardship italiano, appena citato, chiede che nell'avviare il dialogo, l'azionista istituzionale presti "*particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto.*". Tale ultimo profilo risulta di particolare delicatezza, atteso che dall'integrazione della fattispecie di azione concertata *ex* art. 101-*bis* T.u.f., conseguirebbe l'obbligo di lancio di un'opa e il conseguente rischio per l'azionista istituzionale "tradizionale" di superare i limiti partecipativi imposti dalla normativa vigente. In realtà, fuori dai casi di specifica esclusione contenuti nell'art. 44-*quater*, co. 2, RE, non è agevole distinguere tra la raccomandata collaborazione tra azionisti e la fattispecie dell'azione in concerto[65] e tale incertezza rappresenta una sicura remora allo *shareholder activism*[66], aggravando i problemi di azione collettiva. Non è questa la sede per risolvere tale problema interpretativo, tuttavia, là dove il dubbio in concreto si ponga, si può far notare come la divulgazione degli orientamenti sul "come" l'azionista istituzionale voterà, potrebbe consentire allo stesso di far conoscere le proprie preferenze agli altri soci, *a prescindere da ogni contatto diretto con gli stessi*, influenzando la *governance* pur mantenendo una sorta di "distanza di sicurezza". Ma fuori dallo specifico problema dell'azione in concerto, non si può non vedere come, più in generale, la divulgazione di tali orientamenti abbia il pregio di consentire ai promotori di iniziative di *governance* o di *business* (azionisti e/o *management*) la possibilità di predisporre le stesse tenendo conto delle preferenze degli azionisti istituzionali, evitando così il rischio di provocarne la reazione negativa (in termini di *exit* o di *voice*), cui potrebbe conseguire una fuga anche da parte di altri azionisti e il deprezzamento del titolo.

---

[64] V. *supra*, § 2.3. e nota 50.

[65] Per alcuni tentativi di ricostruire i confini precisi della fattispecie v. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, I, 2014, 754; MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e « azione di concerto »*, in *Riv. soc.*, 2013, 118; GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione in concerto nella s.p.a quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 3, 2097 ss.; GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di Maugeri, Milano, 2015, 109 ss.

[66] La possibilità di ricadere nella incerta nozione di "azione in concerto" rappresenta un disincentivo alla collaborazione tipico di tutti gli azionisti (v. gli AA. citati alla nota precedente), che tuttavia viene ulteriormente aggravato per quelli istituzionali "tradizionali" tenuto conto del rischio di superare i limiti partecipativi di cui si è dato conto: cfr. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, 500; BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 406 e 425; MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, 106; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 874; BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 245; GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, 114 ss.

Da quanto precede si apre, peraltro, la necessità di capire cosa accada là dove l'azionista istituzionale decida di esercitare la propria *voice* in contrasto con gli orientamenti contenuti nelle politiche in questione, opponendosi a proposte che sarebbero in realtà coerenti con gli stessi. Si pensi, ad esempio, al caso in cui l'azionista istituzionale abbia manifestato nella propria politica di voto la sua contrarietà verso misure difensive, e successivamente assuma una posizione (inaspettatamente) contraria alla proposta di rimozione delle stesse in uno specifico emittente. In base a quanto affermato precedentemente, è possibile ritenere che le linee che l'azionista istituzionale ha dichiarato di seguire nell'esercizio della *voice* creino una legittima aspettativa a che lo stesso non assuma posizioni opposte rispetto a quanto sancito nei citati documenti. Ciò non significa che l'azionista istituzionale sia tenuto a rispettare pedissequamente quanto stabilito in via generale e astratta nelle *voting strategies*, né che in presenza di proposte rientranti nelle stesse debba senz'altro attivarsi. Piuttosto pare possibile affermare che là dove voglia esercitare il proprio attivismo in contrasto con quanto in esse previsto, al fine di non ledere il legittimo affidamento dalle stesse ingenerato, debba preventivamente dar conto delle ragioni per cui abbia deciso di discostarsi dai menzionati orientamenti[67].

3.2. (Segue) Portafoglio titoli e strategie di voto come forme di integrazione della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti: l'individuazione dei centri in cui si annida il rischio di *moral hazard*.

Nel capitolo che precede si è dato conto di come la trasparenza sulle partecipazioni rilevanti rappresenti lo strumento (ancorché non adeguatamente aggiornato alle innovazioni del mercato) mediante il quale è possibile individuare i centri in cui si annida il rischio di *moral hazard*, ovvero di identificare quegli azionisti che sono nelle condizioni di poter utilizzare il potere sociale per estrarre benefici privati[68]. Più nello specifico, si è visto come la disciplina normativa sia stata in origine pensata al fine di far emergere quelle divaricazioni tra potere e rischio che possono indurre l'azionista rilevante a perseguire interessi extrasociali. In tal senso, gli azionisti istituzionali, non essendo dei *residual claimants*, e pertanto non subendo un

[67] Ritiene necessaria la spiegazione degli scostamenti da tale politica, STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 809; SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, in *New York University, Law & Economics Research Paper*, 2006, 39; e in relazione alla proposta di direttiva attualmente pendente v. BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 251. Si badi, tuttavia, che tali autori, fondando la *disclosure* in questione sull'esigenza di tutela del cliente, spesso giungono alla conclusione che le spiegazioni degli scostamenti dalla politica di voto debbano essere fornite *ex post*, ovvero solo dopo che il voto è stato espresso. Seguendo l'idea secondo cui tali politiche siano più utili in una prospettiva societaria e ineriscano ai rapporti tra azionisti nonché tra azionista istituzionale e emittente, pare più convincente ritenere che l'intenzione di discostarsi dalle strategie debba avvenire *ex ante*.

[68] V. *supra* Cap. 2, § 5.4.2.

pregiudizio diretto dall'andamento negativo dell'investimento operato, rappresentano una categoria di soci particolarmente esposta al menzionato rischio. Ciò chiaramente non significa parificare l'azionista istituzionale ad un *empty voters*, gravando in capo suo l'obbligo fiduciario di perseguire gli interessi dei propri clienti che, tendenzialmente (ma vedi *infra*) si pongono in linea con l'interesse sociale, ovvero si risolvono nella valorizzazione del portafoglio gestito per il tramite della valorizzazione delle singole partecipazioni in esso contenute. Tuttavia, si è visto come la relazione di agenzia esistente tra gestore e beneficiario, sposta ad un altro livello il rischio di *moral hazard*, sì che il primo potrebbe utilizzare il proprio potere per finalità diverse rispetto a quelle per le quali gli è stato conferito il mandato fiduciario.

Sul punto, già si è dato conto di come l'azionista istituzionale potrebbe preferire un atteggiamento astensionistico (in violazione ai propri doveri fiduciari) al fine di sviluppare o mantenere rapporti commerciali con l'emittente partecipato[69] o, potrebbe essere condizionato dalla volontà di non inficiare le relazioni in essere tra quest'ultimo e le proprie società controllanti o sorelle. In realtà, sotto un profilo prettamente societario una simile situazione non pare avere qualche rilevanza, atteso la generale libertà dei soci nel compiere le proprie decisioni relative all'*an* dell'intervento. Piuttosto, in una prospettiva di corretta *governance* deve essere tenuto in considerazione il rischio che gli interessi extrasociali propri dell'azionista istituzionale conducano lo stesso ad un uso distorto della propria *voice*, volto a sostenere in maniera acritica gli amministratori, anche là dove sleali o inefficienti, oppure addirittura al fine di pregiudicare un dato emittente a favore di altri soggetti variamente legati alla s.g.r. Si capisce, dunque, che in tali ipotesi la slealtà del gestore nei confronti dei propri clienti si riverbera negativamente anche a livello societario[70].

Quanto precede consente di individuare l'interesse dell'emittente e dei suoi *blockholders* verso quei presidi che l'azionista istituzionale è tenuto ad adottare al fine di "*prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto*" contenuti nelle *voting strategies* (art. 37, co. 2, lett. d), Reg. del. 231/2013/UE). Si tratta, come visto, di misure che

[69] Avendo riguardo ai rapporti commerciali tra l'azionista istituzionale e l'emittente si deve sottolineare come questi siano destinati a sfuggire dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate del Reg. Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, tenuto conto che il divieto di controllo e di influenza imposto al gestore impediscono allo stesso di poter esser qualificato come "parte correlata", la quale, ai sensi della definizione contenuta nell'All. 1 del menzionato regolamento, include il socio soltanto là dove "direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti". Sul concetto di parte correlata, v. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2014, 447 ss.

[70] Sottolineano le ripercussioni sugli emittenti dei conflitti di interesse tra gestore e clienti COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 315; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931 ss.

vengono declinate unilateralmente dall'azionista istituzionale, senza che a livello normativo sia previsto alcunché circa il relativo contenuto, sì che potrebbero non essere *ex sé* sufficienti a sventare il rischio che l'azionista istituzionale eserciti la sua *voice*, non al fine della valorizzazione della partecipazione gestita, quanto piuttosto per propri interessi personali.

Ciò premesso, pare opportuno rispondere ad una possibile obiezione a quanto appena affermato. Si potrebbe infatti sostenere che l'informativa sulle *voting strategies*, ometterebbe di render conto di uno dei profili maggiormente significativi a livello societario, ovvero l'ipotesi in cui l'azionista istituzionale *in attuazione del suo mandato fiduciario*, eserciti la propria *voice* in senso contrario all'interesse sociale[71]. In altre parole, la *disclosure* appena indicata non consentirebbe di far emergere quei casi in cui gli stessi interessi del fondo gestito (e dunque dei clienti dell'azionista istituzionale) potrebbero condurre all'esercizio del voto *contra societate*. Ed effettivamente non si può negare che si tratti di una situazione tutt'altro che infrequente, attesa l'elevata possibilità che l'azionista istituzionale sia contemporaneamente presente nel capitale di due società con interessi opposti tra loro[72], sì che lo stesso - nel fare gli interessi dei propri clienti - potrebbe appoggiare un'operazione dannosa (o ostacolare il compimento di un'operazione proficua) per l'emittente, là dove questa possa parallelamente incrementare (o deprimere) il valore di un altro titolo a cui il fondo gestito risulta maggiormente esposto[73]. Si tratta, come la dottrina non ha mancato di far notare, di una particolare ipotesi di *empty vote*, dove, avendo riguardo ad una precisa operazione societaria, l'interesse sotteso ad un investimento viene stornato dal maggiore interesse nutrito nei confronti di un altro investimento che si pone come una sorta di posizione corta[74].

Ora, per rispondere a tale obiezione è necessario, anzitutto, ricordare che la trasparenza sull'azionariato (*ex* art. 120 T.u.f.) non è funzionale a far emergere gli specifici voti espressi in confitto, né consente di venire a conoscenza del preciso interesse che l'azionista nutre nei

[71] Per l'affermazione secondo cui le *voting strategies* avrebbero riguardo solo ai conflitti tra gestore e propri clienti, viceversa non riguardino il rapporto con la società partecipata: CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate;* STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 804.

[72] Per tali ipotesi, v. BORDIGA, *Partecipazioni degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 218; COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 323. In realtà, non è detto che debba necessariamente trattarsi di un titolo azionario: è ben possibile infatti che il fondo abbia una significativa esposizione anche ad altre tipologie di prodotti finanziari. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui vi sia un massiccio investimento in un titolo obbligazionario emesso da una società che rischia il *default*, la quale sta per essere acquisita o incorporata da un'altra società *in bonis* di cui l'azionista istituzionale è socio.

[73] Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui l'azionista istituzionale sia chiamato ad esprimere in assemblea il proprio voto su operazioni gestorie *ex* art. 2364, n. 5, c.c. (l'esempio è tratto da BORDIGA, *Partecipazioni degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 218 nt. 38), oppure ad un'operazione di fusione in cui siano coinvolte due società partecipate e strutturate in modo da risultare benefiche per un emittente e delterie per l'altro.

[74] HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, 811.

confronti di una data delibera, bensì, più semplicemente, dà conto dei centri in cui si annida l'*astratto rischio* che l'azionista possa esser latore di interessi extrasociali, sì da consentire valutazioni di carattere meramente probabilistico. In tal senso, dunque, l'obiezione che volesse far notare come l'informativa sulle *voting strategies* non sia funzionale a rendere edotti gli altri azionisti dell'interesse confliggente di cui risulta portatore l'azionista istituzionale nei confronti di una *concreta* e specifica operazione sociale, sarebbe semplicemente mal posta. Per riportare l'obiezione sul corretto piano di indagine, si dovrebbe piuttosto rilevare che se per gli azionisti comuni, il *moral hazard* è tipicamente connesso alle deviazione dal *one share one vote*, per gli azionisti istituzionali si aggiunge altresì il rischio che gli stessi risultino contemporaneamente presenti nel capitale di due emittenti in conflitto, e che questo non possa essere desunto dalla trasparenza specificamente imposta agli azionisti istituzionali. Tuttavia ciò non pare vero. Innanzi tutto, è chiaro che tale rischio dipende dal livello di diversificazione del portafoglio: tanto più alta è la quantità di titoli gestiti, tanto più alta sarà la probabilità che l'azionista si trovi contemporaneamente presente nel capitale di più emittenti in conflitto tra loro. In tal senso, è di particolare aiuto l'informazione relativa al portafoglio titoli, di cui rileva, ancora una volta, non la precisa composizione in essere alla data di una specifica adunanza, quanto piuttosto la quantità di titoli rilevanti che mediamente l'azionista istituzionale detiene in portafoglio, indicativo della probabilità si realizzi l'evenienza che ci occupa. E a tal proposito non si può che richiamare le critiche già mosse sulla (ingiustificata) maggiore riservatezza che è stata accordata ai Fia (aperti o chiusi) non riservati, rispetto ai fondi Oicvm.

Ma oltre al portafoglio titoli, ad avviso di chi scrive, anche le stesse *voting strategies* dovrebbero espressamente prender posizione sul punto. Infatti, sostenere che in presenza di un conflitto tra fondo e società, l'azionista istituzionali debba senz'altro votare *contra societate* è semplicemente sbagliato, attesa la possibilità che il voto in conflitto attivi il rimedio *ex* art. 2373 c.c. esponendo il fondo stesso alle richieste risarcitorie della società[75]. Si può pertanto affermare che le *voting strategies*, là dove richiedono di specificare "come" l'azionista istituzionale garantisce che il voto venga espresso in modo da non pregiudicare gli interessi dei beneficiari, dovrebbero tener conto anche delle ipotesi in questione. In altre parole, fermo restando che (a differenza di quanto si vedrà per gli *hedge funds* che assumano il controllo) le misure organizzative contenute nelle strategie di voto non debbono *prevenire* il rischio che si realizzi un conflitto di interesse endosocietario, sembra possibile ritenere che le stesse debbano individuare le regole volte a *gestirlo* ovvero, indichino in via generale ed astratta l'atteggiamento che l'azionista istituzionale terrà là dove l'interesse del fondo si ponga in insanabile contrasto con quello sociale.

[75] Uno spunto in GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, 316.

Ciò premesso, ci si può chiedere se, data l'ontologica maggiore esposizione degli azionisti istituzionali al rischio di *moral hazard* endosocietario, non possa pensarsi alla sussistenza di un obbligo informativo più stringente che, integrando le informative di cui sopra, li costringa a palesare alla singola società partecipata e ai relativi soci la sussistenza di un *concreto* interesse in conflitto[76] verso una specifica deliberazione, in modo da consentire l'eventuale attivazione del rimedio all'uopo previsto dall'art. 2373 c.c.[77].

A favore della sussistenza di un siffatto obbligo di *disclosure* si è peraltro espressa una certa dottrina, la quale lo ha desunto dal più generale dovere per le s.g.r. di operare "con diligenza, correttezza e *trasparenza* nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'*integrità del mercato*" (art. 35-*decies*, T.u.f.)[78].

---

[76] A tal fine, come visto, non sono di ausilio le *voting policies*. Ma lo stesso giudizio deve esprimersi anche avendo riguardo all'informativa sul portafoglio titoli, la quale non consente di sapere con certezza se, al momento in cui l'azionista istituzionale ha espresso il voto, egli era socio anche della società in conflitto. Si è visto, infatti, che l'informativa sul portafoglio titoli si limita a scattare una foto degli investimenti in essere alla data di chiusura del periodo di riferimento. Ne deriva anzitutto la possibilità che l'investimento in conflitto non appaia mai dalle menzionate informative, atteso che dalle stesse sfuggono quei titoli acquistati e venduti nel lasso di tempo intercorrente tra una *disclosure* e l'altra. Fuori da queste ipotesi, in ogni caso, il fatto che l'ultima informativa precedente alla assemblea in questione riportasse la presenza dell'investitore nel capitale dell'altro emittente non è *ex sé* sufficiente a provare che il voto è stato espresso in conflitto, attesa la possibilità che l'azionista istituzionale abbia provveduto a dismetterlo prima della data di celebrazione dell'assemblea. Viceversa, l'indicazione del titolo in conflitto nella prima comunicazione successiva all'adozione della delibera in questione, ancora una volta, non esclude che l'investimento sia stato posto in essere a seguito della stessa, sì che il voto non è stato espresso in conflitto. Oltre a quanto precede, si deve poi dar conto di come la scarsa frequenza e l'ampia dilazione dell'informativa in questione non consentirebbe neanche la possibilità di scoprire il menzionato conflitto in tempo utile all'attivazione del rimedio *ex* art. 2373 c.c.

[77] In realtà, è stato fatto notare come si tratti di un rimedio che ben difficilmente potrà trovare applicazione pratica, tenuto conto che gli stringenti limiti partecipativi cui sono sottoposti gli azionisti istituzionali "tradizionali", rendono piuttosto remota la possibilità che il relativo voto possa essere "determinante" *ex* art. 2373 c.c. ai fini dell'adozione della delibera (BORDIGA, *Partecipazioni degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 219 nt. 38; TEDESCHI, *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni*, 229 e 262 nt. 54.). A ciò si aggiunga, inoltre, che il rimedio demolitorio *ex* art. 2373 c.c. nella prassi ha trovato concreta applicazione soltanto nell'ambito delle società chiuse e con azionariato ristretto (MELI, *Sub art. 2373*, 999). Ciò si giustifica, ad avviso di chi scrive, non tanto adducendo la polverizzazione dell'azionariato tipica delle quotate, atteso che gli assetti concentrati del nostro sistema rendono ben possibile che il voto "determinante" in conflitto venga espresso dall'azionista di maggioranza. Piuttosto, nelle società chiuse, ove i soci sono pochi e spesso si conoscono personalmente, è più probabile che sia nota la stessa sussistenza di interessi confliggenti. Viceversa, nelle società quotate caratterizzate dal massimo livello di spersonalizzazione, è senz'altro più arduo che i soci abbiano contezza del conflitto in cui versa l'azionista che esprime il voto determinante.

[78] Così espressamente BORDIGA, *Partecipazioni degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, 224, che evidenzia come "si potrebbe sostenere […] che, quanto meno con riferimento alle partecipazioni rilevanti in una determinata società, l'ordinamento imponga il rispetto da parte degli investitori istituzionali di un dovere di correttezza posto a protezione dell'interesse di tutti i soggetti coinvolti dalla loro azione (che necessariamente ha riflessi collettivi). Tale dovere di correttezza potrebbe comportare in capo agli investitori istituzionali — non tanto un divieto di « arrecare danni non necessari e, dunque, tendendo a causare il minore danno possibile », ma piuttosto — un obbligo, verso le società partecipate e i loro soci (con il conseguente regime di responsabilità, aggravato in considerazione dello status, per l'appunto, istituzionale del soggetto responsabile), di palesare gli interessi che essi abbiano in proprio nell'utilizzo dei diritti partecipativi e di astenersi dall'esercizio di questi ultimi a danno delle stesse società partecipate e dei loro soci."; e già GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, 331.

Ad ulteriore sostegno della menzionata opinione, che qui trova pieno accoglimento, si deve ricordare quanto si è detto in tema di *voting policies*, là dove si è ravvisata la sussistenza dell'obbligo per l'azionista istituzionale di motivare eventuali scostamenti rispetto agli orientamenti predeterminati nell'ambito delle proprie strategie di voto. Ne deriva, pertanto, che là dove l'azionista istituzionale voglia votare in contrasto con le proprie politiche di voto al fine di fare un interesse extrasociale, sarà tenuto a darne espressamente conto.

3.3. La trasparenza sui patti parasociali degli azionisti istituzionali.

Terminata l'analisi di come le forme di trasparenza previste specificamente per gli azionisti istituzionali integrino la *disclosure* sulle partecipazioni rilevanti *ex* art. 120 T.u.f., si deve ora volgere lo sguardo verso la seconda forma di trasparenza imposta agli azionisti comuni, ovvero la *disclosure* sui patti parasociali *ex* art. 122 T.u.f. Invero, sul punto il nostro sistema non appresta nessuna norma *ad hoc* all'ipotesi di accordi parasociali che vedano coinvolti azionisti istituzionali, sì che resta l'interrogativo sulla disciplina da applicarsi e, in particolare, se la trasparenza scatti al raggiungimento delle soglie stabilite *ex* art. 122 (3%) oppure se sia possibile applicare in via analogica la soglia più alta stabilita *ex* art. 119-*bis*, Reg. Em. (5%).

In realtà, il problema appena menzionato ha ragione di porsi soltanto là dove si ritenga che una lacuna in senso tecnico esista: si tratta quindi di comprendere, a monte, se l'ordinamento ammetta l'astratta possibilità per l'azionista istituzionale di esser parte di un patto parasociale.

A tal proposito, giova previamente ricordare il già accennato divieto per la S.g.r. di vincolarsi a *sindacati di voto che consentano di esercitare il controllo o l'influenza notevole* (Titolo V, cap. III, sez. II., § 6.1. del Regolamento Banca d'Italia 2015). La norma, dunque, fa esplicito riferimento ai soli patti parasociali *ex* art. 122, co. 1, T.u.f., e solo là dove attribuiscano alla S.g.r. il potere di partecipare al controllo o all'esercizio di un'influenza dominante sull'emittente. Si tratta quindi di comprendere se tale norma sia suscettibile di applicazione analogica agli altri patti parasociali. Sul punto, risulta dirimente ricordare la *ratio* del divieto in questione che si sostanzia nella volontà del nostro legislatore di evitare che l'azionista istituzionale alteri il servizio di diversificazione che offre alla propria clientela, improvvisandosi "imprenditore". In tal senso, è possibile ritenere che debbano considerarsi parimenti vietati: *i)* quei patti volti ad esercitare un'influenza dominante sulla società partecipata (art. 122, co. 5, lett. d, T.u.f.); *ii)* i sindacati di blocco di maggioranza (art. 122, co. 5, lett. b), tenuto conto che gli stessi hanno come obbiettivo quello stabilizzare la presenza di una coalizione di controllo[79]. Viceversa, l'*eadem ratio* necessaria ai fini dell'applicabilità analogica del divieto in questione non sembra potersi affermare in relazione a: *i)* i patti con cui ci si accordi per ostacolare o

[79] V. *supra*, Cap. II, § 6.2.

sostenere un'opa, (art. 122, co. 5, lett. d-*bis*) i quali si pongono in chiara sintonia con il potere-dovere dell'azionista istituzionale di tutelare il valore della partecipazione societaria in vista di un evento "straordinario" quale è il tentativo di scalata; *ii)* i patti di consultazione (art. 122, co. 5, lett. a), i quali semplicemente rafforzano la cooperazione tra soci, imponendo agli stessi il dialogo senza tuttavia vincolarli ad assumere una precisa posizione innanzi alle proposte all'o.d.g.; e più in generale *iii)* i patti parasociali di minoranza, con cui l'azionista istituzionale si vincola in vario modo con altri *blockholders* al fine di instaurare una cooperazione stabile volta allo svolgimento di un'attività di *monitoring*[80].

Peraltro, l'idea secondo cui l'azionista istituzionale abbia la facoltà di legarsi a patti parasociali – almeno nei limiti appena individuati – pare confermata avendo riguardo all'evoluzione che sul punto si è registrata nell'ambito dell'autodisciplina. Infatti, mentre nell'ormai abrogato Codice Deontologico di Assogestioni veniva espressamente statuito che «*[l]e società di gestione non possono vincolarsi a sindacati di voto o di blocco*» (art. 8), tale divieto – ampiamente criticato da parte della dottrina[81] - non è stato riproposto né nell'ambito del Protocollo di Autonomia di Assogestioni, né nell'ambito del recente Codice di Stewardship di Assogestioni[82].

Affermata, dunque, la possibilità per l'azionista istituzionale "tradizionale" di stipulare patti parasociali nei limiti sopra indicati, è possibile dunque passare alla risoluzione del problema relativo alla ricostruzione della disciplina della relativa trasparenza. A tal proposito, sembra possibile affermare che la *disclosure* vada effettuata là dove il patto coaguli la ordinaria partecipazione del 3%, e non venga dunque in rilievo la soglia partecipativa più alta prevista per le partecipazioni potenziali. Ciò si giustifica alla luce di due ordini di argomentazioni. Anzitutto l'art. 119-*bis* del Reg. Em., prevedendo un'esenzione alla regola generale, deve qualificarsi come

[80] Sull'ammissibilità dei sindacati di voto di minoranza nonché sui patti in merito ad opa v. implicitamente CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 874 s., il quale, tuttavia, ritiene che la trasparenza imposta *ex* art. 122 possa disincentivare la stipula degli stessi.

[81] MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, 103; COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, 317 e 328; STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 797; ma v. LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, 195 s.; ID., *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno di documentazione e ricerca di Assogestioni n. 23, 2000, 281 s.; ID., *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, 287, che giustifica l'opportunità di tali previsioni alla luce dell'esigenza di garantire la facile possibilità di disinvestimento alla S.g.r.

[82] Invero il divieto di vincolarsi a sindacati di voto e di blocco resta ancora ad oggi sancito nelle Linee Guida di Assogestioni per la predisposizione delle strategie di voto. In realtà, la permanenza di tale previsione sembra potersi attribuire, più ad un difetto di coordinamento tra tali Linee Guida (che risalgono al 2008 e non sono state aggiornate a seguito dell'abrogazione del Codice Deontologico) e l'evoluzione della disciplina autoregolamentare, che alla volontà dell'Associazione di mantenere in vita tale limite. D'altro canto, le stesse Linee Guida espressamente affermano di non essere vincolanti e di non alterare "*il significato della normativa – legislativa, regolamentare e di livello 3 – vigente*". Si ricordi, infatti, che lo stesso Codice di Stewardship, pur non prevedendo espressamente l'ipotesi di stipula di patti parasociali, auspica lo sviluppo della collaborazione tra s.g.r. e altri azionisti.

norma eccezionale e, come tale, insuscettibile di applicazione analogica *ex* art. 14 delle preleggi al c.c. In secondo luogo, tenendo in considerazione che, come si è dato ampiamente conto nel Capitolo 2, l'adesione ad un patto parasociale fa scattare una presunzione assoluta in relazione, non alla mera possibilità astratta di intervenire nella *governance*, bensì alla concreta intenzione di esercitare lo *shareholder activism*. In altre parole, tenuto conto che, come visto, l'innalzamento delle soglie partecipative *ex* art. 119-*bis* RE si giustifica alla luce della maggiore difficoltà che l'azionista istituzionale incontra nell'attivismo, tale valutazione non ha più ragion d'essere nel momento in cui lo stesso, vincolandosi ad un patto parasociale, assuma l'impegno di rendersi attivo nell'ambito della *governance* dell'emittente.

