

**“Inappropriate short-term activism” vs. “appropriate long-term engagement”:
Note critiche sul ruolo degli investitori professionali nella corporate
governance a margine del dibattito avviato dalla Commissione Europea**

MATTEO EREDE* – GIULIO SANDRELLI**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il fenomeno dello *shareholder activism*: un breve inquadramento. – 2.1. L’attivismo degli investitori istituzionali e le cause della sua scarsa efficacia. – 2.2. L’attivismo degli *hedge funds*. – 2.3 (*segue*) Le iniziative “attiviste” e il loro effetto sul valore delle azioni. – 3. *Shareholder engagement*: il tentativo di darne una definizione. – 3.1. Le indicazioni desumibili dai principi espressi nello *UK Stewardship Code*. – 3.2. L’insidioso concetto di appropriatezza: una prima conclusione in senso contrario a condizionare l’esercizio dei diritti sociali sulla base dell’orizzonte d’investimento degli azionisti. – 4. *Short-termism*: la delimitazione del problema. – 4.1. (*segue*) L’opportuna distinzione fra trading e investimento. – 5. I problemi di *agency* nel settore del risparmio gestito come causa principale dello *short-termism*: la prospettiva adottata nel *Green Paper*. – 5.1. Riflessi sulla *governance* della doppia separazione tra proprietà e controllo. – 5.2. (*segue*) Possibili soluzioni. – 5.3. (*segue*) Limiti della prospettiva di *fund governance* rispetto al problema dello *short-termism*. – 6. Capitale finanziario, capitale d’impresa e interesse sociale: il conflitto tra istanze di breve e di lungo termine nella disciplina degli emittenti. Cenni sul ruolo degli amministratori. – 6.1. La funzione dei diritti di *voice*. – 6.2. (*segue*) “*Inappropriate short-termism*”, conflitto di interessi dei soci e doveri di correttezza. – 7. Conclusioni.

1. *Introduzione*. – Nel disegno tratteggiato dalla Commissione Europea con il *Green Paper* del 2011 (“*The EU corporate governance framework*”), il sistema di governo societario concepito al servizio del mercato comune rivela un evidente paradosso: per funzionare, il sistema postula un coinvolgimento attivo da parte degli investitori, che tuttavia questi si mostrano generalmente indisponibili a prestare. Ciò vale innanzitutto nell’ambito del risparmio gestito, in cui il disinteresse (amplificato dalle asimmetrie informative esistenti) circa l’attività dei *money managers* porta in ultimo ad assecondare – magari con miope senso di opportunismo – l’assunzione di rischi eccessivi, fino a minare la stabilità stessa del mercato. Similmente, nell’ambito dell’investimento diretto in società quotate, l’atteggiamento passivo degli azionisti e la spasmodica ricerca di profitti immediati mettono a repentaglio il comune interesse ad una crescita sostenibile e durevole del valore dell’impresa.

In altre parole, la mancanza di “*appropriate shareholder engagement*” viene ricondotta dalla Commissione alla crescente focalizzazione degli investitori su obiettivi di breve periodo: ciò che viene sinteticamente definito come “*short-termism*” e fatalmente considerato “*inappropriate*”. Di conseguenza, tale fenomeno, che trova origine principalmente nell’evoluzione del mercato finanziario e negli *agency problems* esistenti nell’industria dell’intermediazione nel rapporto con la propria clientela, finisce per

* *Research fellow