3.4. Profili macroeconomici dell'informazione sul portafoglio titoli.

Prima di concludere l'indagine sulla trasparenza degli azionisti istituzionali "tradizionali", è necessario dar conto di come l'informazione sul portafoglio titoli svolga altresì un'importante funzione di carattere macroeconomico, che si va ad affiancare a quelle di cui si è dato conto nei paragrafi che precedono, e che rafforza ulteriormente il giudizio di insensatezza verso l'assenza di pubblicità di tale dato avendo riguardo ai Fia non riservati.

Anzitutto, si è più volte affermato che gli azionisti istituzionali "tradizionali" sono fornitori di un servizio di diversificazione, funzionale a ridurre il rischio sotteso all'*equity*, agevolando così gli investimenti nel mercato azionario anche da parte di chi ha una ridotta propensione al rischio. In tal senso, dunque, si capisce l'importanza dell'operatività di tali investitori istituzionali che consentono di canalizzare verso le imprese una grossa quantità di risorse finanziare che altrimenti resterebbero confinate in impieghi diversi e meno rischiosi. Ne deriva, dunque, che per garantire l'afflusso di tali risorse è necessario mantenere alta la fiducia dei clienti (attuali o potenziali)[83] di tali operatori e, conseguentemente, diventa essenziale rimuovere le asimmetrie informative che impediscono di selezionare e monitorare l'investimento[84].

[83] L'esigenza di garantire la fiducia nel mercato è una giustificazione che viene spesso offerta alle diverse norme volte a disciplinare i mercati finanziari prestando tutela ai piccoli risparmiatori, la quale, tuttavia, sembra più una dichiarazione politica che una reale argomentazione giuridica. In senso più tecnico, è possibile affermare che la fiducia del risparmiatore non è *ex sé* l'obbiettivo finale, ma rappresenta la condizione essenziale affinché il mercato possa approvvigionarsi di risorse finanziare da allocare presso le imprese. In tal senso: MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni e continuato da Shlesinger, Milano, 201217 "*è del tutto ovvio come il solo capitale risparmiato che faccia ingresso nel mercato finanziario possa poi da questo essere canalizzato all'impresa. E il capitale risparmiato entra nel mercato finanziario sulla spinta della speranza e delle fiducia: della speranza coltivata dal risparmiatore sulla remunerazione del proprio capitale, e delle fiducia che il risparmiatore riponga sulla regolarità del funzionamento del mercato. […]. Sulla base di [tale dato] si giustifica […] il dato normativo.*"

[84] L'idea che, in generale, la trasparenza sia uno strumento necessario al fine di consentire il direzionamento delle risorse verso il mercato finanziario è comune in tutta la letteratura: cfr. EASTERBROOK-FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1996, 277; POMELLI, *Trasferimento e*

Sul punto, dunque, non pare potersi negare la primaria importanza ricoperta dal portafoglio titoli. Mediante tale documento è possibile in primo luogo aver contezza del livello di diversificazione che mediamente caratterizza il singolo fondo. È chiaro, infatti, che fermo restando che la diversificazione rappresenta una caratteristica imprescindibile (in quanto normativamente imposta) di tutti questi veicoli di investimento, la stessa può assestarsi su livelli più o meno elevati, adattandosi alle diverse aspirazioni della clientela. In secondo luogo, tramite la periodica informazione sugli impieghi del fondo è altresì possibile consentire un migliore monitoraggio sul gestore sì da far emergere, non solo eventuali deviazioni dalla politica di investimento dichiarata (in violazione del mandato fiduciario)[85], ma altresì la stessa perizia che lo stesso ha mostrato nella gestione delle risorse affidategli[86].

A questo punto è necessaria una precisazione. L'acquisto di quote di fondi comuni, pur rappresentando un investimento di "secondo grado" - ovvero il cui andamento dipende dai titoli in cui il fondo risulta investito - non può esser equiparato ad un prodotto finanziario derivato. In questi ultimi, infatti, il sottostante dello strumento finanziario è un dato fisso e immutabile che rappresenta l'essenza stessa dell'investimento e di cui è imprescindibile la conoscibilità. Viceversa, con l'acquisto di quote di un fondo di investimento, il cliente è perfettamente conscio che la composizione del fondo è destinata a mutare nel tempo, anche con frequenza giornaliera. Piuttosto, il senso dell'investimento in fondi comuni è rappresentato dalla fiducia che il cliente ripone nel gestore del fondo comune, al cui giudizio professionale si rimette completamente. Si capisce, dunque, che affinché venga incentivato l'affidamento di ricchezze a tali operatori, poco importa avere contezza della precisa composizione del portafoglio titoli in tempo reale (destinata via via a mutare nel tempo): ciò che conta è mettere nelle condizioni di poter apprezzare la

consolidamento del controllo nelle società quotate, Milano, 2014, 33, che evidenzia come investimenti diversi da quelli operati sul mercato finanziario siano più chiari agli occhi degli investitori, avendo ad oggetto beni materiali; v. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc*., 2011, 841 ss.

[85] D'altro canto il rispetto della politica di investimento è uno dei principali doveri di comportamento cui il gestore è tenuto a rispettare, esplicitato dall'art. 65, Reg. Interm. Ai sensi del quale i gestori "*assicurano che l'attività di gestione sia svolta in modo indipendente, in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR, come indicati nella documentazione d'offerta ovvero, in mancanza, nel regolamento di gestione o nello statuto dell'OICR*".

[86] In tal senso, infatti, il semplice *focus* sui rendimenti prodotti non è *ex sé* sufficiente, dovendo altresì tenersi conto di come questi vengono anche influenzati dalla semplice fortuna (o sfortuna), attesa l'esistenza di fattori del tutto imprevedibili che possono influenzare l'andamento degli investimenti in *equity*. In tal modo, la periodica informativa sui principali titoli consentirebbe di poter comprendere quanto il rendimento complessivo prodotto sia dovuto a investimenti sensati (o insensati) e quanto ad investimenti fortunati (o sfortunati). Contro quanto precede, si potrebbe tuttavia sostenere che i piccoli risparmiatori non hanno le competenze necessarie al fine di operare siffatte valutazioni. Tuttavia ciò non deve essere eccessivamente sopravvalutato: il fatto che tali veicoli di investimento siano destinati anche a clientela "disinformata" e tendenzialmente attenta soltanto all'andamento finanziario dell'investimento non significa escludere *tout court* che negli stessi possano altresì investire operatori maggiormente qualificati, ne che tali informazioni vengano monitorate da consulenti.

capacità e la lealtà del gestore nell'adempimento dell'incarico affidatogli[87]. Non per niente, tale informazione è contenuta, come visto, in quelle informazioni periodiche rivolte agli investitori e funzionali a consentire di operare il menzionato monitoraggio. In tal senso, dunque, il portafoglio titoli (unito all'intera informazione periodica) può essere equiparato al bilancio di esercizio (e alle informazioni finanziarie periodiche) che ogni società quotata è tenuta a divulgare *ex* art. 154-*ter* T.u.f., anch'esse volte a consentire agli investitori (azionisti) di monitorare l'attività posta in essere da chi è stato incaricato di gestirne le ricchezze affidategli (gli amministratori). Dunque, il portafoglio titoli, altro non è che una specificazione dell'informativa di bilancio prevista *ad hoc* per gli azionisti istituzionali tenuto conto della peculiare impresa dagli stessi gestita.

Quanto precede consente dunque di prendere le distanze da quanti hanno auspicato una riduzione del termine di dilazione per la pubblicazione del portafoglio titoli adducendo l'inutilità di un'informativa tardiva.

4. L'attivismo degli *Hedge funds.*

4.1. Strategie degli *hedge funds* e superamento della "reticenza razionale".

Completata l'indagine sugli azionisti istituzionali "tradizionali" e comprese le ricadute in tema di trasparenza, è ora il momento di focalizzare l'attenzione sulla seconda categoria di azionisti istituzionali, ovvero gli *hedge funds* (o fondi speculativi o FIA riservati), la cui operatività nei mercati azionari si è notevolmente sviluppata negli ultimi anni[88], dando prova di uno spiccato attivismo, talvolta anche particolarmente aggressivo.

Si tratta, come noto, di operatori che, rivolgendosi esclusivamente ad una clientela professionale o particolarmente abbiente[89], non offrono servizi di mera diversificazione[90] volti a consentire l'accesso al mercato del capitale di rischio, ma svolgono una gestione in monte

[87] Si può poi discutere se la frequenza semestrale di tale informazione possa effettivamente essere sufficiente a consentire il monitoraggio delle scelte del gestore, attesa la pratica che la letteratura economica riporta sotto il nome di *windows dressing*, e che si sostanzia nella manipolazione della composizione del portafoglio titoli a ridosso dei periodi di *disclosure*, al fine di ricomprendere titoli noti e che possono essere maggiormente apprezzati dalla clientela. Non è mancato, infatti, chi ha sostenuto l'opportunità di aumentare il numero delle informative annue al fine di rendere più difficile per gli azionisti istituzionali abbellire la composizione del portafoglio. Su tale fenomeno v. ORTIZ-RAMÍREZ-VICENTE, *Mutual Fund Trading and Portfolio Disclosures*, in *J. Fin. Serv. Res*., 2015, 84 ss.

[88] Per l'evoluzione storica degli investitori istituzionali v. WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, in 4 *Eu. Comp. L.*, 2007, 50; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 115.

[89] Ai sensi dell'art. 14, co. 2, del D.M. 30/2015, "*gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile.*".

[90] Così espressamente RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, nt. 24.

condotta alla luce di politiche di investimento altamente complesse volte a soddisfare una domanda sofisticata[91] e capace di sopportare un livello di rischio particolarmente elevato.

Il venir meno di quelle esigenze paternalistiche di tutela dei risparmiatori ha fatto sì che il nostro legislatore (anche nel momento in cui si è occupato di dettarne la relativa disciplina) li abbia sottratti, non solo a quegli stringenti obblighi di diversificazione[92] - sì che possono concentrare gli investimenti in poche società *target*[93] - ma altresì ai limiti partecipativi che confinano gli altri azionisti istituzionali a posizioni di minoranza, in modo che agli *hedge funds* viene consentito di aggregare pacchetti azionari significativi e finanche di controllo (il quale tuttavia andrà esercitato entro i limiti di cui si darà conto *infra,* § 4.3.)[94].

Ma l'attivismo dimostrato dagli *hedge funds* si spiega anche tenendo conto del fatto che gli stessi risultano significativamente meno esposti ai conflitti di interessi nei confronti dei relativi clienti[95]. In primo luogo, si deve far notare che i beneficiari di tali fondi, essendo operatori professionali e/o avendo destinato agli stessi cospicue risorse, hanno le competenze e gli stimoli necessari a monitorare l'operato dei relativi gestori, sì che si riduce grandemente la possibilità che questi ultimi gestiscano infedelmente le risorse affidategli. In secondo luogo, la significativa circoscrizione della clientela a cui possono astrattamente rivolgersi, rende di fatto del tutto

---

[91] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1064 nt. 216 "*investors in hedge funds tend to be highly sophisticated. As a result, they may tend to use more complex evaluation criteria and channel their investment to the funds that took the lead in activism, and not those that were free riders*".

[92] L'ampia libertà riconosciuta al gestore nella composizione dei Fia riservati, emerge già da una semplice lettura del Titolo V - Cap. III - Sez. VI – par. 1, ove viene previsto che "*I FIA riservati investono il proprio patrimonio nei beni indicati nel regolamento del fondo, nel rispetto dell'esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio*.". Ne deriva che i criteri di composizione del fondo gestito vengono rimessi esclusivamente all'autonomia negoziale: v. CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

[93] BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, in ECGI Working Paper Series in Finance N°. 283/2010, 6 danno conto di come, in media, gli *hedge funds* gestiscano contemporaneamente un numero di partecipazioni non inferiore 10 e non superiore a 30, a differenza delle centinaia (se non migliaia) partecipazioni dei fondi gestiti da azionisti istituzionali "tradizionali".

[94] Connettono il maggiore attivismo degli *hedge funds* alla rimozione dei limiti fisiologici tipici degli azionisti tradizionali: EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 151; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 55; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 876; GUACCERO, *L'attivismo azionario. verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, nt. 43; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 119; BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,* in 63 *J. Fin.*, 2006, 1730; CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 16.

[95] L'affermazione secondo cui gli *hedge funds* sarebbero meno esposti a conflitti di interesse è piuttosto diffusa nella dottrina: KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1066; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1382; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 151; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 50; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931 ss.; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 128; BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 1730.

improbabile che gli stessi possano avviare rapporti commerciali con le società *target*, tenuto conto soprattutto della natura altamente rischiosa del prodotto finanziario offerto, che spesso sfugge all'oggetto sociale delle società partecipate e agli obbiettivi di profittevole impiego dell'eventuale liquidità in eccesso. Infine, a differenza dei colleghi "tradizionali", gli *hedge funds*, offrendo un prodotto dotato di alta specificità, sono volti a soddisfare una domanda particolarmente rigida, in modo che gli stessi risultino meno esposti alle pressioni concorrenziali e possano concentrarsi sulla massimizzazione assoluta (e non meramente relativa) del portafoglio gestito[96]. Sotto tale ultimo profilo, peraltro, gioca altresì un ruolo cruciale la strutturazione del compenso del gestore, che non solo risulta parametrata all'andamento del fondo, ma consente altresì allo stesso di incamerare una percentuale significativa degli incrementi di valore prodotti[97].

Ciò premesso, giova fin da subito avvisare che una prospettiva che parificasse tutti gli *hedge funds* quali "attivisti" sarebbe senz'altro sbagliata. L'ampia libertà consentita a tali operatori ha fatto sì che si venisse a creare una categoria di veicoli investimento estremamente eterogenea[98], tale per cui solo una piccola parte di questi è dedita a strategie di investimento volte allo *shareholder activism*[99]. Prima di focalizzare l'attenzione sulle strategie di investimento di questi ultimi, è bene far notare come piuttosto la caratteristica comune degli *hedge funds* sia rappresentata dal fatto che gli stessi seguano le tipiche strategie degli "arbitratori" ovvero selezionino le imprese *target*, non al fine di replicare un *benchmark* o un indice, bensì a seguito di studi e analisi altamente tecniche e specialistiche volte, non solo a studiare ma altresì ad integrare le informazioni già reperibili sul mercato. In tal senso, si capisce perché sia frequente l'affermazione secondo cui l'operatività degli *hedge funds* concorra a produrre effetti benefici di carattere macroeconomico: ovvero, consenta di contribuire all'efficienza informativa del mercato.

---

[96] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1066.

[97] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1063; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 150; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 117; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 876. evidenziano questo limite per gli investitori isituzionali tradizionali COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1326; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1384; v. anche NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act, ,* in *La crisi dei mercati finanziari. Analisi e prospettive* a cura di Santoro, I, Milano, 2013, 207.

[98] BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1382 PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 116. La complessità del fenomeno degli *hedge funds* è testimoniata dalla stessa difficoltà di darne una specifica definizione: NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act*, 198.

[99] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1046 ss., che danno conto di come solo il 5% degli *asset* dell'industria degli *hedge fund* venga utilizzata per esercitare l'attivismo; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 129; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 876; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; nella letteratura economica: ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 22; BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, ove la distinzione tra specialist *hedge funds* e non-specialist *hedge fund*, che evoca, all'evidenza, le diverse competenze tecniche necessarie per seguire una strategia volta all'attivismo.

Più in particolare, le relative attività di *trading* consentono ai prezzi di riflettere anche le informazioni dagli stessi elaborate ed ignote al mercato, sia in via diretta (meccanismo *Professionaly Informed Trading*) sia in via indiretta, ovvero, facendo sì che il mercato si accorga della presenza di nuove informazioni rilevanti, pur senza conoscerne il contenuto (*Derivatively Informed Trading*)[100]. Pertanto, mediante le loro attività di investimento (e disinvestimento), gli *hedge funds* segnalano al mercato gli emittenti meritevoli di fiducia innescando così i meccanismi di *trade decode* e consentendo il direzionamento verso gli stessi di risorse finanziarie[101].

4.2. Il ruolo nella *governance*: "*bright side*" e "*dark side*" dell'attivismo degli *hedge funds*.

Identificate, nei termini che precedono, le condizioni che hanno consentito lo sviluppo dell'attivismo degli *hedge funds*, si deve ora meglio comprendere quali siano le strategie di investimento dagli stessi seguite.

A tal proposito, la nicchia degli *hedge funds* attivisti si caratterizza per "battere il mercato" alla ricerca di un circoscritto numero di imprese sane ma mal gestite[102], che possono

---

[100] V. *supra*, Cap. II, § 5.3.1.

[101] Sugli effetti benefici di carattere macroeconomico dell'operatività degli *hedge funds* v. NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act*, 225 nt. 92, ove altre citazioni. Peraltro, la consapevolezza di tale funzione degli *hedge funds* è stata manifestata anche dalle istituzioni europee nella Risoluzione del parlamento europeo del 23 settembre 2008 recante raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali (2007/2239(INI)) di cui si è dato ampiamente conto nel Cap. I, par. 3.3.2., ove al Considerando A viene evidenziato che "veicoli di investimento alternativi come i fondi speculativi (*hedge funds*) e i private equity possono offrire ai gestori degli attivi nuovi vantaggi in termini di diversificazione, aumentando la liquidita del mercato e le prospettive di alti rendimenti per gli investitori, contribuendo a un processo di individuazione dei prezzi, diversificazione dei rischi e integrazione finanziaria e migliorando nel contempo l'efficienza del mercato". In realtà, con lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, la fiducia nei confronti degli *hedge funds* iniziò a vacillare nel mondo della finanza, che li accusò di aver esasperato gli effetti negativi della crisi dei mutui sub-prime. Se questo, tuttavia, ha portato sia l'USA che l'UE a rendersi conto dell'esigenza di una qualche forma di monitoraggio su tali operatori (fino a pochi anni fa completamente deregolamentati) al fine di evitare i rischi sistemici che gli stessi possono provocare, in realtà non si può negare che la loro operatività (là dove non patologica) sia latrice di efficienze per il mercato. Anche a livello di macroeconomico, pertanto, è possibile ritenere esistente un "*bright side*" e un "*dark side*" dell'operatività degli *hedge funds*, come emerge altresì dal Report presentato dallo IOSCO (elaborato a seguito del G-20 di Londra, tenutosi nell'aprile del 2009), il quale, ribadendo che "*Hedge funds* can provide liquidity, price efficiency, and risk distribution, can contribute to the further global integration of financial markets and can offer diversification benefits", raccomandava "[a] balanced and measured approach to regulating *hedge fund* activity is therefore needed to ensure these benefits continue, while the risks noted above can be effectively mitigated" (IOSCO, *Hedge funds Oversight*, Final Report, June 2009, 6). Sul punto v. anche PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 120 ss. Sulla ricostruzione del dibattito sui rischi sistemici di cui possono essere portatori gli *hedge funds* v. NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act*, 221 ss. ove ampie citazioni.

[102] L'affermazione è frequente: cfr. BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, 1117 "*activists do not generally target well-performing companies. Targets of activism tended to be companies whose operating performance was below industry peers and also their own historical levels at the time of intervention. Moreover, at the time of the intervention, the targets seemed to be in a negative trend with operating performance declining during the three years preceding the*

essere valorizzate mediante incisivi interventi a livello di *business* e/o di *governance*, per poi, una volta raggiunto l'obbiettivo, dismettere la partecipazione al prezzo maggiorato e lucrare sulla differenza tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto. In tal senso, l'attivismo diviene parte integrante della strategia di investimento sin dalla fase di *selezione* delle imprese in cui investire: pertanto, a differenza degli azionisti istituzionali "tradizionali" che investono in imprese efficienti (almeno là dove non si limitino semplicemente a replicare un indice di mercato) e circoscrivono il proprio eventuale intervento ad eventi particolari che possono alterare le prospettive di rendimento (c.d. attivismo *ex post*), gli *hedge funds* sono interessati ad investire in società da risanare (o riorganizzare) e per le quali risultano spesso necessari interventi volti a recuperare la capacità dell'impresa di produrre ricchezza (c.d. attivismo *ex ante*)[103].

Si capisce, pertanto, come si tratti di operatori con competenze altamente specializzate, di natura non esclusivamente finanziaria ma altresì industriale[104], necessarie per individuare i punti di forza e debolezza delle società *target* e, conseguentemente, pianificare le specifiche operazioni necessarie alla relativa valorizzazione. Così gli *hedge funds* hanno spesso promosso la rimozione e sostituzione di amministratori inefficienti, né hanno ridotto i compensi quando eccessivi, hanno promosso azioni di responsabilità sociale, hanno contribuito a contrastare operazioni straordinarie (fusioni, scissioni o opa) foriere di inefficienze e favorito quelle considerate idonee a produrre ricchezza[105]. Si tratta, in buona sostanza, di quell'attivismo spinto volto non solo (e non tanto) ad approvare modifiche organizzative alla società (quali *best practices* di *corporate governance*), bensì ad ingerirsi nelle scelte strategiche degli amministratori, al fine di rimuoverne le inefficienze. Si capisce, dunque, perché una parte della dottrina e degli operatori del mercato abbiano salutato con favore l'avvento degli *hedge funds*,

intervention"; BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 1730; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931 ss.; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 151; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1397.

[103] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1069; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931 ss.; ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*; CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, 33.

[104] Evidenzia le diverse competenze degli *hedge funds* rispetto agli azionisti istituzionali "tradizionali" GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 896; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1383.

[105] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1037; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 152; BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, 19; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 877; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1422; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 137.

considerandoli una sorta di "azionista modello"[106], in grado di disciplinare gli amministratori e rimediare agli *agency problems* a favore dell'intera collettività dei soci.

Se quanto precede può essere definito il "*bright side*" dell'attivismo degli *hedge funds*, non si può dimenticare come accanto ad esso la dottrina abbia altresì dato conto dell'esistenza di un "*dark side*", rappresentato: da un lato, dall'accusa di *shortermism*[107] mossa a tali operatori; dall'altro lato, dall'utilizzo, talvolta sconsiderato, dei più moderni strumenti di *decoupling* (soprattutto derivati *cash settled*) che hanno reso gli *hedge funds* i maggiori portatori del rischio di *empty voting*[108].

Di tale secondo profilo si è già dato ampiamento conto nel capitolo che precede, qui basti solamente puntualizzare che i casi pratici (in realtà rari) in cui la tecnica del *decoupling* è stata utilizzata al fine di estrarre benefici privati, hanno effettivamente visto come protagonisti proprio gli *hedge funds*[109].

---

[106] COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1336, prima dell'avvento degli *hedge funds*, delineava l'azionista istituzionale "ottimale" come quello avente tre caratteristiche: "*(1) the institutional monitor should be reasonably free from conflicts of interest so that its evaluation of corporate management will not be biased by the opportunity to earn fees or income not equally available to other shareholders; (2) its stake in the corporation should be large enough to justify the expenditure of significant monitoring costs; and (3) its preferred investment horizon should be sufficiently long so that it has an interest in improved corporate governance, even when no immediate value-maximizing transaction, such as a takeover or LBO, is in the offing*". Sul profilo *sub* 3 vedi infra nel testo.

[107] Tali preoccupazioni sono state espresse da: CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 879. Fanno notare come tale sia la maggiore paura connessa all'operatività degli *hedge funds*: EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc*., 2013, 931 ss.; STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, 206. In generale sulle preoccupazioni legate allo *shortermism*o: JACOBS, *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, in 68 *Wash. & Lee L. Rev*., 2011, 1650, ove l'evidenza di come il fenomeno dello shortermismo sia stato provocato soprattutto dall'aumento del capitale intermediato (anche, ma non solo) da *hedge funds*; STRINE, *Jr., One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *Bus. Law*., 2010, 1 ("*[T]here is a danger that activist shareholders will make proposals motivated by interests other than maximizing the long-term, sustainable profitability of the corporation.*").

[108] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1075; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 146; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 877; ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in *Giur. comm*., 2010, 584 ss.; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 131 s.; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (a cura di), in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 630.

[109] Il caso emblematico, che viene costantemente ricordato dalla letteratura sul tema (HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 828; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, 638; ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1377; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 127), ha riguardato l'accordo intervenuto nel 2004 tra Mylan Laboratories e King Pharmaceuticals, in base al quale la prima avrebbe dovuto acquisire la seconda. Tale operazione, prima di realizzarsi avrebbe dovuto passare al vaglio assembleare. Tuttavia, se la proposta di fusione era vista con favore dai soci della King, la stessa fu considerata particolarmente sfavorevole alla Mylan, tanto che il valore delle azioni di quest'ultima crollò anche a seguito della esplicita dichiarazione di alcuni soci rilevanti (tra cui Carl Icahn)

Focalizzando l'attenzione, invece, sulle preoccupazioni di *shortermism* suscitate dalla diffusione degli investimenti azionari da parte degli *hedge funds*, è possibile notare come queste siano dovute principalmente alla natura finanziaria di tali azionisti che li distingue rispetto ai tradizionali soci "attivisti" rappresentanti da società o famiglie appartenenti al mondo dell'industria[110]. Se, infatti, questi ultimi sono soci *stabili* che operano un investimento tendenzialmente a tempo "indeterminato" e, pertanto, attenti a che gli amministratori mantengano la capacità dell'impresa a produrre utili nel tempo, viceversa, l'*hedge fund* appartiene al mondo della finanza, il cui interesse si sostanzia nell'ottenimento del *capital gain* a seguito della dismissione della partecipazione una volta portato a termine l'intervento pianificato[111].

In realtà, ad avviso di chi scrive, l'accusa di *shortermismo* non pare effettivamente centrata: l'implementazione di piani strategici comporta di per sé la necessità di mantenere immobilizzato l'investimento effettuato per un periodo di tempo che non sembra potersi qualificare di per sé "breve", tanto che, come le stesse ricerche empiriche dimostrano, la durata

---

di esprimere voto negativo. Ne derivò una forte incertezza sulla concreta possibilità dell'operazione di ottenere la necessaria approvazione nell'assemblea della Mylan. Al fine di scongiurare il rischio di bocciatura, un *hedge fund* (Perry), azionista rilevante di King – interessato dunque alla riuscita dell'operazione - acquistò il 9.9% delle azioni di Mylan, azzerandone il rischio mediante un "equity swaps". In tal modo, Perry fu in grado di aggregare voti (vuoti) sufficienti a far approvare la fusione nell'assemblea di Mylan, facendo tuttavia l'interesse della King. Altri casi pratici sono riportati da HU-BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 814 ss. Invero, danno conto di come si tratti di ipotesi estremamente rare EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 147 "*As a practical matter, there do not appear to have been a large number of American cases since Mylan*".

[110] V. già COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, 1336 che in riferimento all'avvento degli investitori istituzionali (intesi dall'A. in senso ampio) affermava "*The substitution of institutional investors for previous monitors, such as family groups, carries with it the risks that new agency costs will be substituted for old ones*". La diffidenza verso l'intromissione nella governance di azionisti finanziari, in realtà, era stata espressa anche negli anni 90 nei confronti dell'avvento degli azionisti istituzionali "tradizionali". Nel nostro ordinamento un'opinione negativa sull'attivismo di questi era stata espressa da quanti facevano leva sul fatto che gli tali operatori sarebbero portatori di interessi diversi rispetto a quelli tipici degli azionisti e possono entrare in conflitto con i controllanti, tanto che si era giunti persino a proporre di sterilizzarne il voto (ne dà conto COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*). Viceversa, si erano mostrati si erano espressi favorevolmente all'incentivazione dello *shareholder activism*: VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, 366; un approccio neutro viene seguito da ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, 681; BIANCHI-ENRIQUES, *Corporate governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investrors?*, in Quaderni di finanza Consob, 2001, 7. Per la recente tendenza del nostro sistema verso una maggiore apertura alla finanza rispetto all'industria v. GINEVRA, *Il capitale sociale nel XXI secolo. Crisi e critica di un istituto*, dal manoscritto consultato per gentile concessione dell'Autore; STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, 206.

[111] In tal senso, è chiarissimo SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo del risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, 432, il quale distingue tra società *holding* e azionisti istituzionali alla luce (anche) della "*attitudine alla dismissione della partecipazione, che costituisce […] un elemento imprescindibile del processo di valorizzazione del patrimonio investito tipico dell'attività di investimento rilevante in materia di risparmio gestito.*".

media della permanenza nel capitale delle società *target* degli *hedge funds* che seguono strategie attiviste è di qualche anno[112].

Piuttosto, si tratta di orizzonti temporali *limitati*, che potrebbero indurre tali operatori a prediligere politiche che, pur se idonee a innalzare temporaneamente il prezzo del titolo, potrebbero essere in realtà dissipative e pregiudicare la continuità e la sostenibilità dell'impresa nel tempo[113]. Nonostante le ricerche empiriche condotte sul punto sembrano rassicurare contro un simile rischio[114], nell'occhio del mirino sono entrate soprattutto operazioni tipiche delle c.d. locuste[115], quali riduzioni del capitale, distribuzioni di utili e riserve o acquisto di azioni proprie (spesso accompagnate dalla liquidazione di *assets*) e volte a liberare a favore dei soci risorse investite nell'impresa[116], con conseguente rischio di incrinarne l'equilibrio finanziario e

[112] È stato stimato che, in genere, gli *hedge fund* restino nel capitale sociale non più di 2 o al massimo 3 anni: BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, 11; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 942; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53 "*it is often mentioned that these funds are short-term investors that are not interested in the company's welfare but only look at the evolution of the market prices. This is true for some funds, while others propose a longer-term (two to five years) growth objective, during which their restructuring plan is supposed to come to fruition*"; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1380, il quale, infatti, definisce "intermedi" gli orizzonti temporali seguiti, ancorché "impazienti".

[113] Il possibile disallineamento di interessi a tempo "determinato" degli *hedge funds* con quelli a tempo "indeterminato" degli azionisti stabili, è dovuto alla nota miopia del mercato, il quale ha mostrato la propria incapacità di riflettere accuratamente nel prezzo attuale i rendimenti di molto futuri nel tempo. Evidenzia come tale miopia verrebbe esasperata dall'operatività degli *hedge funds*, KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1084.

[114] Per l'assenza di una prova circa il pregiudizio nei risultati di lungo periodo degli interventi degli *hedge funds* cfr. BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, 1085 ss.; BRAV-JIANG-KIM, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, in 28 *Rev. Fin. St.*, 2015, 2723; BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 1730.

[115] Si tratta di strategie tipiche dei *raiders*, volte alla conquista della società e al suo successivo svuotamento mediante la liquidazione di asset. CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, 6. In realtà, si tratta di una strategia seguita più dai fondi di *private equity* e fuori dal mercato finanziario (WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 54), anche attesa la preferenza degli hedge fund di assestarsi su posizione di minoranza rispetto alla possibilità di assumere il controllo: v. *infra* par. 4.4.

[116] Le strategie che hanno maggiormente destato sospetto sono quelle volte a ingerirsi nella gestione dell'impresa al fine di far approvare: *i)* distribuzioni di liquidità in eccesso che le imprese gelosamente tengono in pancia senza trovarvi un adeguato impiego; *ii)* vendita di assets o rami d'azienda scarsamente performanti (cfr. EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 151; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 55; EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term : note critiche sul Ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito Europeo sulla corporate governance*, 931 ss.; ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1397; alcuni interessanti esempi di interventi di *hedge fund* volti ad intervenire direttamente nella gestione strategica sono riportati in BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, 15 ss. per l'esperienza europea; e in KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1032, per l'esperienza in Usa). Invece, gli *hedge funds* attivisti hanno mostrato minore attenzione verso interventi volti a migliorare la *corporate governance*, i quali, là dove posti in essere, si sono sempre affiancati a strategie di business: BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1397.

pregiudicarne la continuità[117]. In tal senso, pertanto, se il problema dello *shortermism* (tipico, come visto, di alcuni azionisti istituzionali "tradizionali") si riflette sull'*an* dell'attivismo - inducendo a favorire l'*exit* rispetto alla *voice* - gli orizzonti temporali limitati degli *hedge funds* incidono sul *quomodo* dello stesso, portando allo sviluppo di strategie di *shareholder activism* che non tengano in considerazione l'esigenza di garantire la sostenibilità dell'impresa.

Da quanto precede si capisce come mai l'avvento degli *hedge funds* abbia fatto nascere uno sconfinato dibattito, tra quanti hanno visto di buon occhio[118] l'incisivo attivismo posto in essere da tali operatori e quanti, viceversa, hanno assunto un atteggiamento maggiormente scettico e timoroso[119] nei confronti dell'incontrollato attivismo dispiegato dagli *hedge funds*. Così, nell'ambito dell'ampia definizione di *shareholder activism* si è iniziato ad enucleare la più specifica categoria dell'"engagement" per indicare quella forma di attivismo responsabile, maggiormente attento a promuovere la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo[120]. Nello stesso senso, si sono altresì orientati i diversi Codici di Stewardship, ove è frequente l'auspicio che l'azionista istituzionale nelle proprie strategie di intervento tenga conto degli interessi di lungo periodo delle società *target*[121].

---

[117] V. le critiche di CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 879. A livello comunitario preoccupazioni in tal senso sono state espresse anche dalla Commissione Europea, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5 Aprile 2011, 49 reperibile al sito internet http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf.

[118] BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, 1085 ss.; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1381.

[119] CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 876; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 125.

[120] Il termine "engagement" sembra essere stato coniato per la prima volta nell'ambito del Libro Verde 2010. Sulla distinzione v. EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, 950; BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 129.

[121] Così, nell'UK Stewardship Code, si afferma espressamente "*Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper*"; nel Codice di Stewardship italiano, tra le raccomandazioni al Principio 3, si legge "*L'interazione regolare con gli emittenti quotati partecipati può aiutare a tutelarne e garantirne il valore nel lungo termine*". In realtà si tratta di Codici che non si rivolgono soltanto agli *hedge funds*, ma più in generale, a tutti gli azionisti istituzionali, auspicando che gli stessi assumano il ruolo di *steward*, ovvero di attivi sorveglianti della capacità di produrre reddito nel lungo periodo, ove quindi, al concetto di attivismo si è unito altresì quello di *long term* nelle prospettive di investimento. In realtà, sulla capacità di tali codici poter, in concreto, modificare gli atteggiamenti degli azionisti istituzionali è stato sollevato più di un dubbio. Da un lato, è stato fatto notare come l'auspicio affinché gli azionisti istituzionali "tradizionali" assumano il ruolo di *steward* non tiene adeguatamente in considerazione le difficoltà che incontrano gli azionisti istituzionali a superare i diversi ostacoli che inibiscono l'attivismo (così GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 869). In secondo luogo, il rispetto di tali Codici di *best practices* non viene sottoposto ad alcuna forma di controllo, a differenza di quelli che si rivolgono direttamente agli emittenti che vengono monitorati dalle Autorità di Vigilanza dei diversi Stati nonché dallo stesso mercato (v. BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 126).

4.3. Limiti normativi all'attivismo di controllo degli *hedge funds*: divieto di disaggregazione *ex* art. 46, co. 4 T.u.f. e collaborazione tra "industria" e "finanza".

Il dibattito sugli *hedge funds* di cui si è dato conto nel paragrafo che precede, è culminato con la presa di posizione da parte del legislatore unionista (Direttiva Aifmd), il quale, nel tentativo di porre rimedio al *dark side* dell'attivismo di tali operatori, senza frustrarne il *bright side*: da un lato, ha deciso di non introdurre alcun tetto partecipativo a tali operatori, mantenendo aperta la possibilità per gli stessi di assumere posizioni anche di controllo negli emittenti partecipati; dall'altro lato, là dove l'*hedge fund* conquisti in concreto il controllo, ne ha imbrigliato il potere, impedendogli di porre in essere specifiche operazioni all'evidente fine di sventare il pericolo che il relativo intervento possa minare alla sostenibilità nel tempo delle imprese partecipate.

Sotto il primo punto di vista, dunque, gli *hedge funds* vengono lasciati completamente liberi di determinare l'ammontare della partecipazione necessaria al fine, sia di aggregare il potere necessario all'implementazione dei piani elaborati, sia di incamerare una quota della valorizzazione complessivamente prodotta dagli stessi, che sia sufficiente a compensare gli ingenti costi che il relativo attivismo comporta (derivanti dall'ingaggio delle competenze industriali necessarie allo studio e all'elaborazione dei piani di intervento da porre in essere[122]) e ottenere un guadagno.

Sotto il secondo punto di vista, invece, viene impedito all'*hedge fund* che abbia aggregato una partecipazione di controllo di porre in essere proprio quelle operazioni che, come visto, hanno maggiormente suscitato le preoccupazioni di *shortermism*o. Più in particolare, l'attuale art. 28-*quaterdecies* RE [in forza della delega contenuta nell'art. 46, co. 4, lett. c, T.u.f., e riproponendo in sostanza la previsione dell'art. 30, Direttiva 2011/61/UE], prevede espressamente il c.d. divieto di disaggregazione (o di *asset stripping*) che non solo impedisce all'*hedge fund* di *votare*, nei 24 mesi successivi all'assunzione del controllo, operazioni volte a distribuire risorse (oltre certi limiti) ai soci, ma altresì gli impone l'obbligo di *astenersi* dal promuoverle e di attivarsi al fine di *impedire* che le stesse vengano altrimenti poste in essere[123]. Non è questa la sede per indagare le implicazioni societarie derivanti dalla violazione di tali due ultimi doveri (di astensione e di impedimento), tuttavia, pare possibile affermare con una certa sicurezza l'invalidità di eventuali delibere assembleari aventi ad oggetto una delle operazioni indicate dall'art. 28-*quaterdecies*, RE, approvate con il voto favorevole dell'*hedge fund* di controllo.

[122] BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1395.

[123] Riporta la *ratio* della disposizione alle preoccupazioni legate allo *shortermism*o CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

Ciò premesso, si deve tuttavia far notare che le operazioni di disaggregazione, pur implicando una riduzione del patrimonio sociale, non possono dirsi ontologicamente contrarie all'interesse sociale[124] in quanto non si può escludere *tout court* che piani volti al ridimensionamento – finanziario e industriale – possano essere idonei a far recupere efficienza produttiva all'impresa[125]. A ciò si aggiunga che, in una prospettiva macroeconomica, l'immobilizzazione di risorse nell'ambito di un'iniziativa economica che non ne ha la necessità o che le impiega in modo inefficiente si risolve in un inutile spreco e in una scorretta allocazione delle stesse nell'ambito del sistema economico, sì che la relativa liberazione può condurre ad un impiego maggiormente remunerativo[126].

Si spiega così la ragione per cui il divieto di *asset stripping* venga previsto soltanto là dove l'*hedge fund* abbia raggiunto il controllo, da solo o in concerto con altri *hedge funds*[127] e, pertanto, impedisce che tali operazioni vengano decise *unilateralmente* da operatori finanziari che, per natura, hanno orizzonti temporali limitati[128]. In altre parole, la naturale tendenza di tali azionisti a non tener conto di eventuali ripercussioni negative che le operazioni in questione possano dispiegare sulla continuità aziendale, ha indotto il legislatore a introdurre un peculiare

[124] Lo evidenzia CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate.*

[125] Per alcuni esempi di operazioni efficienti di ridimensionamento v. BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1392 ss.

[126] BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1394 ss. Sull'attenzione del legislatore a garantire la corretta allocazione delle risorse nel sistema sia consentito un richiamo a PRESCIANI, *Riflessioni in tema di divieto di esecuzione dell'aumento di capitale in presenza di azioni non integralmente liberate*, in *Banca Borsa Tit. Cred*., 2013, nt. 45 e testo corrispondente.

[127] Il legislatore interno detta una definizione di controllo, espressamente dedicata agli obblighi di informazione supplementari cui gli *hedge funds* che raggiungono il controllo sono sottoposti (art. 46, co. 1, T.u.f.), tuttavia, non si vede motivo per cui la medesima definizione non possa essere estesa al divieto di *asset stripping* contenuto nella stessa norma (co. 4). Ne deriva che, ai sensi dell'art. 46, co. 2, T.u.f., "per acquisto di una partecipazione di controllo si intende l'acquisto da parte di una Sgr, individualmente o in *accordo con altre Sgr*, anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, di una partecipazione che attribuisca diritti di voto in misura pari o superiore alla soglia del trenta per cento del capitale di un'emittente avente sede legale in Italia, ovvero alla diversa soglia determinata ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, concernente le offerte pubbliche d'acquisto, secondo l'ordinamento dello Stato membro ove ha sede l'emittente.". Tenuto conto del divieto di controllo posto in capo ai gestori di Oicvm e di Fia non riservati, è chiaro che il riferimento all'accordo con "altre Sgr" non può che riferirsi a quelle che gestiscono Fia riservati. In tal senso, il divieto di *asset stripping* sembra non poter scattare là dove l'*hedge funds* faccia parte di una coalizione di controllo che include anche azionisti comuni. In realtà sembra che il divieto contenuto nell'art. 30, della Direttiva Aifmd, sia più ampio, realizzandosi "qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di […] un emittente", senza riferimento al fatto che il controllo congiunto sia raggiunto con il sostegno di un altro Geifa o di un azionista comune. Un'interpretazione conforme del diritto interno con quello unionista, sembra portare a considerare rilevanti ai fini del divieto in parola quelle ipotesi in cui l'hedge fund detenga, nell'ambito della coalizione di controllo, una posizione di preminenza rispetto agli altri azionisti.

[128] Meno chiaro è, invece, il limite temporale dei due anni. Si è visto, infatti, che la durata media degli investimenti azionari posti in essere dagli *hedge funds* attivisti è superiore a tale limite: inoltre, una volta decorso tale termine è ben possibile che l'operatore ponga in essere tali operazioni anche là dove dissipative. Si tratta, infatti, di soci a tempo "determinato", che non sono destinati a stare nel capitale sociale in via stabile.

obbligo di conservazione del patrimonio sociale là dove la società sia sottoposta al loro controllo. Viceversa, nessun obbligo in tal senso, viene previsto là dove la società sia altrimenti controllata, ovvero sia nelle mani di un socio (o di una coalizione di soci) appartenente al mondo dell'"industria". Ne risulta, dunque, che in tali ipotesi, un eventuale *hedge fund* di minoranza potrebbe senz'altro farsi latore di siffatte iniziative, le quali dovranno, all'evidenza, passare per il vaglio dell'"industria", che le approverà soltanto là dove inidonee a minare la sostenibilità dell'impresa[129].

Se questo è il risultato avuto di mira dal legislatore, si deve tuttavia evidenziare come tale collaborazione virtuosa tra "industria" e "finanza" sembrerebbe destinata a non realizzarsi là dove la società risulti una *public company*, mancando un azionista (o di una coalizione di azionisti) "comune" che eserciti il controllo. In tali ipotesi, infatti, un'interpretazione strettamente letterale della disposizione in parola – la quale, come visto, espressamente limita il proprio campo di applicazione alle fattispecie in cui l'*hedge fund*, da solo o in concerto con altri *hedge funds* raggiunga il controllo – porterebbe a ritenere che l'*hedge fund* di minoranza possa ricercare il supporto a favore di operazioni di disaggregazione, non nel mondo dell'industria, bensì in quello della finanza, coagulando i consensi di altri *hedge funds* intervenuti nel capitale dell'emittente (c.d. *wolf pack behaviour*)[130]. Si capisce, dunque, che in base a tale interpretazione, in presenza di assetti proprietari diffusi, il divieto in questione non sarebbe in alcun modo idoneo ad impedire

[129] EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, evidenziano come il voto dei soci sia di particolare importanza là dove una proposta sia idonea a incidere diversamente sugli interessi dei diversi azionisti ed, in particolare, là dove questi siano mossi da orizzonti temporali diversi. Con specifico riferimento alle preoccupazioni di *shortermism*o degli *hedge funds*, tali autori evidenziano come "*If hedge fund's plans actually only produced a short-term gain at the expense of long-term profitability, long-term investors would be reluctant to support them*" (p. 153; nello stesso senso, KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1089).

[130] Con il termine "wolf pack behaviour", la dottrina ha identificato il comportamento seguito da alcuni *hedge funds* che assumono partecipazioni significative in una società *target* al fine di dare supporto alle iniziative attiviste avanzate da un altro *hedge fund* (come fosse una sorta di "capobranco"), già presente nel capitale dell'emittente: cfr. BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1379. Il problema è ben evidenziato da EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 155 "*While explicit coordination between hedge funds is limited because funds normally want to avoid forming a Schedule 13D group and making the subsequent disclosure, market forces encourage pack behavior. When one activist fund announces a large stake in a target company, other funds may follow hoping to free ride on the benefits—and these free riders usually support the activist fund. By joining together, this collection of hedge funds can exert significantly more influence than any individual fund could. This pack behavior allows hedge funds to establish sufficiently large dollar amounts of holdings to take on even large companies without compromising the diversity of their activism […] the importance of wolf packs is that they represent large blocks of voting support for the lead hedge fund with most (if not all) of the pack members having similar voting preferences to the lead fund. In situations where the issue being voted on is one where all shareholders hold similar interests, such as the desire to get the best price in a sale of the company, having a large wolf pack block will further the interests of all shareholders. However, if the issue is one where shareholders may disagree, perhaps because of different internal rates of return or views of the appropriate time horizon, then the presence of the wolf pack may result in pushing the outcome*".

che operatori con orizzonti temporali limitati possano approvare operazioni pregiudizievoli per il mantenimento nel tempo dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa.

In realtà, la circoscrizione dell'ambito di applicazione della disposizione in questione sembra più derivare da una svista del legislatore, abituato ad un mercato altamente concentrato, che al precipuo intento di lasciare le *public companies* esposte al paventato rischio per la relativa continuità. Ad avviso di chi scrive, la sussistenza di una *eadem ratio* ed esigenze di coerenza sistemica sembrano poter aprire la strada ad un'applicazione analogica del divieto in parola anche alle ipotesi in cui operazioni di disaggregazione vengano approvate grazie al voto favorevole di una pluralità di *hedge funds*, ancorché non legati tra loro da accordi volti ad esercitare il controllo congiunto. Sotto il profilo della tutela della continuità aziendale, infatti, non sembra che vi siano differenze significative tra l'ipotesi in cui un'operazione di *asset stripping* sia stata concertata *ex ante* da una pluralità di *hedge funds* che esercitano in via congiunta il controllo, rispetto all'ipotesi in cui la stessa sia semplicemente sostenuta *ex post* dai medesimi operatori.

4.4. (segue) La collaborazione tra "industria" e "finanza" fuori dalle operazioni di *asset stripping*.

Come anticipato, fuori dalle operazioni di *asset stripping*, dove, come visto, l'*hedge fund* viene normativamente confinato ad essere azionista di minoranza, il sistema lascia assoluta libertà agli *hedge funds* di determinare la partecipazione azionaria da assumere. A tal proposito, tuttavia, si deve dar conto di come, più in generale, le strategie di investimento tipiche di tali operatori, solo raramente implichino l'assunzione di una posizione di controllo, preferendo gli stessi operare in qualità di azionista di minoranza[131] e aggregando una partecipazione qualifica che gli consenta di poter ammortizzare i costi dell'attivismo (e chiaramente, conseguire un *surplus*) e di farsi ascoltare dall'organo amministrativo[132] e dagli altri azionisti. Questa preferenza a favore di posizioni da *blockholder* si spiega facilmente, tenendo conto di come l'acquisizione del controllo innalzi significativamente i costi connessi all'attivismo, implicando non solo l'immobilizzazione di un significativo investimento, ma altresì ricordando che il mercato reagisce ad un conclamato

[131] ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, 14 e 27; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53. Anche in USA, dove non sono mancati casi di *takeovers* lanciati da *hedge funds*, i dati empirici dimostrano come questi preferiscano mantenere la propria qualifica di *blockholders*: BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1389. Per alcuni esempi di takeover da parte di *hedge funds* KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1040 ss.; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 54.

[132] V. KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1069, i quali evidenziano come anche per gli *hedge funds* il principale fattore di attivismo sia rappresentato dall'ammontare della partecipazione gestita; BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, 1093.

change of control, mediante un innalzamento del prezzo delle azioni e, viceversa, deprime il corso del titolo a seguito del disinvestimento di una partecipazione di controllo.

La preferenza degli *hedge funds* verso posizioni di minoranza porta con sé, dunque, l'esigenza per gli stessi di sviluppare un attivismo collaborativo[133], instaurando un dialogo direttamente con gli amministratori e altri *blockholders* nonché, in caso di assetti proprietari concentrati, con lo stesso azionista di controllo al fine di trovare soluzioni concordate ad eventuali inefficienze. Si badi, peraltro, che a differenza degli azionisti comuni, il potere di *pressing* che gli *hedge funds* sono in grado di esercitare informalmente sugli amministratori, risulta accentuato dalla sicura capacità degli stessi di divenire ostili: lanciando *takeovers* volti a raggiungere il controllo o, in ogni caso, ponendosi come *leading person* capaci di aggregare il consenso di altri soci, al fine di rimuovere amministratori non collaborativi e/o contrastare l'azionista di controllo[134].

Tale atteggiamento è stato testimoniato da Gilson e Gordon, i quali, in un recente lavoro più volte già citato, hanno dato conto del sensibile cambiamento cui è andato incontro il capitalismo in USA, che si caratterizza sempre di più per una spiccata collaborazione tra *hedge funds* e altri azionisti istituzionali "tradizionali", ove i primi cercano il supporto dei secondi al fine di ottenere le maggioranze necessarie all'attuazione dei strategie elaborate[135], realizzando una sorta di specializzazione di funzioni. Peraltro, nell'esperienza statunitense non sono neanche

[133] BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, 405; BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, 14.

[134] La dottrina ha dato conto di come gli *hedge funds*, una volta entrati nel capitale delle società *target*, provvedano a contattare gli amministratori, al fine di chiedere chiarimenti su relativi business plan e per proporre modifiche agli stessi, al fine di concordare le azioni da porre in essere per far recuperare efficienza all'impresa. Soltanto là dove gli amministratori si mostrino non collaborativi e non diano seguito alle *policies* proposte dall'*hedge fund*, allora quest'ultimo tende ad assumere un atteggiamento ostile (WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1402; PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, 136). Chiaramente, a questo punto, l'hedge fund di minoranza che non trovi supporto nell'organo gestorio, avrà bisogno di raccogliere supporto dagli altri azionisti, cercando così negli altri *blockhoders* l'approvazione necessaria per l'implementazione delle proprie proposte (GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, 896; ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*; EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 155; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, 877 "hanno spesso saputo aggregare anche gli altri investitori istituzionali scuotendoli dalla tradizionale apatia e costringendoli a prendere posizione"; BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1402).

[135] GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, passim; nello stesso senso, EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 149. Per numerosi esempi in cui gli azionisti istituzionali hanno appoggiato iniziative degli *hedge funds* v. KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1045.

mancati casi in cui l'intervento degli *hedge funds* sia stato invocato proprio da parte degli stessi azionisti istituzionali "tradizionali", al fine di porre rimedio a gestioni inefficienti[136].

Ora, se quanto precede riflette la situazione del più evoluto mercato azionario statunitense, dove il capitale degli emittenti risulta ormai da tempo in mano alla finanza[137], probabilmente in un sistema come il nostro, dominato tutt'oggi da strutture piramidali e assetti concentrati saldamente in mano a famiglie o società, è ancora prematuro pensare che la stessa collaborazione tra categorie di azionisti istituzionali possa *sistematicamente* istaurarsi.

Piuttosto, nel mercato domestico è possibile ritenere che l'avvento degli *hedge funds* abbia portato con sé l'avvio di un dialogo extrassembleare tra "industria" (rappresentata dagli azionisti imprenditori) e "finanzia"[138-139]. In tal senso, la contrapposizione tra maggioranza e minoranza che si è vista nel capitolo precedente - ove il *blockholder* si pone come sorvegliante nei confronti dell'azionista di controllo al fine di evitare che esso indulga nel *moral hazard* – si evolve verso forme di confronto virtuoso tra azionisti ontologicamente differenti volte a trovare un compromesso che consenta di soddisfare i diversi interessi coinvolti nell'affare sociale.

Così, nel nostro sistema è possibile evidenziare come, da un lato, gli *hedge funds* contribuiscano ad impedire l'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo, dall'altro, quest'ultimo, impedisce che interessi puramente speculativi condizionino l'azione sociale[140].

5. La funzione della trasparenza (e dell'opacità) degli *hedge funds.*

Completata l'indagine sul ruolo assunto dagli *hedge funds* nell'ambito della *governance* delle società partecipate, è ora possibile addentrarsi nella spiegazione delle differenze e delle

---

[136] EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, 157 danno conto di come "*some institutional investors maintain open and regular lines of communication with activists, including sharing potential 'hit lists' of possible target*s.".

[137] Per alcuni dati statistici v. anche ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*; KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1048; GUACCERO, *L'attivismo azionario. verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*,409 ss. Per alcuni dati statistici in ambito europeo v. ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*.

[138] Per alcuni casi pratici di intervento di fondi speculativi in società a controllo famigliare, in cui si è sviluppata una virtuosa collaborazione tra "industria" e "finanza", v. BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, 17, ove anche il caso occorso in Italia che ha visto coinvolto il gruppo Marzotto.

[139] Per l'idea secondo cui nei sistemi a proprietà concentrata, l'attivismo da posizioni di minoranza non può espletarsi semplicemente in assemblea, ma necessità di forme di contatto informali GUACCERO, *L'attivismo azionario. verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*.

[140] Nel sistema americano, un discorso simile si trova in BLACK, *Agents watching agents: the promise of insitutional inverstor voice*, 855, il quale evidenzia come il rischio che gli azionisti istituzionali possano estrarre benefici private dipende, tra il resto, anche da "*the ability of institutions to watch each oter; the ability of corporate managers to watch their watchers*". Lo stesso A., inoltre, evidenziava come "*Institutional voice may provide a counterweight to industrial power, and thus reduce the overall concentration of private power*" (p. 868).

analogie rispetto agli altri azionisti (comuni e istituzionali "tradizionali") in punto di obblighi di *disclosure*. A tal proposito si è visto come la categoria degli *hedge funds*: da un lato, è sottoposta a obblighi più stringenti rispetto agli azionisti comuni, sia là dove gestiscano partecipazioni di minoranza (essendo tenuti al pari degli altri azionisti "istituzionali" alla *disclosure* sulle strategie di voto *ex* art. 37, Reg. del. 231/2013) sia nelle ipotesi in cui assumano il controllo (art. 46 T.u.f.); dall'altro lato, ha una maggiore opacità, essendo anch'essa destinataria dell'innalzamento della soglia di rilevanza *ex* art. 120 T.u.f., e non essendo prevista alcuna forma di pubblicità per il portafoglio titoli. Peraltro, anche là dove il sistema prevede norme identiche per *hedge funds* e altri azionisti istituzionali, le profonde differenze intercorrenti tra tali due tipologie di investitori rendono impossibile procedere ad una automatica estensione ai primi delle argomentazioni svolte avendo riguardo ai secondi.

5.1. La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: l'innalzamento delle soglie di rilevanza ai fini della *disclosure ex* art. 120 T.u.f.

Partendo dalla trasparenza *ex* art. 120 T.u.f., si deve anzitutto ricordare che anche per gli *hedge funds*, al pari degli azionisti istituzionali "tradizionali", l'art. 119-*bis*, co. 7, Reg. Em. applica l'esenzione dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, là dove queste ultime non abbiano raggiunto il 5% del capitale votante dell'emittente[141].

Dall'analisi condotta sugli *hedge funds* nei paragrafi che precedono, peraltro, emerge chiaramente come la ragione di siffatta maggiore opacità non può coincidere con quella che si è identificata per gli altri investitori istituzionali. Se per quest'ultimi, infatti, l'innalzamento delle soglie di trasparenza riflette la maggiore difficoltà di dedicarsi allo *shareholder activism* dovuta agli elevati livelli di diversificazione normativamente imposti, viceversa gli *hedge funds* gestiscono portafogli ragguardevoli ma altamente concentrati, tali da non minarne la capacità di intervento.

Fermo dunque che la minore trasparenza non può spiegarsi mediante un parallelismo con quanto visto in tema di azionisti istituzionali "tradizionali", la scelta del regolatore sembrerebbe *prima facie* ancora più incoerente là dove si consideri che, tendenzialmente, gli *hedge funds* sono capaci di implementare strategie attiviste particolarmente incisive anche in presenza di

[141] L'art. 119-*bis*, co. 7, RE, infatti si applica a tutte le "società di gestione", definite dall'art. 116-*terdecies* come "le SGR, le SICAV, le società di gestione armonizzate, i soggetti comunitari che esercitano l'attività di gestione collettiva del risparmio alle condizioni definite nella direttiva 2009/65 UE e/o nella direttiva 2011/61/UE e che sono vigilati in conformità alla legislazione del proprio ordinamento nonché i soggetti extracomunitari che svolgono un'attività per la quale, se avessero la sede legale o l'amministrazione centrale in uno Stato comunitario, sarebbe necessaria l'autorizzazione ai sensi della direttiva 2009/65 UE e/o della direttiva 2011/61/UE". Si badi, peraltro, che l'estensione ai Geifa di tale esenzione è il risultato di una recente scelta unilaterale del nostro regolatore (Delibera Consob n. 18214 del 9 maggio 2012), che non trova riscontro né nell'ambito della Direttiva Aifmd, né nell'ambito della Direttiva Transparency.

percentuali di capitale più basse rispetto al comune azionista, utilizzando strumenti informali di pressione sul *management* e riscuotendo maggiore seguito tra gli altri azionisti e il mercato. D'altro canto, non si può dimenticare come proprio la consapevolezza della maggiore capacità degli *hedge funds* di dedicarsi allo *shareholder activism* aveva indotto il Parlamento Europeo a varare una Risoluzione con cui manifestava l'opportunità di procedere ad una *riduzione* della soglia di rilevanza per tali operatori[142], al fine di far emergere in anticipo la presenza del socio (potenzialmente) attivista.

In base a tali considerazioni, si potrebbe ritenere che l'applicazione dell'esenzione agli *hedge funds* sia il risultato dell'approccio *one size fits all* che si è visto aver caratterizzato l'intervento normativo in tema di Geifa, per i quali, non sempre si sono tenute in debita considerazione le profonde differenze intercorrenti tra le diverse tipologie di fondi qualificabili come alternativi.

In realtà, ad avviso di chi scrive, una diversa spiegazione alla maggiore opacità accordata agli *hedge funds* rispetto agli azionisti "comuni" potrebbe essere ravvisata nell'esigenza di non frustrare il c.d. *bright side* dell'operatività di tali veicoli di investimento sì da consentire al mercato azionario (in una prospettiva macroeconomica) e ai singoli emittenti (in una prospettiva microeconomica) di potersi avvantaggiare degli effetti benefici che tali veicoli di investimento sono in grado di produrre.

Al fine di giustificare tale affermazione è bene ricordare, in primo luogo, come gli *hedge funds* (a prescindere se attivisti o meno) siano i tipici "arbitraggisti" del mercato, ovvero investitori professionali che non si limitano ad offrire alla propria clientela un mero servizio di diversificazione, ma implementano strategie di investimento particolarmente complesse basate su approfonditi studi e minuziose analisi. Si è visto che, in base alla *Efficient Capital Market Hypothesis*, sono proprio tali soggetti che contribuiscono a garantire l'efficienza informativa del mercato, sia in via diretta (*Professionally Informed Trading*) ovvero movimentando i capitali e facendo sì che tramite il gioco della domanda e dell'offerta il prezzo si assesti al valore fondamentale, sia in via indiretta (*Derivatively Informed Trading*), ovvero innescando i meccanismi di c.d. *price* o *trade decode* e consentendo ad altri investitori (sforniti delle risorse economiche e delle competenze tecniche necessarie per operare quelle costose indagini) di emularne i comportamenti (di acquisto e di vendita). Ciò spiega, peraltro, la frequente affermazione secondo cui sono proprio gli *hedge funds* gli operatori del mercato azionario ad essere maggiormente esposti a pratiche di *front running* e *copycat*, volte appunto ad emularne o, addirittura, anticiparne le attività di *trading*[143]: notazione, peraltro, confermata da quegli studi

[142] Risoluzione del Parlamento europeo del 23 settembre 2008 recante raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali (2007/2239(INI)). V. *supra* Cap. I, § 3.3.2.

[143] V. Cap. I, par. 2.3. e nt. 61.

empirici che dimostrano come i prezzi di mercato reagiscano all'ingresso di un *hedge fund* nel capitale di un emittente in maniera decisamente più sensibile rispetto all'ipotesi in cui la stessa notizia riguardi un azionista comune[144].

In ogni caso, quanto precede non deve indurre a ritenere auspicabile una maggiore trasparenza degli investimenti azionari di tali operatori, sì da poter essere più agevolmente replicati da altri investitori. In primo luogo, infatti, si è visto come la trasparenza *ex* art. 120 T.u.f., per come attualmente strutturata, non consente il corretto instaurarsi dei meccanismi di *trade decode*, oscurando informazioni che sono di primaria importanza al fine di tracciare quegli investimenti che possono dirsi realmente indicativi della bontà dell'emittente. In secondo luogo, proprio le pratiche emulative di cui si è dato conto, incrementando il prezzo delle azioni prima che l'*hedge fund* abbia concluso l'acquisto del quantitativo programmato, rendono più costoso l'investimento pianificato e rischiano altresì di non consentire all'operatore di coprire i costi di ricerca sostenuti. Ne deriva che, proprio alla fine di incentivare l'efficienza del mercato è necessario conservare la maggiore remunerativitá di quegli investimenti effettuati a seguito di costose analisi tipiche degli *hedge funds*, consentendo agli stessi una maggiore opacità rispetto agli altri azionisti. In tal senso, dunque, si spiega l'innalzamento della soglia di rilevanza *ex* art. 120 T.u.f., il quale, consentendo all'*hedge fund* di cumulare un maggiore *toehold* prima che la *disclosure* alteri il prezzo delle azioni, ne tutela la redditività al fine, non tanto di proteggere i relativi clienti, quanto piuttosto di sventare il rischio che tali operatori rinuncino a studiare approfonditamente le società *target*[145].

Accanto agli effetti negativi di carattere macroeconomico appena esposti, è possibile altresì far notare come la trasparenza in questione potrebbe altresì pregiudicare l'implementazione di quelle strategie dedite allo *shareholder activism* che si è visto condurre alla riduzione degli *agency problems*. Sotto questo punto di vista, giova ricordare quella dottrina nordamericana che ha osteggiato le proposte di abbreviazione del termine di 10 giorni entro il quale la *Schedule* 13D viene pubblicata[146]. Più in particolare, si è visto come tale orientamento abbia sostenuto la necessità di garantire uno spazio di riservatezza ad azionisti attivisti al fine di evitare che le impennate del prezzo delle azioni provocate dalla *disclosure* in parola potessero disincentivare iniziative di *shareholder activism* idonee a porre rimedio a eventuali gestioni inefficienti, riducendone (o azzerandone) la profittabilità. In quella sede, tuttavia, avevamo evidenziato come

[144] V. gli studi condotti sugli *hedge funds* e riportati nel Cap. II, a nota 192. V. anche BOZCUK-LASFER, *The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange*, 40 *J. Fin. Quant. Anal.*, 2005, 635; BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 1730.

[145] Così espressamente ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, in *Uniform L. Rev*., 2010, 730 "*The impact on market functioning is straightforward: free riding by other shareholders on the investment research effort borne by active institutional investors reduces the latter's incentives and therefore makes markets less efficient*.".

[146] V. *supra* Cap. 2, § 3.4.1.

una simile esigenza avrebbe dovuto riflettersi, non tanto sul termine di dilazione, quanto piuttosto sulla soglia di rilevanza. Ed è proprio in questi termini che pare potersi leggere la previsione interna che consente agli *hedge funds* di rendersi noti alla società *target* e al mercato in presenza di una partecipazione più elevata rispetto a quella fissata per altri azionisti "comuni".

In buona sostanza, si può concludere evidenziando come l'attuale disciplina normativa in punto di partecipazioni rilevanti degli *hedge funds* operi un bilanciamento tra: da un lato, l'interesse a consentire a tali operatori di continuare ad operare in qualità di arbitraggisti (prospettiva macroeconomica) e/o attivisti (prospettiva microeconomica) e continuare a concorrere a produrre efficienza sia nel mercato in generale che nelle singole società *target*; dall'altro lato, gli interessi normalmente sottesi alla trasparenza sull'azionariato e di cui si è dato ampiamente conto nel capitolo precedente, tant'è che anche gli *hedge funds* sono tenuti a rivelarsi all'emittente e al mercato là dove aggreghino partecipazioni che (ancorché più elevate rispetto agli azionisti comuni) risultino ancora di minoranza e pertanto risulta auspicabile che vengano coinvolti in forme di collaborazione con amministratori e altri azionisti.

5.2. La maggiore opacità degli *hedge funds* rispetto agli azionisti istituzionali "tradizionali": la riservatezza del portafoglio titoli.

Le medesime ragioni che si sono viste alla base dell'esenzione *ex* art. 119-*bis* Reg. Em. sembrano potersi replicare anche in relazione alla seconda forma di opacità che viene consentita agli *hedge funds* e che li distingue, questa volta, rispetto agli altri azionisti istituzionali (*rectius*: ai gestori di fondi Oicvm): ovvero la possibilità di non comunicare al mercato il portafoglio titoli.

Sul punto è necessario anzitutto notare come la trasparenza sul portafoglio titoli sia molto più invasiva di quella *ex* art. 120 T.u.f.: mentre quest'ultima, infatti, si limita a dar conto di un *singolo investimento* che l'azionista istituzionale ha posto in essere, la prima fa emergere la specifica composizione del portafoglio, il quale è il frutto della complessiva *strategia di investimento* elaborata dall'investitore istituzionale, la quale, mediante la *disclosure*, viene esposta a facili tentativi di replica da parte di chi non ha sostenuto i relativi costi. Si capisce, dunque, che l'obbiettivo di far sì che gli *hedge funds* continuino a seguire strategie di arbitratori e/o attivisti abbia indotto il nostro legislatore (con una soluzione parzialmente diversa rispetto a quanto previsto negli USA) ad evitare la pubblicità su tale informazione rispetto alla esenzione, soltanto parziale, contenuta nell'art. 119-*bis*, co. 7, Reg. Em.

In realtà, come si è visto nell'analisi delle disposizioni sull'informazione in questione, nel nostro sistema non viene consentito agli *hedge funds* di mantenere sul proprio portafoglio titoli una totale riservatezza. Piuttosto, tale informazione soggiace ad una trasparenza debole, essendo comunque previsto che la stessa venga comunicata alla clientela, aprendo così la possibilità anche a terzi soggetti di riuscire ad entrarne in possesso. Si è visto, infatti, che la trasparenza "debole"

non preclude completamente la possibilità di venire a conoscenza di informazioni, ma ne rende più oneroso l'accesso[147]. Così, là dove si vogliano emulare le strategie di investimento degli *hedge funds* si dovrà o investire direttamente negli stessi o acquistare l'informazione da chi la possiede.

D'altro canto, la totale assenza dell'informazione sul portafoglio titoli degli *hedge funds* potrebbe non essere una scelta efficiente in una prospettiva di mercato azionario, implicando una rinuncia a facilitare i meccanismi di *trade decode*, i quali, per potersi innescare, necessitano che al mercato venga consentito l'accesso alle attività di *trading* poste in esser dagli investitori professionali. In buona sostanza, per garantire l'efficienza informativa del mercato si deve procedere ad un non semplice dosaggio del livello di trasparenza cui sottoporre l'informazione in questione al fine: da un lato, di non pregiudicare il mantenimento del ruolo di arbitraggisti degli *hedge funds,* per il quale è necessario mantenere alta la remunerativitá di siffatti operatori; dall'altro, di non impedire l'operatività di meccanismi di efficienza fondati sull'emulazione delle attività di *trading* maggiormente informate. E tale equilibrio viene individuato, nel nostro sistema, mediante non l'impedimento bensì l'innalzamento del costo delle pratiche di *front running* e *copycat*.

Una soluzione più raffinata all'esigenza di bilanciamento testé indicata è stata adottata dal sistema USA il quale, se, da un lato, accorda una totale riservatezza alle attività di *trading* di tali specifici operatori (*Section* 404 del *Private Fund Investment Advisers Registration Act*)[148], dall'altro lato, sottopone gli stessi alla *Section* 13(f) del *Security Exchange Act*, ai sensi della quale tutti i maggiori operatori del mercato azionario (che fanno confluire nello stesso oltre 100 milioni di dollari) sono tenuti a pubblicare l'intero portafoglio degli investimenti in *equity* gestiti. L'analisi qui sviluppata consente ora di rispondere alla domanda che ci si era posti circa gli interessi cui tale complessa struttura sistematica è volta a contemperare. Lungi, infatti, dall'essere il risultato di una svista del legislatore, l'apparente contraddizione del sistema americano si spiega proprio con l'intento di garantire l'efficienza informativa del mercato, consentendo un'attenuta riservatezza agli *hedge funds* senza rinunciare alla possibilità che si inneschino i meccanismi di *trade decode*.

Quanto precede si spiega ricordando brevemente la struttura della *Section* 13(f), che risulta maggiormente idonea a tutelare le strategie di investimento poste in essere dagli operatori professionali. Tale informazione, infatti, è parzialmente diversa rispetto a quella di cui sono tenuti gli azionisti istituzionali "tradizionali", in quanto: da un lato, comprende i soli investimenti in *equity*, depurando il portafoglio da eventuali titoli di diversa natura (anch'essi chiaramente selezionati in base alla strategia globale perseguita); dall'altro, si tratta di una informazione aggregata relativa al totale dei titoli azionari in gestione, a prescindere dallo specifico veicolo di

[147] V. *supra*, Cap. I § 1.2.

[148] V. *supra*, Cap. I § 2.3.

investimento cui sono imputate. In tal modo, viene tenuta al sicuro la strategia di investimento seguita nella gestione del singolo fondo, facendo emergere, piuttosto, la totalità dei titoli azionari che hanno ottenuto una valutazione positiva dall'operatore. A ciò si aggiunga che, anche in tale ipotesi, la trasparenza è adeguatamente dilazionata e, inoltre, là dove tale differimento non sia *ex sé* sufficiente a tutelare l'operatore, è previsto il *confidential treatment* concesso dalla Sec su base casistica là dove la divulgazione possa pregiudicare un "*public interest"* o la riservatezza sia necessaria al fine di garantire *"the protection of investors*", che, dall'analisi qui svolta, può ora identificarsi nella tutela dell'efficienza del mercato nell'esercitare la sua funzione di *pricing*[149].

Ciò premesso, ci si deve a questo punto interrogare sul perché agli *hedge funds* venga consentito un maggior riserbo su questo dato rispetto agli azionisti istituzionali "tradizionali". A tale quesito non pare potersi rispondere semplicemente sostenendo che *solo* gli *hedge funds*, a differenza degli altri azionisti istituzionali, sarebbero soggetti a *front running* o *copycat* tali da poter incrementare i costi sottesi alla implementazione degli investimenti programmati. Se è vero che il portafoglio ristretto degli *hedge funds* rende più facile replicarne la composizione - e dunque copiarne l'intera strategia - rispetto alle maggiori difficoltà di copiare portafogli comprensivi di centinaia e finanche migliaia di titoli, tipici degli azionisti istituzionali "tradizionali", non si può escludere che anche questi ultimi possano subire tali pratiche[150]. D'altro canto, si è visto come nel sistema americano si sia giustificata la dilazione con cui i portafogli titoli di *mutual funds* sono comunicati al mercato proprio alla luce dell'esigenza di mantenerli al riparo da simili pratiche[151]. Né si può escludere *tout court* che anche gli azionisti istituzionali "tradizionali" possano fondare le proprie strategie di investimento su analisi volte a selezionare imprese efficienti e, conseguentemente, concorrere con le proprie attività di *trading* all'efficienza informativa del mercato.

Piuttosto, si è visto come avendo riguardo agli azionisti istituzionali "tradizionali" l'informazione sul portafoglio titoli sia stata pensata per ben altri obbiettivi di carattere sia macro che microeconomico. Anzitutto, gli azionisti istituzionali "tradizionali" sono essenzialmente dei fornitori di servizi di "diversificazione" offerti ad una clientela *retail* al fine di consentire alla stessa l'accesso ad un mercato (quello azionario appunto) che altrimenti avrebbe dei rischi eccessivi rispetto a quelli sopportabili da parte di semplici risparmiatori. Nei confronti di tali operatori, dunque, sarebbe del tutto inopportuna la totale opacità sul principale strumento che

[149] Per l'idea secondo cui la Section 13(f) si giustifichi al fine di consentire la corretta formazione dei prezzi v. *supra* Cap. I, nt. 42.

[150] KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, 1049 "*mutual funds must file semiannual lists showing the amounts and values of the securities they own. This makes it harder for mutual funds to accumulate positions in portfolio companies without such companies, and the market at large, becoming aware of their activities*".

[151] V. *supra* Cap. 1, § 2.2.

consente di dar conto del menzionato livello di diversificazione. In una prospettiva macroeconomica, infatti, l'ampio accesso a tale informazione è funzionale a garantire la fiducia dei risparmiatori e, conseguentemente, a consentire che per il tramite di tali veicoli di investimento le imprese vengano approvvigionate di capitale che sarebbe altrimenti destinato ad investimenti meno rischiosi. In una prospettiva microeconomica, invece, si è visto come l'elevato livello di diversificazione si ripercuota negativamente sugli incentivi all'attivismo dell'azionista istituzionale, sì che l'informazione sulla composizione del portafoglio titoli consenta di affinare la presunzione di attivismo *ex* art. 120 T.u.f.[152]. Inoltre, proprio la contezza del livello di diversificazione consente altresì di valutare la probabilità che il fondo possa essere contemporaneamente investito in emittenti in conflitto di interesse, contribuendo così a consentire la valutazione del rischio di *moral hazard* sottesa alla trasparenza sull'azionariato.

Viceversa, tali esigenze non sono state avvertite per gli *hedge funds* i quali, come più volte sottolineato, lungi dal prestare servizi di diversificazione, gestiscono portafogli particolarmente concentrati e funzionali a strategie di investimento altamente specializzate che si caratterizzano per il maggiore rischio e la maggiore remunerativitá che possono generare. In tal senso, dunque, il portafoglio titoli non sarebbe funzionale né a creare fiducia presso il pubblico dei risparmiatori (ai quali gli *hedge funds* non possono rivolgersi) né ad integrare l'informativa *ex* art. 120 T.u.f., tenuto conto che il (ridotto) livello di diversificazione non è in alcun modo idoneo a inficiare le possibilità di attivismo, né rappresenta un dato significativo al fine di valutare il rischio di *moral hazard*.

5.3. La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli altri azionisti: le informazioni aggiuntive in caso di conquista del controllo.

Individuate le ragioni della maggiore opacità consentita agli *hedge funds*, rispetto agli altri azionisti (tanto comuni quanto istituzionali), si può ora concentrare l'attenzione sulle forme di *disclosure* cui tali specifici operatori sono sottoposti. Sul punto, giova ancora richiamare quanto era stato prospettato dal Parlamento Europeo nella propria Risoluzione del 23 settembre 2008[153], ove, accanto all'(inascoltato) auspicio ad una riduzione per gli *hedge funds* delle percentuali di rilevanza ai sensi dell'art. 120, veniva altresì richiesto che gli stessi fossero tenuti ad una maggiore trasparenza là dove "*tal[e] categori[a] di investitori poss[a] essere differenziat[a]*" da altri azionisti (comuni e istituzionali). Seguendo probabilmente tale raccomandazione, il legislatore unionista (seguito da quello interno) ha ritenuto giustificato aggravare l'informativa in capo agli *hedge funds* là dove gli stessi (da soli o in concerto con altri *hedge funds*) assumano il controllo

[152] V. *supra* § 3.

[153] Risoluzione del Parlamento europeo del 23 settembre 2008 recante raccomandazioni alla Commissione sulla trasparenza degli investitori istituzionali (2007/2239(INI)), sulla quale v. *supra* Cap. 1, § 3.3.2.

degli emittenti (artt. 28 Direttiva Aifmd, 46 T.u.f. e 28-*terdecies*, Reg. Em.)[154], imponendo agli stessi di comunicare: *i)* gli altri *hedge funds* con cui il controllo viene congiuntamente esercitato; *ii)* le politiche di comunicazione con l'emittente; *iii)* le politiche per prevenire e gestire i conflitti di interesse endosocietari. Viceversa, come si vedrà nel paragrafo successivo, là dove tali operatori assumano la posizione di soci di minoranza, ha esteso agli stessi i medesimi obblighi informativi che si sono visti per gli altri azionisti istituzionali.

Focalizzando dunque l'attenzione sulle informazioni divulgate dall'*hedge fund* di controllo ai sensi della normativa citata, anzitutto, non si può non far notare un significativo parallelismo con la generale *disclosure* imposta a tutto l'azionariato. Da un lato, vi è una parziale coincidenza tra i destinatari delle due informative, in quanto le informazioni previste *ad hoc* per l'*hedge fund* di controllo dovranno essere comunicate a: *a)* l'emittente, *b)* la Consob; a cui si aggiungono, *c)* i soci la cui identità è nota, che possono essere a buon titoli individuati negli altri *blockholders*; e *d)* i lavoratori (o i relativi rappresentanti). Si badi, peraltro, che ai sensi della disciplina regolamentare interna, tali informazioni andranno contenute nel prospetto *ex* art. 102 T.u.f., sì da essere pubbliche mediante il sito della Commissione in maniera analoga a quanto avviene per la *disclosure* sulle partecipazioni rilevanti e i patti parasociali.

Dall'altro lato, non si può mancare di rilevare una certa sintonia tra il contenuto dell'informativa in parola e le funzioni della trasparenza *ex* art. 120 e 122 che si sono individuate nel precedente capitolo.

Anzitutto, si deve constatare una vera e propria sovrapposizione tra il contenuto della trasparenza imposta specificamente agli *hedge funds* e quella cui tutti gli azionisti sono tenuti. Il riferimento va, in particolare, alla prima informazione che la disciplina in commento impone di comunicare (*sub i*), volta a identificare il/i Geifa che esercita/no il controllo. Più nello specifico, la normativa unionista impone di indicare "*l'identità dei GEFIA che, individualmente o in accordo con altri GEFIA, gestiscono i FIA che hanno acquisito il controllo*" (art. 28, Direttiva Aifmd), e, in modo del tutto analogo, la regolamentazione domestica di attuazione del comando comunitario ha imposto alla S.g.r. controllante di indicare "*le altre Sgr che cooperano con essa in virtù di un accordo in base al quale i FIA gestiti hanno acquisito congiuntamente il controllo*". Si tratta, all'evidenza, di informazioni ridondanti, tenuto conto che: là dove il gestore eserciti il controllo solitario, esso è già tenuto a farsi conoscere ai sensi dell'art. 120 T.u.f., anche là dove la partecipazione di maggioranza sia detenuta per il tramite di diversi Fia; là dove, invece, sussista un accordo tra una pluralità di gestori ai fini di esercitare un controllo congiunto, questo non potrà che considerarsi un patto parasociale volto all'esercizio di un'influenza dominante sull'emittente *ex* art. 122, co. 5, lett. d), con conseguente obbligo di palesare al mercato, non solo l'identità dei paciscenti, ma altresì i contenuti salienti dell'accordo stesso.

[154] V. *supra* Cap. I, § 4.

Rappresentano invece una vera e propria integrazione della trasparenza sull'azionariato - sì da consentire alla stessa di meglio svolgere le proprie funzioni - le ulteriori due informazioni che l'*hedge fund* di controllo è tenuto e comunicare. Più in particolare, mediante la comunicazione *sub ii)* viene chiesto all'*hedge fund* di rendere trasparente la politica mediante la quale lo stesso organizza il dialogo societario e gestisce lo scambio di informazioni inerenti l'emittente, la quale si pone in perfetta sintonia con la principale funzione della trasparenza sull'azionariato che è stata identificata nell'esigenza di consentire un dialogo tra *blockholders*, nonché tra questi ultimi e gli amministratori[155]. Per quanto concerne l'informazione sulla la politica di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse endosocietari (*sub iii*), questa si pone in linea con il secondo obbiettivo, sotteso all'art. 120 T.u.f., di consentire l'individuazione dei centri in cui si annida il *moral hazard*.

Prima di addentrarci nella spiegazione di tali obblighi di *trasparenza*, pare necessario anzitutto notare come, a monte, vi sia un (implicito) obbligo *organizzativo* dell'*hedge fund*, consistente nell'adozione delle regole interne volte a disciplinare i propri rapporti con la società *target* nei due profili appena indicati (dialogo e presidi al *moral hazard*).

Ciò si spiega ricordando la diffidenza che il legislatore ha mostrato verso ipotesi in cui il controllo sia sottratto alle mani dell'industria per transitare in quelle della finanza, tenuto conto di come quest'ultima sia mossa da orizzonti temporali limitati e, pertanto, non sempre attenta a garantire la continuità aziendale. In tal senso, pertanto, è possibile affermare che gli obblighi organizzativi testé menzionati si affiancano al più penetrante divieto di *asset stripping*, completando così i presidi che il sistema appresta contro il rischio che intenti prettamente speculativi e contrari alla sostenibilità aziendale penetrino nelle strategie imprenditoriali degli emittenti. Invero, come meglio si darà conto nel prosieguo, il legislatore unionista e domestico non indica il minuzioso contenuto che tale organizzazione deve avere, spesso limitandosi a indicare gli aspetti su cui la stessa debba porre l'accento, ma rimettendo, in buona sostanza, allo stesso *hedge fund* la decisione in merito al contenuto delle menzionate regole. Piuttosto, è alla trasparenza che la disciplina affida il ruolo di presidiare i rischi che il controllo in mano alla finanza porta con sé. Più nello specifico, in situazioni in cui viene meno quel filtro rappresentato dall'azionista di maggioranza "industriale" il sistema rafforza le informazioni nelle mani degli altri *blockholders* (espliciti destinatari dell'informativa in questione) per espletare la loro tradizionale attività di monitoraggio che, nei sistemi a proprietà concentrata, si indirizza in primo luogo sull'efficienza e la lealtà dell'azionista di controllo.

Quanto precede sembra, così, fornire la risposta al quesito che si era a suo luogo formulato circa le ragioni per cui tali approfondimenti informativi siano previsti nella sola ipotesi in cui il

[155] V. *supra* Cap. 1, § 4 per il chiarimento della formulazione letterale delle disposizioni domestiche e unioniste.

controllo sia nelle mani di un *hedge fund*, mentre il sistema non abbia sentito l'esigenza di imporre la medesima precisione là dove l'azionista di maggioranza risulti un soggetto diverso.

5.3.1. Politica per la comunicazione interna ed esterna relativa all'emittente.

Ciò premesso, e partendo dalla comunicazione sub *ii)* la disposizione unionista chiede all'*hedge fund* di comunicare "*la politica di comunicazione esterna e interna relativa alla società, in particolare per quanto riguarda i lavoratori*". Come anticipato, tuttavia, l'attuale dato normativo non dispone in maniera precisa i contenuti che tale politica deve presentare. In ogni caso, sembra possibile ritenere che la stessa debba indicare le regole che l'*hedge fund* segue: da un lato, per comunicare con i diversi destinatari dell'informativa (quindi non solo i lavoratori, come la nostra disposizione interna prevede, bensì anche l'emittente e i soci conosciuti, c.d. "comunicazione interna"); dall'altro lato, per gestire lo scambio di informazioni tra gli stessi onde evitare fughe di notizie che possano pregiudicare la stessa società controllata (c.d. comunicazione "esterna")[156].

Avendo specifico riguardo ai profili di "comunicazione interna", sembra pertanto che il legislatore abbia implicitamente imposto all'*hedge fund*, accanto all'inziale obbligo informativo da adempiere nel momento di assunzione del controllo, la necessità di instaurare dei flussi informativi periodici con i diversi soggetti coinvolti nell'impresa sociale, lasciando tuttavia facoltà allo stesso di determinarne le specifiche modalità.

Qualche parola merita di essere spesa in relazione alla categoria dei lavoratori, su cui la disposizione comunitaria chiede di prestare particolare attenzione. A tal proposito, il sistema non pretende che l'*hedge fund* attivi un diretto flusso informativo con gli stessi, ma piuttosto richiede allo stesso di premurarsi che l'organo amministrativo provveda a tenere informati gli stessi (o i relativi rappresentanti)[157] dei principali eventi attinenti l'emittente. Si tratta, a ben vedere, di un'attenzione più incisiva rispetto a quella che normalmente il sistema presta a tale categoria di

[156] In tal senso, espressamente il Considerando 58 della Direttiva Aifmd: "*Gli Stati membri dovrebbero adoperarsi affinché i GEFIA interessati non esigano la comunicazione di informazioni da parte del consiglio di amministrazione ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi, allorché la natura delle informazioni in oggetto sia tale da nuocere gravemente, in base a criteri oggettivi, al funzionamento della società interessata o possa portarle pregiudizio.*".

[157] In tal senso, il considerando 54 afferma "*Obblighi specifici di informazione ai lavoratori di determinate società si applicano nei casi in cui i FIA acquisiscano il controllo su società […] conformemente ai principi generali del diritto societario, non sussiste alcun rapporto diretto tra gli azionisti e i rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, i lavoratori stessi. Per tali ragioni, a un azionista o al suo gestore, vale a dire al FIA e al GEFIA, non possono essere imposti ai sensi della presente direttiva obblighi specifici di informazione ai rappresentanti dei lavoratori, o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi. Per quanto riguarda gli obblighi di informazione a tali rappresentanti dei lavoratori, o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi, la presente direttiva dovrebbe prevedere in capo al GEFIA interessato l'obbligo di adoperarsi al meglio per assicurare che il consiglio di amministrazione della società interessata renda pubbliche le relative informazioni ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi.*".

soggetti nell'ambito di un *change of control*, ove agli amministratori viene semplicemente richiesto di trasmettere ai lavoratori (o ai relativi rappresentanti) il documento contenente l'offerta di acquisto (art. 102, co. 2, T.u.f.), sì da consentire agli stessi di valutare le ripercussioni occupazionali che la variazione dell'azionista di controllo può implicare. L'instaurazione di un canale informativo più assiduo sembra, ancora una volta, spiegarsi tenendo conto del particolare interesse che i lavoratori nutrono verso la continuità aziendale, dipendendo da questa il mantenimento del loro posto di lavoro.

Tenuto conto, poi, del fatto che il consiglio di amministrazione rappresenta il tramite necessario nella comunicazione con i lavoratori, pare parimenti necessario che la politica di comunicazione "interna" espliciti altresì le regole organizzative secondo le quali l'*hedge fund* dialoga con l'organo gestorio della società controllata. In tal senso, nell'informazione in questione sembra potersi scorgere una certa analogia con la trasparenza sul contenuto dei patti parasociali *ex* art. 122, la quale, come visto, dà conto di quelle regole dell'organizzazione parasociale che, disciplinando le modalità mediante le quali il controllo viene esercitato da parte dei paciscenti, sono destinate ad interagire con l'organizzazione sociale[158]. In senso simile, la politica di comunicazione stabilisce (questa volta in via unilaterale), le modalità mediante le quali l'*hedge fund* interagisce con gli amministratori della società e organizza l'esercizio del controllo. In buona sostanza, mediante questa disposizione sembra che il sistema imponga all'*hedge fund* che raggiunga il controllo di rinunciare alla propria azione "behind the scene" e di dar conto di come sono strutturati i propri contatti con gli amministratori.

Infine, avendo riguardo agli altri soci cui l'informativa sulla politica di comunicazione va inoltrata, non sembra sussistere un vero e proprio obbligo per l'*hedge fund* di avviare con gli stessi un dialogo o una qualche forma di collaborazione attiva, tuttavia, si può ritenere che nei confronti degli stessi debba essere instaurato un canale informativo almeno pari a quello previsto nei confronti dei lavoratori. Se, infatti, per tale ultima categoria è stato necessario prevedere una disposizione *ad hoc* per poterli considerare destinatari di flussi informativi, lo stesso non è per gli altri azionisti, tenuto conto del peculiare rapporto fiduciario che li lega agli amministratori. D'altro canto, fermo restando l'esigenza di presidiare il rischio di inopportune fughe di notizie (i cui rimedi dovranno essere previsti nella politica sulla comunicazione "esterna"), non si può non vedere come sarebbe irrazionale consentire l'accesso ad informazioni ai lavoratori escludendone parallelamente i soci. Piuttosto, l'esigenza di prevedere nella politica sulla comunicazione l'attivazione di un canale informativo anche verso gli altri azionisti trova fondamento nella stessa *ratio* di tale *disclosure* volta, come visto, a rafforzare l'attività di monitoraggio dei *blockholders* nei confronti del controllante finanziario. In tal senso, nei confronti degli emittenti soggetti al potere della finanza, nell'ottica del legislatore, risulta più che mai pregnante l'esigenza di porre

[158] V. *supra*, Cap. II, § 6.2.

rimedio a fenomeni di *selective disclosure*[159], ove il socio di controllo riesce a carpire informazioni sensibili mediante i suoi contatti con l'organo gestorio tenendone all'oscuro gli altri azionisti e, conseguentemente, pregiudicandone l'attività di *monitoring*.

5.3.2. Politica per la gestione dei conflitti di interesse endosocietari.

Passando invece all'informazione relativa alla politica in materia di conflitti di interesse (*sub iii*), anche qua il nostro legislatore manifesta tutta la sua diffidenza nei confronti degli *hedge funds* di controllo, imponendo agli stessi l'adozione di misure organizzative volte a prevenire e gestire eventuali conflitti di interesse endosocietari, Fermo restando che l'*hedge fund* resta libero di adottare le misure organizzative che ritiene più opportune[160], lo stesso è però tenuto a farle conoscere agli altri azionisti affinché ne valutino l'adeguatezza e, conseguentemente, calibrino correttamente la propria attività di monitoraggio.

Sul punto peraltro è necessario spendere qualche parola sulle differenze intercorrenti tra la *disclosure* in parola e quanto si è visto in punto di *voting strategies*, al fine di capire i supplementi informativi che la finanza è tenuta a fornire là dove raggiunga il controllo. Sul punto giova premettere che, ai sensi dell'analisi condotta sulle *voting strategies*[161], non pare assumere rilievo il fatto che mentre queste ultime si focalizzano sul rapporto intercorrente tra gestore e relativi clienti, le politiche degli *hedge funds* di controllo vengono declinate avendo riguardo ai conflitti endosocietari (tra gestore o relativo FIA e società). Si è visto, infatti, che: da un lato anche le *voting strategies*, dovendo dar conto di come il fiduciario organizza l'esercizio del voto al fine di garantire la soddisfazione dell'interesse dei fiduciari, non possa non disciplinare le ipotesi in cui quest'ultimo contrasti con l'interesse sociale; dall'altro lato, le eventuali violazioni del mandato fiduciario alla valorizzazione del portafoglio si ripercuotono anche a livello societario.

Piuttosto, tra le due informative si possono individuare tre significative differenze.

In primo luogo, mentre le *voting strategies* hanno riguardo soltanto alle regole organizzative volte a *gestire* eventuali conflitti di interesse, l'*hedge fund* di controllo dovrà altresì comunicare - e prima ancora predisporre – le misure adottate al fine di *prevenire* che situazioni di conflitto endosocietario vengano a realizzarsi. Pare peraltro significativo notare come tale disposizione si distanzi altresì rispetto a quanto viene normalmente imposto all'azionista controllo dal diritto comune. Come noto, infatti, l'art. 2373 c.c., lungi dall'imporre al socio di controllo di prevenire eventuali conflitti di interesse in cui possa versare, si limita a stabilire la possibilità di

[159] V. *supra*, Cap. II, nt. 210.

[160] Non pare, peraltro, che sul punto possa venire in rilievo l'art. 14 della Direttiva Aifmd in tema di conflitti di interesse, il quale, nell'elenco dei diversi soggetti che possono entrare in conflitto, non annovera mai la società partecipata. In senso dubitativo, CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

[161] V. *supra*, § 3.3.

rimediare (dunque in un'ottica *ex post*) ad eventuali delibere dannose approvate con il voto (determinante) del controllante in conflitto. In altre parole, se il socio di maggioranza viene in genere lasciato del tutto libero di scegliere tra astenersi o votare (anche) *contra societate*[162] - fermo restando l'eventuale attivazione delle menzionate misure rimediali -, viceversa, nel caso in cui l'azionista di maggioranza sia un *hedge fund*, allo stesso viene imposto di adoperarsi affinché si riduca al minimo la possibilità che lo stesso si trovi nella posizione di compiere la scelta testé indicata.

In secondo luogo, la politica sui conflitti di interesse degli *hedge funds* di controllo – a differenza di quanto si è visto per le *voting strategies* - non è limitata al solo esercizio del potere di voto[163], ma dovrebbe riguardare, in senso ben più ampio, il complessivo esercizio del controllo, sconfinando così anche dal ristretto ambito di applicazione dell'art. 2373 c.c. Sul punto, peraltro la disposizione è oltremodo chiara là dove impone alla politica sui conflitti di interesse di fare esplicito riferimento alle "*salvaguardie stabilite per garantire che eventuali accordi tra il GEFIA e/o il FIA e la società siano conclusi alle normali condizioni di mercato*" (art. 28, co. 2, Direttiva Aifmd, trasposto senza sostanziali variazioni all'art. 28-undecies, co. 1, lett. e, Reg. Em. Richiamato dall'art. 28-*terdecies*), le quali, pertanto, andranno ad affiancarsi alle procedure predisposte dallo stesso emittente in base alla disciplina delle operazioni con parti correlate.

In terzo luogo, una differenza significativa si ha in punto di struttura delle due informative. Infatti, mentre le *voting strategies*, come visto, vengono declinate in via generale, ovvero possono considerarsi valide per qualunque emittente partecipato, la politica di gestione dei conflitti di interesse per gli *hedge funds* di controllo è "firm specific", ovvero deve essere ritagliata "su misura" per la singola società controllata. Pertanto, anche i profili che sembrano accomunare le due informative (il riferimento va soprattutto alle modalità di *gestione* dei conflitti che dovessero presentarsi) si distinguono per il maggior grado di specificità richiesto là dove l'*hedge fund* raggiunga il controllo. Ciò si giustifica sempre nell'intento di consentire ai *blockholders* di avere un bagaglio informativo più preciso al fine di esercitare il necessario monitoraggio sull'*hedge fund*.

Ciò non significa, ancora una volta, che la comunicazione in parola consenta di far emergere gli specifici interessi di cui è latore l'azionista in merito a singole operazioni sociali. Anche in questo caso, infatti, la politica consente semplicemente di far conoscere i rimedi all'uopo posti dall'azionista al fine di prevenire e gestire eventuali conflitti di interesse, sì da consentire agli altri azionisti di valutarne l'adeguatezza e l'efficienza e poter operare quei calcoli probabilistici in punto di rischio di *moral hazard*. Piuttosto, là dove l'*hedge fund* versi in una

[162] MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in AA. VV., *Diritto commerciale*^{2}, II, Torino, 2014, 404.

[163] Lo fa notare CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*.

posizione di concreto di conflitto di interessi si deve richiamare quell'orientamento dottrinale qui condiviso che, tra le maglie del sistema, è riuscito ad identificare l'obbligo per gli azionisti istituzionali - ivi inclusi, all'evidenza, anche gli *hedge funds* - di darne comunicazione.

5.4. La maggiore trasparenza degli *hedge funds* rispetto agli azionisti comuni: le informazioni aggiuntive fuori dai casi di conquista del controllo.

Come anticipato, fuori dalle ipotesi in cui assuma il controllo, l'*hedge fund* è tenuto, come tutti gli azionisti istituzionali, alla comunicazione delle proprie *voting strategies* (art. 37 Reg. del. 231/2013), aventi il medesimo contenuto di cui si è dato già conto. Sembra infatti, che là dove l'attivismo degli *hedge funds* debba necessariamente transitare attraverso il filtro dell'industria, le premure che si sono viste giustificare la *disclosure* (e i correlati obblighi organizzativi) descritta nel paragrafo precedente, vengono meno e, conseguentemente, l'esigenza di rafforzare il monitoraggio degli altri *blockholders*.

Ciò premesso, tuttavia, le peculiarità di tali operatori sembrano consentire una lettura parzialmente diversa dalle informazioni in questione, rispetto a quella fornita in relazione agli azionisti istituzionali "tradizionali". Avendo riguardo a tale ultima categoria, si è visto, infatti, che l'esigenza di una informativa più stringente rispetto a quella desumibile dalle comunicazioni *ex* art. 120 T.u.f. deriva dalla complessità degli incentivi sottesi all'attivismo, sì che il semplice dato relativo all'ammontare della partecipazione gestita, pur senz'altro rilevante, non è l'unico che può essere tenuto in considerazione. Quanto precede non sembra, invero, replicabile per gli *hedge funds* che, come visto, non soggiacciono a quegli ostacoli (fisiologici e patologici) che limitano la capacità di intervento degli azionisti istituzionali "tradizionali". Ne deriva che, nei confronti degli *hedge funds*, la presunzione di attivismo contenuta nella comunicazione *ex* art. 120 T.u.f., risulta pienamente attendibile. Ciò non significa, ovviamente, ritenere attivi tutti gli *hedge funds*: una simile affermazione sarebbe in contrasto con il dato empirico, che mostra come soltanto una esigua minoranza degli stessi sia dedita a quello *shareholder activism* spinto, volto a condizionare la conduzione dell'impresa. Piuttosto, significa che al raggiungimento delle soglie di rilevanza (oltretutto maggiorate) gli *hedge funds* hanno le carte in regola per poter esercitare la *voice*, almeno nella più blanda forma di monitoraggio verso i controllanti.

Quanto precede, in ogni caso, non fa venir meno l'esigenza di integrare la *disclosure ex* art. 120 T.u.f., atteso che anche gli *hedge funds* prestano quelle caratteristiche tipologiche (professionalità e natura finanziaria) che si è visto giustificare la trasparenza sulle *voting strategies*, al fine: sia di facilitare il dialogo extra-assembleare, che di preventivare il livello di rischio di *moral hazard*.

Sotto il primo punto di vista, l'analisi condotta sugli *hedge funds* chiarisce definitivamente l'importanza che le *voting strategies* - nella parte in cui impongono l'indicazione

del "come" l'azionista esercita la *voice* – dispiegano nei rapporti di *governance*. La trasparenza sugli orientamenti di voto, infatti, consente di avere maggiore contezza della distanza o vicinanza di interessi tra azionisti ontologicamente diversi, in modo altresì da consentire al socio di controllo di poter meglio apprezzare eventuali proposte "firm specific" provenienti dall'*hedge fund*. In tal senso, dunque, non solo, al pari di quanto visto per gli azionisti istituzionali le *voting strategies* migliorano il dialogo, ma altresì consentono all'industria di svolgere meglio la funzione di filtro nei confronti delle iniziative provenienti da chi può essere latore di interessi altamente speculativi[164].

Passando, invece, ai profili attinenti al *moral hazard*, si ricordi che le menzionate strategie danno conto non solo dei presidi adotti dall'azionista istituzionale al fine di gestire eventuali conflitti di interessi che lo contrappongono ai propri clienti (tendenzialmente, peraltro, inferiori rispetto quelli che normalmente caratterizzano il rapporto fiduciario degli azionisti istituzionali "tradizionali" con i propri clienti), ma altresì le politiche volte a gestire eventuali conflitti di interessi endosocietari che potrebbero esporre il fondo ad azioni risarcitorie *ex* art. 2373 c.c. In riferimento a tale secondo punto di vista, è necessaria una notazione. Come visto, gli *hedge funds* sono particolarmente esposti a conflitti di interesse, non tanto (o almeno non solo) perché possono essere contemporaneamente investiti in una due emittenti aventi interessi in contrasto in una specifica operazioni, quanto piuttosto perché gli stessi hanno ampia facoltà di investire in strumenti derivati e sono particolarmente avvezzi all'utilizzo di sofisticate tecniche di *decoupling* che generano fenomeni di *empty voting*[165].

Rinviando a quanto si è ampiamente detto circa la esigenza di procedere ad un aggiornamento della *disclosure ex* art. 120 T.u.f., al fine di far emergere (anche) tali divaricazioni tra rischio e potere[166], si può in ogni caso evidenziare come le politiche sui conflitti di interesse dovrebbero quantomeno stabilire (in via generale ed astratta) come l'azionista intende comportarsi nei casi più estremi di *decoupling*, ove l'interesse dell'*hedge fund* giunge ad essere negativamente correlato all'andamento dell'emittente. Se poi si condivide la tesi qui sostenuta, là dove l'operatore decida di esercitare la *voice* nel caso specifico, egli dovrà preventivamente dichiarare la sussistenza di un conflitto di interesse. In ogni caso, ad avviso di chi scrive, questo risulta un rimedio insufficiente ai rischi sottesi al fenomeno del *decoupling*. A differenza delle posizioni di conflitto di interesse in cui comunemente un azionista può venirsi a trovare, che

[164] Viceversa, se per gli azionisti istituzionali "tradizionali" si è visto che le politiche di voto sono funzionali altresì a consentire di influenzare "a distanza" la vita societaria, al fine di evitare il rischio di integrare la fattispecie di "azione in concerto" e conseguentemente essere obbligati a lanciare un'opa, la stessa premura probabilmente non caratterizza la trasparenza sulle politiche di voto degli *hedge fund*, i quali non soggiacciono ad alcun limite partecipativo e possono raggiungere senza problemi il controllo.

[165] V. *supra* § 4.2.

[166] V. *supra* Cap. II § 5.4.2.

risultano confinate ad una specifica operazione fuori dalla quale l'interesse del socio torna ad allinearsi con quello sociale, nei casi estremi di *decoupling* si realizza una endemica e costante situazione di contrasto tra socio e società, i cui interessi sono destinati a non convergere mai. A ciò si aggiunga che là dove l'*hedge fund* dovesse avere una posizione netta corta verso un emittente, è chiaro che, nei confronti di quest'ultimo e dei relativi soci, le informazioni relative agli orientamenti di voto sarebbe senz'altro fuorvianti e, piuttosto, diametralmente opposte rispetto all'atteggiamento che è possibile aspettarsi dallo stesso nell'ambito della società *target*, pregiudicando del tutto l'utilità delle stesse e, addirittura, traendo in inganno emittente, soci e, più in generale, tutto il mercato. Non stupisce, pertanto, come una certa dottrina abbia ritenuto possibile prospettare l'integrazione della fattispecie dell'abuso di mercato in quei casi in cui l'*hedge fund* abbia esercitato un attivismo spinto nell'ambito della *governance* dell'emittente finalizzato a deprimerne il prezzo delle azioni[167]. In situazioni di tal fatta, dunque, si ribadisce l'esigenza che il sistema consenta all'emittente e ai soci (e più in generale al mercato) di sapere di "avere un nemico in casa".

6. Profili critici dell'attuale disciplina e prospettive di riforma: la proposta di modifica della *Shareholder Right Directive*.

Individuata l'astratta funzione societaria che la specifica trasparenza degli azionisti istituzionali dispiega, è possibile a questo punto spendere qualche parola in merito ad alcuni profili critici dell'attuale normativa e comprendere se ed in che misura agli stessi potrebbe porre rimedio l'eventuale approvazione della proposta di modifica della *Shareholder Right Directive* attualmente pendente presso le istituzioni unioniste, nonché esprimere una prima opinione sulla stessa.

6.1. L'informazione sugli orizzonti temporali.

In primo luogo, il lettore non avrà mancato di notare come dall'attuale quadro normativo non riesce ad emergere un dato di particolare importanza, ovvero gli orizzonti temporali avuti di mira dall'azionista istituzionale. Questo, come visto, non solo è l'aspetto su cui maggiormente si è concentrata la preoccupazione (invero non esattamente centrata) sull'attivismo degli *hedge funds*, ma è altresì un elemento essenziale al fine di valutare l'astratta possibilità per l'azionista istituzionale di dedicarsi allo *shareholder activism*, tenuto conto che una *conditio sine qua non* dell'attivismo è rappresentata dall'assunzione di una prospettiva di non breve periodo.

[167] ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, 584 ss.

In tal senso, si apprezza e si giustifica la particolare attenzione posta sugli orizzonti temporali degli azionisti istituzionali prestata dal disegno di direttiva, il quale vorrebbe che il mercato venisse reso edotto: da un lato, del "modo" in cui le strategie di investimento di tali operatori "contribuisc[ono] al rendimento a medio e lungo termine" degli investimenti effettuati (art. 3-*octies*, co. 1 e art. 3-*novies*); dall'altro lato, del contenuto di quegli accordi con eventuali gestori di attivi che la dottrina ha considerato capaci di accorciare gli orizzonti temporali di azionisti istituzionali aventi tendenzialmente prospettive di lungo termine (artt. 3-*octies*, co. 2)[168].

Sotto il primo punto di vista, si badi come la disposizione fa riferimento solo al "come" l'azionista istituzionale ha cura del rendimento di lungo periodo, nel quale, deve tuttavia ritenersi implicito anche il "se" ha interesse nello stesso, atteso che non esiste nessun divieto di adottare orizzonti temporali di breve e anche brevissimo periodo. In tal senso, gli azionisti istituzionali non solo dovrebbero, a monte, dichiarare l'orizzonte temporale avuto di mira, ma altresì, là dove lo stesso fosse di lungo periodo, specificare come l'azionista si preoccupi di garantire il mantenimento del valore nel tempo e, dunque, se a tal proposito sia dedito allo *shareholder activism*. Si capisce, dunque, che una simile informazione si porrebbe perfettamente in linea con la presunzione contenuta nell'art. 120 T.u.f., la quale verrebbe arricchita dall'ulteriore dato fondamentale rappresentato dagli orizzonti temporali.

Avendo riguardo al secondo profilo, invece, giova richiamare quanto si è visto in merito alla possibilità che l'affidamento ad un *asset manager* della gestione del fondo, porti con sé il rischio di accorciare gli orizzonti temporali di veicoli di investimento pensati per produrre rendimenti di lungo periodo. In tal senso, è possibile confrontare la trasparenza sugli accordi in questione con quella più in generale prevista per gli accordi parasociali *ex* art. 122, anch'essi destinati a vedere i propri tratti salienti comunicati al pubblico. Tuttavia, se per questi ultimi la *ratio* è stata individuata nel sicuro attivismo dei paciscenti, viceversa, per gli accordi con *asset manager* l'obbiettivo sembrerebbe essere diametralmente opposto, ovvero quello di valutare se detti accordi siano strutturati in modo da garantire che lo *shareholder activism* non venga pregiudicato. Peraltro, il flusso informativo che si richiede venga implementato tra *asset manager* e investitore istituzionale sembra volto a consentire un monitoraggio sul rispetto del menzionato accordo, sì da garantire che l'informativa al pubblico contenga dati attendibili (art. 3-*novies*).

Quanto precede consente, pertanto, di confermare le valutazioni che si erano effettuate circa l'inidoneità di tale trasparenza a porre rimedio alla miopia degli azionisti istituzionali, essendo piuttosto funzionale a consentire al mercato di valutare se e in che modo, tale miopia esista e pregiudichi lo *shareholder activism*.

[168] V. *supra* Cap. I § 3.4.1.

6.2. Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla trasparenza sulla "sintesi" alla trasparenza sulle intenzioni.

Oltre al *deficit* normativo appena menzionato, si deve poi dar conto di come la facoltà riconosciuta all'azionista istituzionale di consentire l'accesso non all'intera strategia, bensì solo ad una *sintesi* della stessa ha condotto allo sviluppo di prassi scarsamente appaganti, in cui le informative risultano oltremodo laconiche, spesso non più lunghe di un paio di paginette, peraltro altamente standardizzate, e riempite con formule vuote che ripetono pedissequamente l'impegno - già disposto a livello normativo – di esercitare il voto nell'esclusivo interesse dei beneficiari e di presidiare i rischi di conflitti di interesse.

In buona sostanza, alla luce di tali informative, a dispetto di quanto vorrebbe il disposto normativo, risulta spesso impossibile comprendere quanto o come l'azionista istituzionale si impegni ad esercitare lo *shareholder activism* nella gestione degli investimenti in portafoglio[169], ne è dato modo di comprendere quanto adeguati siano i presidi adottati al fine di gestire il rischio di *moral hazard*. Da un utilissimo strumento conoscitivo (per i clienti e) per il mercato nei termini che si sono visti nel presente capitolo, tali politiche di voto vengono trasformate in una mera ripetizione delle disposizioni normative, del tutto inidonea a far emergere le differenze (anche molto significative) intercorrenti tra i diversi azionisti istituzionali e a consentire la necessaria integrazione dell'art. 120 T.u.f. La causa di tale insoddisfacente risultato deve essere individuata, ad avviso di chi scrive, nella difficoltà di ricavare dall'attuale disposto normativo quel livello minimo di dettaglio che possa dirsi appagante per le esigenze sottese a tali informazioni[170]. Il punto, dunque, non è tanto di impedire agli azionisti istituzionali di adempiere all'obbligo in parola mediante una semplice sintesi – la quale, anzi, è senz'altro auspicabile al fine, non solo di consentire agli stessi un risparmio di costi, ma altresì per di evitare indesiderabili sovraccarichi di inutili informazioni[171] - quanto piuttosto quello di articolare meglio i profili che da tale sintesi devono in ogni caso emergere.

---

[169] Avendo riguardo, ad esempio, al "quando" l'azionista istituzionale esercita il voto, le *voting policies* spesso si limitano ad affermare, in via del tutto generica, che l'azionista istituzionale non eserciterà la propria *voice* là dove la partecipazione gestita sia tale da non essere idonea ad influire sulle sorti delle votazioni, e risulti di scarsa rilevanza in rapporto al patrimonio dell'Oicr, sì che la relativa valorizzazione non riesca ad incidere sul valore complessivo del portafoglio gestito. Affermazioni di tal fatta, lungi dal dar conto dei criteri in base ai quali l'azionista istituzionale seleziona gli emittenti in cui ritiene opportuno dedicarsi allo *shareholder activism*, si limitano semplicemente a "ricordare" una caratteristica tipologica di tali operatori, insita nella loro stessa natura: ovvero che l'elevato livello di diversificazione impedisce loro di potersi dedicare all'attivismo per tutte le società partecipate. Dà conto di questo aspetto, STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, 805.

[170] Per l'idea che la *disclosure* debba essere sufficientemente dettagliata per consentire di prevedere i comportamenti di voto BIRKMOSE, *European Challenge*, 251.

[171] In generale sul rischio di *overload information*, v. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 1010.

A tal proposito, la proposta normativa unionista sembra fornire un prezioso contributo, specificando meglio quali tra gli elementi, invero, già contenuti nelle *voting strategies* ai sensi dell'attuale disciplina normativa, dovrebbero essere sottoposti a trasparenza affinché la stessa dispieghi le funzioni che si sono viste. Anzitutto è opportuno far notare come il disegno unionista risulti perfettamente in linea con l'impostazione generale qui adottata, che considera la trasparenza sull'azionariato istituzionale funzionale a migliorare la *governance* aiutando: da un lato, a valutare l'*an* e il *quomodo* dell'attivismo in modo da incentivare il dialogo extra-assembleare tra *blockholders*; dall'altro lato, ad individuare potenziali centri di *moral hazard*, garantendo l'accesso ai presidi volti a gestire i conflitti di interesse.

Più nello specifico, avendo riguardo ai conflitti di interesse il nuovo art. 3-*septies*, co. 2, là dove venisse approvato, chiederebbe all'azionista istituzionale, al pari delle strategie di voto, di organizzarsi al fine, non di prevenire ma di gestire i conflitti endosocietari e di comunicare i presidi all'uopo adottati. Peraltro, come si è a suo tempo fatto notare, la disposizione elenca delle precise situazioni di conflitto che dovrebbero essere tenute in considerazione dall'azionista istituzionale nel redigere tale profilo della politica, le quali fanno riferimento a potenziali contrasti che sono destinati a rilevare avendo riguardo anche agli interessi dei clienti del gestore stesso[172]. Ciò conferma quanto si è qui sostenuto circa il rilievo che comportamenti sleali del gestore nei confronti dei propri beneficiari assumono anche a livello societario, primo tra tutti gli eventuali rapporti contrattuali in essere con la società partecipata. Nessuna particolare innovazione, dunque, sembra venire apportata dalla proposta normativa sotto questo punto di vista, la quale, piuttosto, non fa alcun riferimento a quei casi, in cui l'interesse sociale entra in conflitto con lo stesso interesse del fondo. Peraltro, se come visto tali ipotesi dovrebbero essere contemplate già nelle attuali *voting strategies*, *a fortiori* le stesse dovranno essere tenute in considerazione nelle *engagement policies*, attesa l'ottica prettamente societaria assunta da queste ultime.

Passando invece ai profili maggiormente attinenti al dialogo tra soci, anche qua sembra potersi dar conto di come il disegno di direttiva contenga anzitutto una dettaglia specificazione di quanto già dovrebbe emergere dalle *voting strategies*. Più in particolare, rispetto alla ricostruzione qui proposta dell'attuale obbligo degli azionisti istituzionali di dar conto di "*quando e come vadano esercitati i diritti di voto*" e di definire le procedure volte a "*monitorare le pertinenti operazioni sul capitale*" (*ex* art. 37 Reg. del. 231/2013), non sembra divergere significativamente la richiesta contenuta nella proposta unionista, di render conto di come *"integrano l'impegno degli*

[172] Le fattispecie di conflitto di interesse indicate sono le seguenti: a) l'investitore istituzionale o il gestore di attivi, o altre società ad essi collegate, offrono prodotti finanziari alla società partecipata o intrattengono altre relazioni commerciali con essa; b) un amministratore dell'investitore istituzionale o del gestore degli attivi è anche amministratore della società partecipata; c) il gestore di attivi che gestisce gli attivi di un ente pensionistico aziendale o professionale investe in una società che versa contributi a tale ente; d) l'investitore istituzionale o il gestore di attivi è affiliato ad una società le cui azioni sono oggetto di un'offerta pubblica di acquisto. (art. 3-septies, co. 2).

azionisti nella strategia di investimento", "controllano le società partecipate"[173]*, "esercitano i diritti di voto"* e *"utilizzano i servizi forniti dai consulenti in materia di voto"* (art. 3-septies, co. 1, lett. a b d e). Qualche parola merita, inoltre, di essere spesa avendo riguardo alla trasparenza sulle modalità mediante le quali gli azionisti istituzionali "*dialogano con le società partecipate"; "collaborano con altri azionisti"* nonché *"con altri portatori di interesse della società partecipata*" (art. 3-septies, co. 1, lett. c, f, f-*bis*). Invero, l'esplicito riferimento alla trasparenza sulle forme di collaborazione che l'azionista istituzione è interessato ad instaurare con l'*emittente* (lett. c) o altri *blockholders* (lett. f) non sembra dotato di un significativo carattere innovativo rispetto alla disciplina in vigore. Anzitutto, si è già visto come un obbligo di *disclosure* del tutto simile sia espressamente previsto in relazione agli *hedge funds* che raggiungano il controllo. In secondo luogo, anche fuori dall'ipotesi testé indicata, si tratta di un dato che può essere facilmente desunto dalle stesse *voting strategies*, le quali, in base alla ricostruzione qui fornita, dovendo indicare le materie di interesse dell'azionista, nonché gli orientamenti generali sulle stesse, consentono di presumere che sulle stesse l'azionista istituzionale sia aperto al confronto. Il menzionato riferimento, dunque, sembra semplicemente confermare la tesi qua sostenuta secondo cui la trasparenza sull'azionariato sia funzionale ad una migliore *governance* consentendo ai *blockholders* di conoscersi e collaborare tra loro nell'ottica di ridurre i problemi di agenzia. Piuttosto, la vera innovazione sul punto è data dalla trasparenza sulle forme di collaborazione con altri "stakeholders" (lett. f-*bis*), in una evidente ottica di *corporate social responsability*[174]. La stessa, peraltro, che emerge dal riferimento contenuto al co. 1, lett. b) che chiede all'azionista istituzionale di spiegare nell'*engagement policy* l'attenzione che presta ai risultati non finanziari dell'emittente e alla riduzione dei rischi sociali e ambientali (art. 3-*septies*, co. 1). Si tratta di una prospettiva di sicuro interesse sistematico, che tuttavia non può essere debitamente approfondita in questa sede. Qui basti semplicemente far notare come la divulgazione di tali informazioni potrebbero consentire al mercato di conoscere come eventuali interessi esterni rispetto alla società, ma con la stessa strettamente collegati, potrebbero essere tenuti in considerazione nella conduzione dell'impresa (anche) dietro sollecitazione degli azionisti istituzionali.

Ciò premesso, si deve poi dar conto di una significativa differenza tra l'attuale disciplina normativa sulle *voting strategies* e la proposta comunitaria in tema di *engagement policies*,

[173] Il riferimento al "controllo" va inteso come sinonimo di "monitoraggio", e nel senso di esercizio dei diritti sociali in qualità di socio di maggioranza. Ciò trova conferma dalla traduzione inglese del testo della proposta di Direttiva, ove si utilizza il più preciso termine "monitor" rispetto a quello di "control".

[174] Sulla responsabilità sociale dell'impresa cfr. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm*., 2011, 159 ss.; COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred*., 2011, I, 165 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm*., 2011, I, 526 ss.; AA.VV., *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2006; PALMITER, *Dark Matter in US Corporations (Corporate Governance in the United States)*, in AA.VV., *Corporate governance e sistema dei controlli nella spa*, Torino, 2013.

relativamente alla trasparenza sugli orientamenti che verranno seguiti dall'azionista istituzionale nell'esercizio del voto. Nello scenario normativo attualmente in vigore, si è visto come gli azionisti istituzionali (tanto "tradizionali" quanto *hedge funds*), sono tenuti a delineare detti orientamenti in via generale ed astratta, sì che gli stessi possano considerarsi validi per un numero indefinito di società partecipate. Tale impostazione sarebbe destinata a mutare significativamente là dove venisse approvata la proposta unionista, ai sensi della quale agli azionisti istituzionali verrebbe chiesto di declinare i menzionati orientamenti avendo specifico riguardo alle singole società quotate partecipate.

Sull'opportunità di una simile disposizione, chi scrive nutre più di un dubbio.

Anzitutto non si può non vedere come tale disposizione richiamerebbe quella stringente forma di trasparenza sulle intenzioni degli azionisti, codificata nel sistema americano nella *Rule* 13(d): senonché, come si è dato ampiamente conto, tale informativa negli USA è rivolta soltanto a *blockholders* attivisti, ed è stata pensata al fine di rendere noti potenziali *change of control*. Non dunque un semplice attivismo di monitoraggio, ove la *voice* viene vista come strumento per disciplinare il *management*, bensì un attivismo spinto volto ad apportare significative modifiche all'organizzazione societaria e/o imprenditoriale dell'emittente. Tant'è che nel sistema USA i primi soggetti che furono esentati da tale obbligo stringente e ai quali fu inizialmente riservata la più blanda *disclosure* prevista dal Form 13 G furono proprio le *investment companies* registrate, ovvero gli azionisti istituzionali "tradizionali"[175]. In tal modo, dunque, una forma di trasparenza pensata in relazione ad azionisti rilevanti e attivisti, verrebbe incondizionatamente applicata anche agli azionisti istituzionali "tradizionali", a prescindere dall'ammontare della relativa partecipazione sociale. Si capisce, dunque, l'evidente contrasto sia con quanto si è visto sull'innalzamento delle percentuali di rilevanza *ex* art. 120 T.u.f. per tale categoria; sia con la obbligatoria distanza di tali operatori da posizioni di controllo o di influenza nei confronti dell'emittente.

Ci premesso, ci si deve ora chiedere se, tale maggior carico informativo possa essere auspicabile per gli *hedge funds*, attesa l'ontologica capacità di tali operatori di dedicarsi ad uno *shareholder activism* ben più incisivo anche da posizioni di minoranza e la possibilità per gli stessi di divenire ostili e conquistare il controllo. La risposta positiva potrebbe fondarsi sull'opportunità, più volte menzionata nel corso delle pagine precedenti, di consentire agli altri *blockholders* (e allo stesso azionista di controllo) di esercitare un migliore monitoraggio ed evitare che interessi prettamente speculativi possano penetrare nelle strategie di *business* degli emittenti. Tuttavia una simile risposta non pare del tutto convincente. Là dove l'*hedge fund* non sia intenzionato a conquistare il controllo ma si assesti su posizioni di minoranza, si è visto come gli assetti proprietari altamente concentrati tipici del nostro sistema ostacolano significativamente la

[175] V. *supra* Cap. 2 § 3.3.

possibilità di stravolgere le politiche di una società da posizioni di minoranza (ancorché qualificata) essendo a tal proposito necessario passare per il tramite dell'azionista di controllo, o comunque degli altri *blockholders*. Ciò viene confermato dagli studi condotti negli Stati Uniti, i quali danno conto di come spesso siano gli stessi *hedge funds* a comunicare spontaneamente le proprie intenzioni (anche prima che scatti la *Rule* 13-d) al fine di raccogliere il consenso di altri *blockholders* e formare così delle coalizioni in grado di implementare le strategie programmate[176]. Se tale atteggiamento è diffuso negli Usa, dove gli assetti proprietari sono polverizzati, si può facilmente presumere che questo sia ancora più spiccato nei sistemi a proprietà concentrata[177]. In tal senso, dunque, i meccanismi di mercato sono già sufficienti a far trasparire le informazioni necessarie affinché il monitoraggio sugli *hedge funds* possa essere efficientemente svolto.

Là dove, poi, l'*hedge fund* voglia assumere il controllo, la richiesta di dar conto della politica di voto predisposta *ad hoc* per l'emittente sembra non tener conto dell'incongruenza sistematica che porta con sé: ovvero quello di pregiudicare l'attivazione della *passivity rule*, rendendo più facile per gli amministratori attivare misure protezionistiche prima che l'*hedge fund* lanci l'opa, senza, dunque, passare per il vaglio assembleare e a prescindere da qualsiasi previsione statutaria[178]. D'altro canto, il legislatore della Direttiva Aifmd, pur attento al controllo degli *hedge funds*, non ha affatto voluto impedirne (o renderne più difficoltosa) *ex ante* la possibilità di divenire soci di maggioranza, preferendo presidiare *ex post* (tramite il divieto di *asset stripping*, gli obblighi organizzativi e di *disclosure* di cui si è dato conto) il rischio che tali operatori possano pregiudicare la capacità reddituale di lungo termine delle società controllate. Più in generale, sembra che la disposizione che si vorrebbe introdurre non tenga in debita considerazione che, per gli *hedge funds*, le esigenze sottese alla trasparenza devono essere contemperate con quelle (parimenti meritevoli di tutela) sottese alla relativa opacità al fine di non pregiudicare il *bright side* della relativa operatività: bilanciamento questo che ha condotto il nostro sistema a consentire agli stessi di palesarsi agli emittenti al raggiungimento di soglie di rilevanza maggiori rispetto a quelle applicate agli azionisti comuni.

Peraltro, le istituzioni unioniste sembrano perfettamente consapevoli che una trasparenza come quella prevista dalle menzionate disposizioni potrebbe non essere sempre una soluzione efficiente, tant'è che hanno previsto il c.d. *comply or explain*, che riduce le disposizioni sopra

[176] EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, 1402; WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53; BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, che distinguono tra attivismo pubblico e privato, a seconda che l'*hedge fund* ricorra a mezzi di comunicazione, quali la stampa, al fine di raccogliere consensi tra gli altri blockholders là dove l'organo di gestione abbia negato la propria collaborazione. V. *supra* 4.4.

[177] Ne dà conto WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, 53 s.

[178] Per la spiegazione di come la *disclosure* sulle intenzioni contrasti con la *passivity rule* v. *supra* Cap. 2, § 5.1.

indicate ad una mera *soft law* (art. 3-*sepites*, co. 4). Tuttavia, come si vedrà meglio nel successivo paragrafo, tale scelta pare tutt'altro che condivisibile là dove facoltatizza la trasparenza anche ben oltre le ipotesi in cui sarebbe preferibile l'opacità.

Oltre a quanto precede, deve altresì farsi notare come una tale trasparenza articolata per emittenti sarebbe tanto più onerosa quanto più diversificato è il portafoglio gestito, penalizzando così proprio quegli azionisti istituzionali "tradizionali" che, gestendo centinaia o migliaia di titoli, più faticano a sostenere i costi dell'attivismo[179]. In tal modo, dunque, la *disclosure* in questione rischierebbe di rendere ancora più antieconomica la strada dello *shareholder activism* rispetto a quella dell'*exit*, producendo un risultato diametralmente opposto rispetto a quello avuto di mira. Anche tale obiezione non sembra superabile invocando il meccanismo del *comply or explain*, ovvero adducendo che lo stesso permetterebbe di selezionare gli emittenti su cui focalizzare i menzionati orientamenti. Oltre alla generale inefficienza di tale meccanismo che verrà meglio spiegata nel successivo paragrafo, qui preme far notare come una simile osservazione potrebbe dirsi fondata soltanto là dove si ammettesse che la spiegazione sulla mancata *compliance* possa essere unica per tutti gli emittenti per i quali l'azionista decide di non comunicare le proprie politiche di voto. Tuttavia, sembra maggiormente coerente con la struttura della trasparenza in discussione ritenere che, anche là dove l'azionista istituzionale prediliga l'*explain* debba declinarlo avendo riguardo a ciascuno specifico emittente.

6.3. (segue) Il limitato accesso alle *voting strategies*: dalla scelta delle modalità di comunicazione al *comply or explain*.

Già nel corso del primo capitolo si è dato conto di come l'attuale disciplina sulle *voting strategies* ha espressamente individuato come destinatari della *disclosure* i clienti dell'azionista istituzionale, consentendo tuttavia a quest'ultimo la scelta relativa alle modalità tecniche mediante le quali procedere alla relativa comunicazione, tra cui, si è visto nelle maglie del sistema una certa preferenza per l'utilizzo di strumenti (quali il sito internet dell'azionista istituzionale) che consentono di rendere l'informazione pubblica e, dunque, facilmente accessibile a chiunque. Peraltro, da un punto di vista pratico, l'utilizzo di detti strumenti di ampia diffusione è frequente nella prassi degli operatori, consentendo agli stessi un significativo risparmio di costi, tenuto conto soprattutto che le *voting strategies* – dato il loro carattere generale ed astratto - non comportano la divulgazione di informazioni proprietarie o, comunque, rivelatrici delle strategie perseguite dall'azionista istituzionale. In ogni caso, è evidente che anche là dove l'azionista istituzionale prediliga forme di comunicazione diretta al cliente, ciò non consente di mantenere

[179] Sottolineano l'eccessiva onerosità della disposizione BÖCKLI-DAVIES-FERRAN-FERRARINI-GARRIDO-HOPT-PIETRANCOSTA-ROTH-SKOG-SOLTYSINSKI-WINTER-WYMEERSH, *Shareholder engagement and identification*, Febbraio 2015, p. 3, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2568741

l'informazione riservata, ma semplicemente di sottoporla ad una trasparenza "debole" e dunque di rendere più oneroso il relativo accesso. Si può dire, pertanto, che l'attuale sistema consente all'azionista istituzionale di variamente graduare l'accesso a tali informazioni, senza tuttavia mai consentire allo stesso di ottenere una totale segretezza.

Ciò tuttavia, sembra essere dovuto all'ottica assunta dal legislatore nel momento in cui ha imposto agli azionisti istituzionale l'obbligo di *disclosure* sulle *voting strategies*, ove l'obbiettivo perseguito era quello di tutelare i beneficiari dei fondi, senza preoccuparsi dei preminenti interessi societari sottesi a una simile informativa. D'altro canto, si è visto come il sistema Usa, maggiormente consapevole della rilevanza a livello di *corporate governance* dei dati in questione, ha previsto la pubblicazione delle *voting policies* direttamente sul sito della Sec.

Ciò premesso, si deve ora dar conto di come l'impostazione adottata dalla attuale proposta di modifica della *Shareholder Right Directive* risulti piuttosto curiosa, là dove vorrebbe: da un lato, intervenire sulle modalità di pubblicazione, imponendo che le informazioni sull'*engagement policy* vengano rese disponibili sul sito della società partecipata (alla quale evidentemente l'azionista istituzionale dovrà avere cura di inoltrare), vincolando così nel *quomodo* la *disclosure*; dall'altro, rendere del tutto facoltativo l'*an* della stessa, la quale avverrebbe in base ad una scelta unilaterale e del tutto discrezionale dell'azionista istituzionale, il quale sarà semplicemente tenuto al rispetto del principio del *comply or explain* (art. 3-*septies*, co. 4).

Ciò premesso, pare opportuno valutare partitamente i due profili appena menzionati, partendo dal profilo relativo all'*an* della trasparenza per poi svolgere qualche valutazione in merito al relativo *quomodo*.

6.3.1. La proposta di introduzione del meccanismo di comply or explain*: critica.*

Prima di valutare l'opportunità della proposta unionista di introdurre un sistema di *voluntary* (e non *mandatory*) *disclosure* per gli azionisti istituzionali, pare anzitutto necessario far notare come la stessa manchi di coordinarsi con la disciplina sulle *voting strategies* sopra riportata, la quale è destinata a rimanere immutata anche là dove il disegno di Direttiva dovesse essere approvato. È chiaro, infatti, che quelle informazioni (conflitti di interesse, esercizio del voto ecc.) contemplate da entrambe le discipline, verrebbero contemporaneamente sottoposte a due regimi di trasparenza strutturalmente diversi ed incompatibili fra loro: la facoltà di scegliere tra trasparenza "forte" e riservatezza (*voluntary disclosure*), in base alla proposta di direttiva; la facoltà di scegliere tra trasparenza "forte" o "debole" in base alla disciplina in vigore (*mandatory disclosure*).

Ci si deve dunque chiedere, quale dei due possa dirsi preferibile. Come già accennato, sul punto, chi scrive è dell'idea che lasciare la divulgazione di tali informazioni alla mercé degli

azionisti istituzionali, ancorché vincolando gli stessi al meccanismo del *comply or explain*, sia una soluzione del tutto inefficiente. Tale posizione si giustifica alla luce di una semplice analisi sul funzionamento di menzionato meccanismo, condotta confrontando la proposta normativa in commento con le ipotesi in cui il *comply or explain* è già attualmente previsto dall'ordinamento. Il riferimento va all'art. 123-*bis*, co. 2 lett. a), T.u.f. che, in attuazione dell'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE, impone agli emittenti di dar conto (nella relazione sulla gestione allegata al bilancio) della misura entro la quale gli stessi abbiano allineato la propria organizzazione alle c.d. *best practicies* di *corporate governance* raccomandate dai codici di autodisciplina[180] e di spiegare il perché di eventuali scostamenti. In buona sostanza, gli emittenti sono tenuti a far conoscere al mercato se la loro organizzazione interna adotta o meno a quelle disposizioni di *soft law* che individuano misure che, in genere, vengono considerate idonee a migliorare l'efficienza della *corporate governance* (e dunque a ridurre il rischio di *agency problems*), ma che potrebbero non adattarsi alle singole realtà societarie. Fermo restando, dunque, la libertà dell'emittente di adeguarsi o meno, ciò che gli viene imposto in via cogente è di spiegare al mercato il perché dell'eventuale mancata *compliance*. La *ratio* del sistema è quella di contemperare due esigenze contrapposte: da un lato, quella di non obbligare gli emittenti ad adottare soluzioni organizzative che nel caso specifico potrebbero essere inefficienti; dall'altro, di sottoporre tale scelta al giudizio del mercato in modo che possa valutare se, effettivamente, la mancata *compliance* sia giustificata alla luce di esigenze efficientistiche[181]. In buona sostanza, l'istituto del *comply or explain* si fonda sulla considerazione secondo cui, grazie alla trasparenza, saranno gli stessi meccanismi del mercato a condurre l'adozione delle soluzioni efficienti che saranno o l'adeguamento alle *best practices* (*comply*) o la mancata implementazione delle stesse là dove inadeguate alle caratteristiche della società (*explain*)[182].

---

[180] Nel nostro sistema il riferimento va in particolare al Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, approvato per la prima volta nel 1999 e successivamente più volte modificato al fine di aggiornato alle evoluzioni della prassi. V. STELLA RICHTER JR., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di Tombari, Torino, 2008, 97; MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.; PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2016, 171; ALVARO-CICCAGLIONI-SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2013; sia consentito anche un richiamo a BAGLIONI-PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, 919.

[181] Sul principio *comply or explain* è intervenuta la Recente raccomandazione 208/2014 al fine di garantire che la spiegazione fornita al mercato consenta allo stesso di poter concretamente operare un giudizio sulla mancata *compliance*. Nel considerando 7 si legge "*In alcuni casi discostarsi da una disposizione del codice potrebbe consentire a un'impresa di gestirsi in maniera più efficace. L'approccio «rispetta o spiega» offre una certa flessibilità alle società, consentendo loro di adeguare il sistema di governo societario alle dimensioni, alla struttura dell'azionariato e a specificità settoriali*.".

[182] PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, 183; ALVARO, CICCAGLIONI, SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, 11. La Raccomandazione 208/2014, al considerando 19 evidenzia che "*Un efficace approccio «rispetta o spiega» richiede un monitoraggio efficace che spinga le imprese a rispettare un codice di governo*

Si capisce, pertanto, che tale meccanismo ha un senso soltanto là dove chi compie la scelta tra adeguarsi o meno alle raccomandazioni dell'autodisciplina venga esposto alle conseguenze pregiudizievoli derivanti da un giudizio negativo del mercato. Così, gli emittenti rischiano di subire un deprezzamento nel corso del titolo e di vedere aumentare il costo per il reperimento di capitale.

Diviene così chiaro il perché, in relazione alla *best practice* rappresentata dalla trasparenza degli azionisti istituzionali, il meccanismo *comply or explain* non è in grado di funzionare correttamente. Anche volendo tralasciare la stranezza di applicare il menzionato meccanismo a disposizioni contenute, non in codici di autodisciplina, bensì in un testo legislativo (introducendovi norme non di *hard law* bensì di *soft law*)[183], è chiaro che la mancata trasparenza (e la relativa *explanation*) esporrebbe al giudizio negativo del mercato un soggetto (l'emittente partecipato) diverso rispetto a quello che ha compiuto la scelta di non *compliance* (l'azionista istituzionale)[184]. In tal senso, dunque, non si innescherebbero mai quelle forze di mercato che inducono al compimento di scelte efficienti.

---

societario o a spiegare i casi di inosservanza. Dal Libro verde del 2011 è emerso che le relazioni sul governo societario pubblicate dalle società non sembrano essere sottoposte a un idoneo monitoraggio e che in pochi Stati membri ci sono organismi pubblici o specializzati che controllino la completezza delle informazioni fornite, in particolare delle spiegazioni addotte.".

[183] Solitamente le norme di *soft law* sono sviluppate da associazioni di categoria o da istituzioni pubbliche al fine di "codificare" celermente le pratiche virtuose che la prassi ha fatto emergere. Là dove tali pratiche si rivelino effettivamente efficienti (a prescindere dalle caratteristiche concrete dell'emittente) la *soft law* viene trasformata in *hard law* mediante l'intervento del legislatore che ne rende cogente il rispetto (PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, 173; BAGLIONI-PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, 919 ss.). In tal senso, dunque la *soft law* rappresenta una sorta di laboratorio ove le *best practices* di *corporate governance* selezionate da parte degli operatori vengono messe alla prova, al fine di valutare se è opportuno che le stesse vengano rese vincolanti per tutti gli emittenti. In tale ottica si capisce l'assoluta peculiarità della soluzione proposta nell'attuale disegno normativo, il quale, non andrebbe a recepire i risultati ottenuti dai "laboratori" già attualmente esistenti (atteso che la trasparenza sull'azionariato istituzionale è ampiamente auspicata da diversi codici di Stewardship), ma andrebbe ad estendere il medesimo laboratorio rendendolo obbligatorio per tutti gli Stati Membri (V. CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe*, 10). D'altro canto, anche tra coloro che si sono espressi in favore della *voluntary disclosure* hanno ritenuto opportuno adottare un codice Europeo di *best practicies* (BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, 256).

[184] Così BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, 126, "*The monitoring problem may be even more severe for stewardship codes because, unlike listed companies where the market is expected to discipline companies that fail to live up to the standards of corporate governance codes, it is difficult to see who can discipline institutional investors.*" In senso contrario all'introduzione del meccanismo di *comply or explain* per le informazioni sugli azionisti istituzionali si era espressa anche la Commissione per i problemi economici e monetari, che nel parere (inascoltato) fornito sull'iniziale proposta della Commissione, aveva evidenziato che *"[u]n grado minimo di trasparenza non dovrebbe essere opzionale. Onde garantire una legislazione ragionevolmente efficace e parità di condizioni, tutti gli investitori istituzionali e i gestori di attivi dovrebbero essere tenuti ad elaborare una politica di impegno ed assicurare la trasparenza nella sua applicazione (articolo 3 septies). Si tratta di una richiesta di base che può essere facilmente soddisfatta da tutti i soggetti che gestiscono già un'attività commerciale solida e ben organizzata*.". Ma favorevoli alla previsione di una *voluntary disclosure*: la stessa BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, che considera *la soft law* più adatta a tener conto delle differenze tra diversi azionisti istituzionali. Per la stessa ragione si è addirittura sostenuta l'opportunità di degradare

Ciò non significa che la trasparenza degli azionisti istituzionali sia sempre la soluzione migliore, ma semplicemente che la scelta tra opacità e *disclosure* non può essere rimessa alla discrezione di chi non subisce alcuna sanzione dal mercato. Piuttosto, ad avviso di chi scrive, la linea di demarcazione tra trasparenza ed opacità dovrebbe esser tracciata direttamente a livello normativo: rendendo obbligatorie quelle informazioni generali ed astratte che non sembrano essere idonee ad arrecare danno alcuno agli azionisti istituzionali, ma che consentono di farli meglio conoscere all'emittente partecipato e ai relativi azionisti; e consentendo agli stessi di operare le proprie scelte di *engagement* (e di voto) in relazione alle singole società partecipate, lontani dagli occhi indiscreti del mercato le cui reazioni potrebbero avere ripercussioni negative.

6.3.2. La pubblicazione sul sito internet della società: critica.

Passando ora ai profili relativi al *quomodo* della trasparenza, si è detto che ai sensi dell'art. 3-*septies*, co. 3, agli Stati membri verrebbe richiesto di assicurare (salvo il *comply or explain*) che gli azionisti istituzionali "*pubblichino annualmente la loro politica di impegno, le relative modalità di attuazione e i relativi risultati […] almeno sul sito internet della società*."[185]. Tale disposizione implicherebbe, pertanto, che l'azionista istituzionale debba comunicare la propria politica alla società al fine di consentire alla stessa di procedere alla relativa pubblicazione sul proprio sito internet. Una simile previsione, ad avviso di chi scrive, costringerebbe evidentemente l'azionista istituzionale a dichiarare la propria presenza nel capitale sociale anche là dove l'attuale disciplina gli consente di rimenare all'ombra. In altre parole, tale previsione si porrebbe in irrimediabile contrasto con le due forme di opacità che vengono consentite a tutti gli azionisti istituzionali: ovvero quella di non dichiararsi al di sotto delle soglie di rilevanza *ex* art. 120 T.u.f. (e 119-*bis*, Reg. em.); nonché quella relativa al portafoglio titoli gestito, tenuto conto che il mercato potrebbe facilmente sapere tutti gli emittenti in cui il fondo è stato investito, senza le dilazioni attualmente previste.

Fermo restando che l'assunzione di un'ottica prettamente societaria conduce a ritenere senz'altro necessaria l'imposizione di una trasparenza "forte" che consenta l'accesso alle informazioni a chiunque, altre sono le soluzioni che potrebbero essere preferite. Anzitutto, si potrebbe pensare di importare la soluzione sul punto adottata nell'ordinamento USA, ovvero

---

l'attuale proposta di direttiva ad una mera raccomandazione: così BÖCKLI E ALT., *Shareholder engagement and identification*, 3 "*Rather than the proposed mandatory "comply or explain" obligation, a recommendation would create more clarity on the nature of the obligation and allow the taking of better account of the considerable factual and national differences*.". Invero, al fine di tenere in considerazione le differenze in punto di *shareholder activism*, ad avviso di chi scrive, sembra già più che sufficiente la libertà riconosciuta agli azionisti istituzionali di determinare il contenuto dell'*engagement policies*, senza che sia necessario rinunciare ad una *mandatory disclosure* sulle stesse.

[185] Ciò peraltro, a differenza delle informazioni sui profili temporali delle strategie di investimento, che andranno pubblicate sul sito internet dello stesso gestore. V. *supra* Cap. 1, § 3.4.1.

imporre agli azionisti istituzionali di comunicare le proprie *policies* alla Consob, alla quale chiedere poi di renderle disponibili sul proprio sito. In alternativa, si potrebbe invece eliminare l'attuale facoltà dell'azionista istituzionale di scegliere il mezzo di comunicazione, imponendo allo stesso l'utilizzo del proprio sito internet, al pari di quanto il disegno di direttiva richiede in relazione agli orizzonti temporali *ex* art. 3-*novies*. In entrambi i casi le informazioni in questione verrebbero rese disponibili a tutti, ma l'attinenza allo specifico emittente emergerebbe soltanto nel momento in cui, tramite la trasparenza *ex* art. 120 T.u.f., il mercato è reso edotto della presenza dello specifico azionista istituzionale nella compagine sociale. Tra le due si potrebbe ritenere più agevole la prima, consentendo l'aggregazione di tutte le *policies* dei diversi azionisti istituzionali presenti nel capitale dell'emittente (e conosciuti dal mercato) in unico luogo in rete evitando all'interessato di doverle reperire sui siti dei diversi azionisti istituzionali dell'emittente.

BIBLIOGRAFIA.

AA. VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di Maugeri, Milano, 2015;

AA.VV., *Governo societario, azioni a voto multiplo, maggiorazione del voto* a cura di Tombari, Torino, 2016;

AA.VV., *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2006;

AA.VV., *Principals and agents, the structure of business*, a cura di Pratt e Zeckhauser, Boston, 1985;

ADMATI-PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, in 22 *The Review of Financial Studies*, 2009, 2446 ss.;

ADMATI-PFLEIDERER-ZECHNER, *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in 102 *J. Pol. Econ*., 1994, 1103 ss.;

AGARWAL-MULLALLY-TANG-YANG, *Mandatory Portfolio Disclosure, Stock Liquidity, and Mutual Fund Performance*, in 70 *J. Fin.*, 2015, 2733 ss.;

AKERLOF, *The Market of "Lemons": quality uncertanity and the market mechanism,* in *Quar. J. Econ.*, 1970, 488 ss.;

ALVARO-CIAVARELLA-D'ERAMO-LINCIANO, *Le deviazioni dal principio un'azione - un voto*, in Quaderni giuridici Consob n. 5, 2014;

ALVARO-CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolamentazione degli investimenti nei settori strategici*, Discussion Paper Consob n.3, luglio 2012;

ALVARO-CICCAGLIONI-SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance*. *Un'analisi dell'esperienza italiana*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2013;

ALVARO-LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Consob, Quaderni giuridici, 2013;

ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007;

ANGELICI, *Le «minoranze nel decreto n. 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm*., 1998, I, 207 ss.

ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 258 ss.;

ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm*., 2011, 159 ss.;

ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quali disclosure?*, in *Giur. comm*., 2010, 584 ss.;

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*[8], Torino, 2015;

ARMOUR-HANSMANN-KRAAKMAN, *Agency problem and legal strategy*, in *The Anatomy of corporate law*[2], a cura di Kraakman, Armour, Davis, Enriques, Hansmann, Herting, Hopt, Kanda, Rock, Oxford, 2009;

ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc*., 1956;

ASCARELLI, *In tema di sindacati azionari*, in *Banca borsa tit. cred*., II, 1958, 550 ss;

ASSONIME, *Comunicazione delle partecipazioni e legge 281: il commento dell'Assonime*, Circolare n. 137/1985, in *Riv. soc.*, 1985 1423 ss.;

ASSONIME, *Riforma delle norme in tema di partecipazioni rilevanti*, Circolare 55/1992, in *Riv. soc.*, 1992;

ATELLI, *Sub artt. 122-124*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di Rabitti Bedogli, Milano, 1998, 670 ss.;

ATRIGNA, *Il recepimento in Italia della UCITS IV: principali novità ed impatti per i gestori – Parte II*, marzo 2012, in *DirittoBancario.it*;

BAGLIONI-PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, 919 ss.;

BAINBRIDGE, *Corporate Law*[2], Foundation Press, 2009;

BARRY-HATFIELD-KOMINERS, *On derivatives markets and social welfare: a theory of empty voting and hidden ownership*, in 99 *Virginia L. Rev.*, 2013, 1105 ss.;

BASSAN, *Una regolazione per i fondi sovrani*, in *Mercato concorrenza e regole*, 2009, 103 ss.;

BEBCHUK, *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, in 12 *Del. J. Corp. L.*, 1987, 911 ss.;

BEBCHUK-BRAV-JIANG, *The long-term effects of hedge fund activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, 1085 ss.;

BEBCHUK-FERRELL, *Federal intervention to enhance shareholder choice*, 87 *Virginia L. Rev*., 2001, 995 ss.;

BEBCHUK-JACKSON JR., *The Law And Economics Of Blockholder Disclosure*, in 2 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2012, 48 ss.;

BEBCHUK-KRAAKMAN-TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in Concentrated Corporate Ownership*, R. Morck ed., Univ. of Chicago Press, 2000;

BECHT, *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, European Corporate Governance Network, Executive Report, 1997;

BECHT-FRANKS-GRAND, *Hedge fund Activism in Europe*, in ECGI Working Paper Series in Finance N°. 283/2010;

BECHT-ROELL, *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, in 43 *Eur. Econ. Rev*., 1999, 1049 ss.;

BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401 ss.;

BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1967;

BERMAN, *SEC Takeover Regulation under the Williams Act*, in 62 *N.Y.U. L. Rev.*, 1987, 580 ss.;

BERTACCINI, *To disclose or not to disclose? Csx corp., total return swaps, and their implications for Schedule 13d filing purposes*, in 31 *Cardozo L. Rev*., 2009, 267 ss.;

BETTON-ECKBO-THORBURN, *Merger negotiations and the toehold puzzle*, in 91 *J. Fin. Econ.*, 2009, 158 ss.;

BIANCHI-CORRADI-ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, 2002, 407 ss.;

BIANCHI-ENRIQUES, *Corporate governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investrors?*, in Quaderni di finanza Consob, 2001.

BIANCHI-STANDERINI, *Sub art. 121*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 654 ss.;

BIEDERMANN, *G8 Principles: Identifying the Anonymous*, in 11 *B.Y.U. INT'L L. & M. Rev*., 2015, 72 ss.;

BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm*., 2015, 266 ss.;

BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in 11 *ECFR*, 2014, 217 ss.;

BIRKMOSE, *The transformation of passive institutional investors to active owners – mission impossible?*, in AA. VV., *The European Financial Market in Transition*, a cura di Birkmose, Neville, Soresen, 2011, 109 ss.;

BLACK, *Agent watching agent*: *the promise of institutional investor voice*, in 39 *Ucla L. rev.*, 1992, 816 ss.;

BLACK, *Shareholder passivity reexamind*, in 89 *Mich. L. Rev*., 1990, 520 ss.;

BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di dir. civ. del CNN* diretto da Perlingieri, Napoli, 2005;

BÖCKLI-DAVIES-FERRAN-FERRARINI-GARRIDO-HOPT-PIETRANCOSTA-ROTH-SKOG-SOLTYSINSKI-WINTER-WYMEERSH, *Shareholder engagement and identification*, Febbraio 2015, p. 3, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2568741.

BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc*., 2013, 202 ss.;

BOZCUK- LASFER, *The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange*, in 40 *J. Fin. Quant. Anal.*, 2005, 621 ss.;

BRATTON, *Hedge funds and Governance Targets*, in 95 *GEO. L.J*., 2007, 1379 ss.;

BRAV-JIANG-KIM, *The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes*, in 28 *Rev. Fin. St.*, 2015, 2723 ss.;

BRAV-JIANG-PARTNOY, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *J. Fin.*, 2006, 1729 ss.;

BRAVO, *voce (commercio elettronico)*, in *Enc. Dir., Ann.*, V, Milano, 2012, 267 ss.;

BRIS, *Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Bing Acquired*, in 8 *J. Corp. Fin*., 2002, 227 ss.;

BROWN-SCHWARZ, *Do market participants care about portfolio disclosure? Evidence from hedge funds' 13f filings*, Working paper, 2013, New York University, reperibile al sito https://ssrn.com/abstract=1683628;

BURKART-GROMB-PANUNZI, *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, in 112 *Q. J. Econ.*, 1997, 693 ss.;

BUSANI, *Il diritto di porre domande e l'obbligo della società di rispondere*, in *Società*, 2011, 434 ss.;

BUSI-TRENTO, *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti d'interesse e sviluppo*, in *Riv. dir. proc. civ., supp.* 4, 19 ss.;

CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur Comm*., I, 2009, 869 ss.;

CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm*., 2011, I, 526 ss.;

CAMMARANO, *L'attivismo degli investitori istituzionali (Brevi riflessioni sul saggio di M. Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques)*, in *Banca Impresa Società*, 2002, 440 ss.;

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*[6], 2, *Diritto delle società*, Milano, 2008;

CAMPOBASSO, *Obbligo di comunicazione delle partecipazioni azionarie e informazione agli azionisti*, in *Giur. comm.*, 1978, I, 57 ss.;

CAMPOBASSO, *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 977 ss.;

CAPUTO-NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007;

CARBONETTI, *I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza*, in *Riv. soc*., 1998, 911 ss.;

CARIELLO, *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc*., 1999, 718 ss.;

CARPENTER, *Providing equal investment opportunity via securities exchange act section 13(f)*, in 46 *Connecticut L. Rev*., 2013, 763 ss.;

CATERINO, *Sub art. 122-123 T.u.f.*, in *Codice commentato delle società* a cura di Abriani, Stella Richter jr., Milano, 2010, 224 ss.;

CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P.Rescigno, XVI, *Impresa e Lavoro*, tomo I, Torino, 2008, 42;

ÇELIK-ISAKSSON, *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, in OECD Corporate Governance Working Papers, No. 11, OECD Publishing, 2013;

CERA, *L'informazione societaria in Italia: norme e interessi tra passato e futuro*, in *Age*, 2013, 26 ss.;

CHATTOPADHYAYA, *The Effectiveness of Being Invisible: Hedge Funds, Hidden Ownership and Corporate Governance*, in 8 *ECFR*, 2011, 305 ss.;

CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, 2008;

CHEFFINS, *The stewardship code's Achille's Heel*, in *Modern L. Rev.*, 2010, 1004 ss.;

CHIAIA, *Le partecipazioni rilevanti in società quotate o ammesse al mercato ristretto. Novità legislative e regolamentari*, in *Giur. comm*., 1993, I, 280 ss.;

CHIAPPETTA, *La corporate governance e il risparmio gestito: la prospettiva degli emittenti*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, a cura di Assogestioni, 2006, 32 ss.;

CHIAPPETTA-TOFFANELLI, *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Milano, 1993;

CHIU, *Learning from the UK in the Proposed Shareholders' Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*, in *ZVglRWiss*, 2015, 26 ss.;

CHIU-KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, Draft Febbraio 2016, 8 ss., reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=2731241;

CHOI-CHHABRIA, *Effective delays in portfolio disclosure*, in 20 *J. Fin. Reg. & Compl.*, 2012, 196 ss.;

CHOI-GUZMAN, *Choice and federal intervention in corporate law*, in 87 *Virginia L. Rev*., 2001, 987 ss.;

CHRISTOFFERSEN-DANESH-MUSTO, *Why Do Institutions Delay Reporting Their Shareholdings? Evidence from Form 13F*, 2015, 3 (reperibile al sito ssrn.com/abstract=2661535);

CHRISTOFFERSEN-GÉCZY-MUSTO-REED, *Vote Trading and Information Aggregation*, in 62 *J. Fin.*, 2007, 2897 ss.;

CIAN, *I fia: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, relazione presentata al Convegno tenutosi a Bergamo il 28-29 ottobre 2016 "Efficienza del mercato e nuova intermediazioni", consultata per gentile concessione dell'Autore;

CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca Borsa Tit. cred*., I, 2014, 420 ss.;

CLAESSENS-DJANKOV-FAN-LANG, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in 57 *J. Fin*., 2002, 2741 ss.;

CLARK, *Corporate* Law, Boston-Toronto, 1986;

CLARK, *The Market for Corporate Control: New Insights from the Financial Crisis in Ireland*, 2013, consultabile sul sito http://digitalcommons.law.seattleu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2151&context=sulr;

CLARKE-MILLER, *Complying with the SEC's new proxy voting rules*, in 4 *J. Invest. Compl.*, 2003, 22 ss.;

CLIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *J. Corp. Fin*., 2008, 323 ss.;

CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, in 4 *ECFR*, 2012, 446 ss.;

COFFEE JR., *Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor*, in 91 *Colum. L. Rev*., 1991, 1287 ss.;

COFFEE JR., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, in 84 *Colum. L. Rev*., 1984, 1145 ss.;

COLOMBO, *Per una disciplina "comune" delle partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, I, 2000, 842 ss.;

Comment, Section 13(d) and Disclosure of Corporate Equity Ownership, in 119 *U. Pa. L. Rev.*, 1971, 853;

CONARD, *Beyond managerialism: investor capitalism*, in 22 *U. Mich. J. L. Ref.*, 1988, 135 ss.;

CORRADI, *Sub art. 120*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1244 ss.;

CORRADI, *Sub art. 121*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1258 ss.;

COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred*., 2011, I, 165 ss.;

COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm*., I, 2004, 212 ss.;

COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società,* in *Dir. comm. internaz.*, 1998, 65 ss.;

COSTI, *Il mercato mobiliare*[10], Torino, 2016;

COSTI, *Il mercato mobiliare*[9], Torino, 2014, 315;

COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm*., I, 1998, 315 ss.;

COSTI–ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004;

COTTERLI, *Sub art. 91 T.U.F*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 865;

CROCI, *Shareholder activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011;

CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, in 59 *Wash & Lee L. Rev*., 2002, 774 ss.;

D'ALESSANDRO, *La "trasparenza" della proprietà azionaria e la legge di riforma della Consob*, in *Giur. comm.*, I, 1986, 327 ss.;

D'ALESSANDRO, *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in *La disciplina dei gruppi di società nella novella del 1974*, 1978, 149;

DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance*, in 37 *J. Corp. L.*, 2011, 294 ss.;

DE BONDT, *Does the stock market overreact?*, in 40 *J. Fin*., 1985, 793 ss.;

DEMSETZ, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in 26 *J. L. Econ*., 1983, 375 ss.;

DEMSETZ-VILLALONGA, *Ownership Structure and Corporate Performance*, in 7 *J. Corp. Fin*., 2001, 209 ss.;

DENOZZA, *Analisi economica e diritto delle società per azioni*, in AA.VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1998, 326. 15

DENOZZA, *Norme Efficienti*, Milano, 2002;

DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholders Rights Directive*, in 12 *Eu. Com. L.*, 2015, 47 ss.;

DONATIVI, *Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in AA. VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate* a cura di Patroni Griffi, Sandulli, Santoro, Torino, 1999, 679 ss.;

DONATIVI, *Sub art. 121*, in *Il Testo Unico della Finanza,* a cura di Fratini Gasparri, Milano, 2012, 1631 ss.;

DUNCAN-CURTIN-CROSIGNANI, *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers,* in 6 *Capital Markets L. J*., 2011, 326 ss.;

DURNEV-KIM, *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and Valutation*, in 60 *J. Fin*, 2005, 1461 ss.;

DYCK-ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59 *J. Fin*., 2004, 537 ss.;

EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Va. L. Rev*., 1984, 693 ss.;

EASTERBROOK-FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1996;

EASTERBROOK-FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in 94 *Harv. L. Rev.*, 1981, 1161 ss.;

EASTERBROOK-FISCHEL, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J.L. & Econ.*, 1983, 402;

EDELMAN-THOMAS-THOMPSON, *Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism*, in ECGI Working Paper Series in Law, N° 246/2014, September 2014;

EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, in 6 *Annu. Rev. Financ. Econ*., 2014, 23 ss.;

ELTON-GRUBER-BLAKE-KRASNY-OZELGE, *The effect of holdings data frequency on conclusions about mutual fund behavior*, in 34 *J. Bank. & Fin.*, 2010, 922 ss.;

EMMERICH-MIRVIS-ROBINSON-SAVITT, *Fair markets and fair disclosure*, in 3 *Harv. Bus. L. Rev.*, 136 ss.;

ENGERT, *Contracting over private benefit of control*, al sito http://ssrn.com/abstract=2151283;

ENRIQUES, *European Takeover Law: Designing a Neutral Approach*, in *Eu. Bus. L. Rev*., 2011, 623 ss.;

ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, I, 2012, 493 ss.;

ENRIQUES, *Nè con gli scalati né con gli scalatori*, in *Riv. soc.*, 2010, 660 ss.;

ENRIQUES, *Nuova disciplina della società quotata e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm*., 1998, I, 681 ss.;

ENRIQUES-GARGANTINI-NOVEMBRE, *Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure*, in *Uniform L. Rev*., 2010, 717 ss.;

ENRIQUES-GATTI, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, in 28 *North. J. Int. L. Bus.*, 2008, 15 ss.;

ENRIQUES-GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *ECGI Law Working Paper* n. 252/2014;

EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred*., I, 2012, 59;

EREDE-SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento shor-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc*., 2013, 931 ss.;

FAMA, *Efficent capital Market: II*, in 46 *J. Fin.*, 1991, 1575 ss.;

FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *J. Fin*., 1970, 383 ss.;

FAMA, *The behaviour of stock market prices*, in 38 *J. Business*, 1965, 34 ss.;

FAMA-JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, 327 ss.;

FAMA-JENSEN, S*eparation of ownership and control*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, 303 ss.;

FARRELL, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in 2 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L*., 2007, 87 ss.;

FERRAN, *After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, in 12 *EBOR*, 2011, 379 ss.;

FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004;

FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in Balzarini, Carcano, Ventoruzzo (a cura di), in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 650 ss.;

FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control, in: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends,* 2000, 3-5, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=265429;

FERRI, *(voce) Partecipazione rilevante*, in *Enc. Dir*., XXXII, 1982, 22-23;

FERRO LUZZI, *Art. 9, 1° e 2° comma, della legge 281/85: prime considerazioni esegetiche*, in *Banca, borsa e tit. cred*., I, 1986, 327 ss.;

FIORIO, *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso Montalenti, 2009, 73 ss.;

FISCH, *Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?*, in 55 *Ohio St. L. J*., 1994, 1020 ss.;

FISCH, *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, in 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, 878 ss.;

FISCHEL, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, in 57 *Tex. L. Rev*., 1978, 1 ss.;

FISCHEL, *Efficient capital markets, the crash and the fraud on the market theory*, in 74, *Cornell L. Rev.*, 1988, 914 ss.;

FISCHEL, *Market evidence in Corporate law*, in 69 *U. Ch. l. rev.*, 2002, 941 ss.;

FLEISCHER-SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in 12 *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2011, 121 ss.; 5

FOSCHINI, *Finalità delle comunicazioni e dichiarazioni di cui agli artt. 5 e 17 della legge n. 261/74*, in *Riv. dir. comm*., 1976, II, 60;

FOSCHINI, *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali reciproche*, in *Impresa, ambiente e pubbl. amm*., 1974, I, 244;

FOX, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, in 109 *Colum. L. Rev*., 2009, 252 ss.;

FOX-DURNEV-MORCK-YEUNG, *Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence*, in 102 *Mich. L. Rev*., 2003, 331 ss.;

FRANK-POTERBA-SHACKELFORD-SHOVEN, *Copycat funds: information disclosure regulation and the returns to active management in the mutual fund industry*, in 47 *J. Law & Econ.*, 2004, 516 ss.;

GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione in concerto nella s.p.a quotata*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 3, 2097 ss.;

GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle S.p.a. quotate*, Torino, 2012;

GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, I, 2014, 754 ss.;

GIANNELLI- MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, 2012, al sito http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/11996/giannelli_andrea_-_mosca_chiara.pdf;

GIANNELLI, *Sub art. 120*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario* diretto da Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, 775;

GIGLIA, *Notes. A little letter, a big difference: an empirical inquiry into possible misuse of Schedule 13g/13d filings*, in 116 *Colum. L. Rev*., 2016, 105 ss.;

GILOTTA, *Sub art. 114 T.u.f.*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1154 ss.;

GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 2013, 255 ss.;

GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012;

GILSON, *Transparency, Corporate Governance and Capital Markets*, *Latin American Corporate Governance* Roundtable, Sao Paulo, 26-28 Aprile, 2000;

GILSON-BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Foundation Press,1995;

GILSON-GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, 895 ss.;

GILSON-KRAAKMAN, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, in 100 *Va. L. Rev*., 2014, 313 ss.;

GILSON-KRAAKMAN, *Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors*, in 43 *Stan. L. Rev*., 1991, 863 ss.;

GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 549 ss.;

GILSON-KRAAKMAN, *The mechanisms of market efficienty twenty years later: the hindsight bias*, in 28 *J. Corp. L*., 2002, 715 ss.;

GILSON-MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, in 60 *Stanford L. Rev.*, 2008, 1345 ss.;

GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on private benefits of control: ex ante control mechanisms versus ex post transaction review*, in *J. Instit, &theor. Econ.*, 2013, 160 ss.;

GINEVRA, *Il capitale sociale nel XXI secolo. Crisi e critica di un istituto,* consultato per gentile concessione dell'Autore;

GINEVRA, *La disciplina degli emittenti*, in *Manuale di diritto commerciale* a cura di Cian, Torino, 2016, 669.

GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, ed. provv., Torino, 2012;

GIUDICI, *Sub art. 120*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini Gasparri, Milano, 2012, 1618 ss.;

GORDON-GILSON, *Controlling controlling shareholders*, in 152*Un. Penn. L. Rev.*, 2003, 785 ss.;

GOSHEN-PARCHOMOVSKY, *The Essential Role of Securities Regulation*, in 55 *Duke L. J.*, 2006, 720 ss.;

GROSSMAN-HART, *Disclosure law and takeover bids*, in 35 *J. Fin.*, 1980, 323 ss.;

GROSSMAN-HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in 20, *J. Fin. Econ*., 1988, 75 ss.;

GROSSMAN-HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in 11 *Bell. J. Econ*., 1980, 42 ss.;

GROSSMAN-STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in 70 *Am. Eco. Rev.*, 1980, 393 ss.;

GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007;

GUACCERO, *L'attivismo azionario. Verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Riv. soc*., 2016, 409 ss.;

GUACCERO-PAN-CHESTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, 1359;

GUFFANTI, *Hedge fund, la direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Società*, 2011, 1181 ss.;

GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2010, 2 ss.;

HARRIS, *Trading & Exchanges*, Oxford, 2003;
HARRIS-RAVIV, *Corporate Governance: voting right and majority Rules*, in 20 *J. Econ. Fin*., 1988, 203 ss.;

HART, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995;

HOFF-LAROSE-SCATURRO, *Public companies*, Law J. Press, New York, 2006;

HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, I, 2014, 447 ss.;

HU, *The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model*, in 60 *The Business Lawyer*, 2005, 1303 ss.;

HU, *Too Complex to Depict? Innovation, 'Pure Information' and the SEC Disclosure Paradigm*, in 90 *Texas L. Rev.*, Vol., 2012, 1602 ss.;

HU-BLACK, *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, in 14 *Eu. Fin. Man.*, 2008, 663 ss.;

HU-BLACK, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in 61 *The Business Lawer*, 2006, 1013 ss.;

HU-BLACK, *Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extension*, in 156 *U. Penn. L. Rev*., 2008, 626 ss.;

HU-BLACK, *Hedge funds, insiders and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.*, 2007, 343 ss.;

HU-BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in 79 *South. Cal. L. Rev.*, 2006, 811 ss.;

HUDDLESTON, *Say on Pay in the Dodd-Frank Act: Implications of the Results in the United Kingdom*, in 11 *Wash. U. Global Stud. L. Rev*., 2011, 483 ss.;

HULICK, *Proxy voting: the rules and industry reactions*, in 3 *J. Invest. Compl.*, 2003, 31 ss.;

IOCCA, *Sub art. 40*, in *Commentario T.u.f.* a cura d Vella, Torino, 2012, 452;

JACOBS, *"Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?,* in 68 *Wash. & Lee L. Rev*., 2011, 1645 ss.;

JAYARAMAN-FRYE-SABHERWAL, *Informed Trading Around Merger Announcements: An Empirical Test Using Transaction Volume and Open Interest in Options Market*, in 36 *Fin. Rev*., 2001, 45 ss.;

JEAGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964;

JENSEN, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, in 2 *J. Econ. Perspectives*, 1988, 21 ss.;

JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in 3 *J. fin. Ec*, 1976, 305 ss.;

JHONSTON-MORROW, *Towords long-termism in corporate governance: the shareholder rights directive and beyond*, in *Long-term investment and the sustainable company: a stakeholder perspective*, a cura di Vitols, Vol. III, Bruxell, 2015;

JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunnelling*, in 90 *Am. Ec. Rev.*, 2000, 22 ss.;

JOLLS-SUNSTEIN-THALER, *A Behavioral Approach To Law And Economics*, in 50 *Stand. L. Rev.*, 1998, 1473 ss.;

KAAL-OESTERLE, *The History of Hedge Fund Regulation in the United States*, 2016, reperibile al sito ssrn.com/abstract=2714974;

KAHAN-ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 1046 ss.;

KALANT, *Who's in Charge Here?: Requiring More Transparency in Corporate America: Advancements in Beneficial ownership for Privately Held Companies*, in 42 J. *Marshall L. Rev.*, 2009, 1049 ss.;

KATSKEE, *The Genealogy of the Outsider's Role in Disclosure of Equity Ownership in Corporate Acquisition*, in 50 *Nebraska L. Rev*., 1971, 68 ss.;

KRIPKE, *The myth of informed layman*, in 28 *Bus. Law*., 1973, 631 ss.;

KUTUFÀ, *Osservazioni in tema di obblighi e responsabilità per la tenuta del libro soci*, in *Giur. comm.*, I, 2009, 1125 ss.;

LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.*, 1999, 472 ss.;

LAKHANI, *Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance*, in 16 *Chi. -Kent J. Int'l & Comp. L*., 2016, 142 ss.;

LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 *U. Pa. L. RE.*, 1992, 857 ss.;

LAW, *The Derailment of Section 13(D) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial ownership Requirement for Section 13(D) Disclosure*, in 59 *Cath. U. L. Rev*., 263 ss.;

LEGGERI, *Sub art. 40 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza* a cura di Fratini Gasparri, Torino, 2012;

LEMKE-LINS, *Disclosure of Equity Holdings by Institutional Investment Managers: An Analysis of Section 13(f) of the Securities Exchange Act of 1934*, in 43 *The Business Lawyer*, 1987, 93 ss.,

LENER, *Corporate Governance Rules for Investment Funds in Italy*, in 6 *Eu. Corp. L. Rev*., 2005., 269 ss.;

LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, 187 ss. 5

LENER, *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 148;

LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno di documentazione e ricerca di Assogestioni n. 23, 2000, 281 ss;

LIBONATI, *Gli assetti proprietari: contendibilità del controllo e regolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, 4 ss.;

LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86 ss.;

LIEDER-FISCHER, *The Say-on-Pay Movement – Evidence From a Comparative Perspective*, in *ECFR*, 2011, 377 ss.;

LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in Consob Quaderni di finanza, n. 66, 2010;

LO PO'-PORCHIA, *Le nuove regole Consob in materia di trasparenza delle partecipazioni cash-settled*, in *Società*, 2012, 675 ss.;

LO PO'-STROPPELLO, *Il nuovo regime normativo europeo in materia di trasparenza delle partecipazioni rilevanti*, in *Società*, 2014, 318 ss.;

LUCIANO, *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Contr. Impr. Europa*, 2011, 604 ss.;

MACEY, *Corporate governance, promises kept, promises broken*, Princeton-Oxford, 2008;

MACEY-NETTER, *Regulation 13D and the Regulatory Process*, in 65 *Wash. U. L. Quar.*, 1987, 133 ss.;

MACRÌ, *Informazione privilegiate e disclosure*[2], Torino, 2010;

MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Milano, 2007;

MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni e continuato da Shlesinger, Milano, 2012;

MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in 73 *J. Pol. Eco.*, 1965, 110 ss.;

MANNE, *Some Theoretical Aspects of Share Voting. An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, in 64, 8, *Colum. L. R.*, 1964, 1436 ss.;

MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.;

MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc*., 2001, 126 ss.;

MARTIN, *The Intersection Between Finance and Intellectual Property: Trade Secrets, Hedge Funds, and Section 13(f) of the Exchange Act*, in 53 *N.Y.L. Sch. L. Rev*., 2009, 580 ss.;

MARTINELLI, *L'impresa. Economia e gestione*[2], Torino, 2006

MARTIN-PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2005, 775 ss.;

MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. trim. dir. eco.*, 2011, 75 ss.;

MAVIGLIA, *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario* a cura di Rabitti Bedogli, Milano, 1998, 642 ss.;

MCCONNELL-SERVAES-LINS, *Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the Firm*, in 14 *J. Corp. Fin.*, 2008, 92 ss.;

MEZZACAPO, *The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, European Economy, Economic Paper n. 378, 2009;

MIKKELSON-RUBACK, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, in 44 *J. Fin. Econ*., 1985, 523 ss.;

MINERVINI, *Azioni dematerializzate e libro soci nel codice civile rinnovato*, in *Banca Borsa Tit. cred.*, I, 2005, 8 ss.;

MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989;

MINERVINI, *Le origini della nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, in *Riv. soc*., 1973, 1125 ss.;

MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in AA. VV., *Diritto commerciale*[2], II, Torino, 2014, 404 ss;

MITTS, *A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure*, in 35 *N.C. Cent. L. Rev.*, 204 ss.;

MOLLERS-HARRER-KRUGER, *The Aifm directive and its regulation of hedge funds and private equity*, in 30 *J.L. & Com*., 2011, 87 ss.;

MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*[3], Oxford, 2014.

MONTALENTI, « *Disclosure » e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *AGE*, 2013, 251 ss.;

MONTALENTI, *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. soc.*, 2006, 990 ss.;

MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e assimetrie di mercato*, in *Riv. soc*., 2008, 324 ss.;

MONTALENTI, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, 685 ss.;

MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, IV, Padova, 2004;

MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc*., 2015, 957 ss.;

MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011;

MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa e tit. cred*., 2015, 760 ss.;

MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e « azione di concerto »*, in *Riv. soc*., 2013, 118 ss.;

MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Costi-Buonocore, Torino, 2014;

MULA, *Gli obblighi delle Sgr che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o di controllo alla luce del Documento di Consultazione Consob del 26 giugno 2014*, in *DirittoBancario.it*.;

MULA-BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "decreto correttivo"*, in *Giur. comm*., 2013, 188 ss.;

NICHOLSON, *Securities Law: Proxies Pull Mutual Funds into the Sunlight: Mandatory Disclosure of Proxy Voting Records*, in 57 *Okla. L. Rev.*, 2004, 687 ss.;

NIGRO-ROMANO, *La regolamentazione degli hedge funds negli USA: dal quasi-collasso di long-term capital management al Dodd-Frank act*, in *La crisi dei mercati finanziari. Analisi e prospettive* a cura di Santoro, I, Milano, 2013, 187 ss.;

OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, 1971;

ONADO, *Gli amministratori indipendenti delle società di gestione del risparmio*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, a cura di Assogestioni, 2006, 47 ss.;

ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2010;

OPPO, *Sub artt. 122 – 123*, in *Commentario al T.u.f.*, a cura di Apla-Capriglione, 1998, 1141 ss.;

ORTIZ-RAMÍREZ-VICENTE, *Mutual Fund Trading and Portfolio Disclosures*, in *J. Fin. Serv. Res*., 2015, 84 ss.;

PAGANO-PANUZI-ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'Opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti degli incroci azionari*, in *Riv. soc*., 1998, 166 ss.;

PALMITER, *Dark Matter in US Corporations (Corporate Governance in the United States)*, in AA.VV., *Corporate governance e sistema dei controlli nella spa*, Torino, 2013.

PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?*, in 23 *Cardozo L. Rev*., 2002, 1454 ss.;

PAOLUCCI, *Sub art. 120 T.u.f.*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2001, 55 ss.;

PARTNOY-THOMAS, *Gap Filling, Hedge funds, and Financial Innovation*, in AA. VV., *New financial instruments and institutions: opportunities and policy challenges*, edited by Fuchita-Litan, Brooklin, 2007, 101 ss.;

PASQUARIELLO, *Sub art. 127-ter*, in AA.VV., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, in *Le Nuove Leggi Civ. Comm*., 2011, 707 ss.;

PAVONE LA ROSA, *Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali*, in *Banca borsa Tit. cred*., I, 2003, 256 ss.;

PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm*., I, 2004, 5 ss.;

PAVONE LA ROSA, *La "trasparenza" dei patti parasociali nelle società per azioni "aperte"*, in *Giur. comm*., I, 2007, 550 ss.;

PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*, 2011, reperibile al sito http://ssrn.com/abstract=1886186;

PEDERSEN - THOMSEN, *Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: the Importance of Owner Identity*, 7 *J. Man. & Gov*., 2003, 27 ss.;

PEKAREK, *Hogging the Hedge? "Bulldog's" 13F Theory May Not Be So Lucky*, in 12 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2007, 1088 ss.;

PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003;

PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc*., 2011, 848 ss.;

PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004;

PICCIAU, *Sub art. 122*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Commentario* diretto da Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, 838 ss.;

PICCIAU, *Sub Artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *Costituzione e conferimenti* a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 337 ss.;

PISTOCCHI, *Appunti sul codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm*., I, 2016, 171 ss.;

POMELLI, *Sub art. 122*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1266 ss.;

POMELLI, *Sub art. 123*, in *Commentario T.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, 1288 ss.;

POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, Milano, 2014;

PORTALE M.B., *Sub art. 2421 c.c.*, in *La società per azioni*, a cura di Abbadessa-Portale, I, Milano, 2016, 2139 ss.;

POSNER, *Economic analysis of law*, New York, 1998;

PRATELLI, *Problemi in tema di sindacati di gestione*, in *Giur. comm.*, I, 2005, 112, ss.;

PRENTICE, *Statutes – Comaies Act 1974*, in 40 *Mod. L. Rev*., 1974, 319 ss.;

PRESCIANI, *Riflessioni in tema di divieto di esecuzione dell'aumento di capitale in presenza di azioni non integralmente liberate*, in *Banca Borsa Tit. Cred*., 2013, 11 ss.;

RACUGNO, *Lo Swap*, in *Banca borsa tit. cred*., 2010, I, 39 ss.;

RENZULLI, *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 346 ss.;

RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *RDS*, 2007, 54 ss.;

RESCIO, *Il sovrano in esilio: riflessioni e problemi in tema di assemblea e decisioni dei soci*, in AA.VV., *Studi sulla riforma del diritto societario*, Milano, 2004;

RIGHINI, *Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano, 2012;

ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, 2015, al sito http://ssrn.com/abstract=2512303;

ROCK, *The Logic and (Uncertain) significance of insitutional shareholder activism*, in 79 *Geo L.J.*, 1991, 453 ss.;

ROE, *A political theory of american corporate finance*, in 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, 12 ss.;

ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in 18 *Yale J. On. Reg.*, 2001, 177 ss.;

ROSA, *Patti parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta?*, in *AGE*, 2013, 131 ss.;

ROSE, *Sovereign investing and corporate Governance: evidence and policy*, in *Fordham J. Corp. & Fin.*, 2013, 914 ss.;

ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, Banche, Crisi di impresa. Liber Amicorum Abbadessa*, Milano, 2014, 884 ss.;

ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003;

ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc*., 2001, 17 ss.;

ROSSIGNOLI, *Gli assetti proprietari delle società quotate: evidenze empiriche in Italia, negli Stati Uniti e in Germania*, in *Riv. dott. comm*., 2011, 101 ss.;

ROZANOV, *Who holds the wealth of nations*, in *Central Banking Journal*, 2005, 52 ss.;

RULLI, *Vendite allo scoperto: limiti e condizioni dell'esercizio del potere dell'ESMA di adottare provvedimenti con effetti diretti sui partecipanti al mercato*, in *Banca Borsa tit. cred*., II, 2014, 648 ss.;

SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm*., I, 2012, 31 ss.;

SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione – un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, 921 ss.;

SAGUATO, *Partecipazioni rilevanti e catene di controllo*, in *Società*, 2010, 1229 ss.;

SALAFIA, *D.lgs. 58/1998. Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche nelle società quotate*, in *Società*, 1999, 562 ss.;

SANDRELLI, *La nuova disciplina degli «strumenti finanziari derivati» nelle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc*., 2012, 129 ss.;

SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di « organismo di investimento collettivo del risparmio » a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc*., 2015, 418 ss.;

SANTONI, *Sub art. 122*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1002 ss.;

SANTONI, *Sub art. 123*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1011 ss.;

SANTONI, *Sub artt. 2341-bis e 2341-ter*, in *La riforma delle società. Commentario* a cura di Sandulli-Santoro, Torino, 2003, 89 ss.;

SAPIENZA, *La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi,* in *DirittoBancario.it*, giugno 2013;

SBISÀ, *I controlli della Cosob*, Bologna, 1997;

SBISÀ, *Sub art. 120*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa Capriglione, II, Padova, 1998, 1112 ss.;

SCANO, *Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting*, in *Riv. soc*., 2013, 163 ss.;

SCARPA, *Parasocialità come mezzo di controllo esterno della società*, in *Contr. Impr*., 2011, 1528 ss.;

SCHARFSTEIN, *The disciplinary role of takeovers*, in 55 *Rev. Econ. St.*, 1988, 185 ss.;

SCHIRÒ, *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216: Obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali e partecipazione reciproche*, in *Riv., dir. civ.*, II, 1976, 273 ss.;

SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, in 94 *J. Pol. Eco.*, 1986, 461 ss.;

SCHMOLKE, I*nstitutional Investors' Mandatory Voting Disclosure - European Plans and U.S. Experience*, in *New York University, Law & Economics Research Paper*, 2006;

SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in 15 *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2009, 127 ss.;

SCHOUTEN-SIEMS, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries*, Novembre 2010, al sito http://ssrn.com/abstract=1434144

SCOGNAMIGLIO, *Partecipazioni rilevanti e partecipazioni reciproche dopo la legge 281/1985*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, 22, 1991, 511 ss.;

SEMINO, *Brevi spunti su alcune questioni relative alla disciplina sulla disclosure dei patti parasociali nelle società quotate (deposito dei patti presso il registro delle imprese, regime sanzionatorio di cui all'art. 122 t.u.i.f. e accordi di lock-up)*, in *Giur. comm.*, II, 2007, 266 ss.;

SEMINO, *Il regime di pubblicità dei patti parasociali relativi a società quotate alla luce del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Società*, 2003, 1461 ss.;

SHLEIFER, *The noise trader approach to Finance*, in 4 *J. Econ. Persp.*, 1990, 19 ss.;

SIEMS-LELE-IGLESIAS-RODRIGUEZ-MOLLICA-KLAUBERG-HEIDENHAIN-CANKAR-AMILTON-SCHNYDER-AKMAN, *CBR Shareholder Protection Index - 25 countries*, 2009, al sito http://www.cbr.cam.ac.uk/research/programme2/project2-20output.htm;

SMALL, *Group Formation under Section 13(d) of the Securities ExchangeAct of 1934*, in 33 *Case W. Res.*, 1982, 74 ss.;

STEFANIN-GUSTAVO, *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*, in *DirittoBancario.it*, settembre 2013;

STELLA RICHTER JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm*., I, 2006, 198 ss.;

STELLA RICHTER JR., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di Tombari, Torino, 2008, 97 ss.;

STELLA RICHTER JR., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli-Lener, in *Trattato dei contratti* diretto da Rescigno-Gabrielli, Milano, 2011, 792 ss.;

STELLA RICHTER, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm*., I, 2006, 196 ss.;

STEWARD, *Disclosure of the Irrelevant? Impact of the SEC's Final Proxy Voting Disclosure Ruels*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L*., Vol. 9, 2003, 233 ss.;

STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficienty: an introduction to the new finance*, in 28 *J. corp. l.*, 2003, 635 ss.;

STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc*., 2014, 991 ss.;

STRINE, *Jr.*, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, in 66 *Bus. Law*., 2010, 1 ss.;

TEDESCHI, *"Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005.

THOMAS-PALMITER-COTTER, *Dodd-frank's say on pay: will it lead to a greater role for shareholders in Corporate governance?*, in 97 *Cornell L. Rev.*, 2102, 1213 ss.;

THOMSEN-PEDERSEN-KVIST, *Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems*, in 12 *J. Corp. Fin.*, 2006, 246 ss.;

TOFFANELLI, *Trasparenza e obbligo di comunicazione delle partecipazioni sociali nelle ipotesi previste dal 2° comma dell'art. 5 della legge n. 216/76*, in *Giur. comm.*, 1988, 383 ss.;

TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *AGE*, 2007, 452 ss.;

VEIL, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, al sito www.ssrn.com/abstract=1998376;

VELLA, *"Attivismo" degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca Impresa Società*, 1998, 363 ss.;

VELLA, *Sub art. 40*, in *Commentario al Tuf* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 361;

VENEZZE, *The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe*, in 15 *EBOR*, 2014, 503 ss.;

WATT, *Proxy Voting Trends: Funds Managers in the United States of America and Australia*, in 15 *Bond L. Rev.*, 2003, 14 ss.;

WYMEERSCH, *Shareholders in Action: Towards a New Company Paradigm?*, in 4 *Eu. Comp. L.*, 2007, 50 ss.;

ZAABAR, *Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France*, al sito ssrn.com/abstract=1255602;

ZETZSCHE, *Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against CESR Proposal*, in 11 *EBOR*, 2010, 231 ss.;

ZETZSCHE, *Hidden Ownership in Europe, BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental,* in 10 *EBOR*, 2009, 119 ss.;

ZINGALES, *Non sparate sugli hedge funds ma chiedete trasparenza*, in *Il sole 24ore*, 14 gennaio 2007.

BIBLIOGRAFIA

DICHIARAZIONE DI CONFORMITÀ DELLE TESI
PER IL CONSEGUIMENTO DEL TITOLO DI DOTTORE DI RICERCA
(DICHIARAZIONE SOSTITUTIVA DI ATTO NOTORIO E DI CERTIFICAZIONE
(artt. 46-47 del D.P.R. 445 del 28.12.00 e relative modifiche)

Il/La sottoscritto/a...CHIARA...PRESCIANI..... Nato/a il.....19/11/1985.....
a ...AZZANO...LOMBARDO..... Provincia/Stato .....BERGAMO/ITALIA.....
Dottorato di ricerca in ...Business...and...Law...-...Istituzioni...e...imprese...nazionali,
...regole...e...responsabilità...sociale.....

a conoscenza del fatto che in caso di dichiarazioni mendaci, oltre alle sanzioni previste dal Codice Penale e dalle Leggi speciali per l'ipotesi di falsità in atti ed uso di atti falsi, <u>decade dai benefici conseguenti al provvedimento emanato sulla base di tali dichiarazioni</u>,

DICHIARA

sotto la propria responsabilità, ai fini dell'ammissione all'esame finale per il conseguimento del titolo di Dottore di ricerca,

di essere a conoscenza che,

in conformità al Regolamento dell'Università degli Studi di Brescia per l'ammissione all'esame finale ed il rilascio del titolo per il conseguimento del titolo di Dottore di Ricerca, è tenuto a depositare all'U.O.C. Dottorati e Scuole di Specializzazione:

- n. 1 copia in formato cartaceo della propria tesi di dottorato e **l'esposizione riassuntiva (*abstract*) in italiano, se la redazione della tesi è stata autorizzata in lingua straniera;**
- n. 2 copie della tesi su DVD o CD-ROM per il deposito presso le Biblioteche Nazionali di Roma e di Firenze;

DICHIARA inoltre

- che il contenuto e l'organizzazione della tesi sono opera originale e non compromettono in alcun modo i diritti di terzi,
- **che sarà consultabile** immediatamente dopo il conseguimento del titolo di Dottore di ricerca, in quanto non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati, e non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela.
- che l'Università è in ogni caso esente da qualsiasi responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- che la tesi in formato elettronico (DVD o CD-ROM) è completa in ogni sua parte ed è del tutto identica a quella depositata in formato cartaceo all'U.O.C. Dottorati e Scuole di Specializzazione dell'Università degli Studi di Brescia e inviata ai Commissari. Di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni od omissioni nei contenuti della tesi.

Dichiara inoltre di essere consapevole che saranno effettuati dei controlli a campione. Eventuali discordanze od omissioni potranno comportare l'esclusione dal dottorato di ricerca;

Luogo e data..13/02/2017..... Firma del dichiarante .....Chiara Presciani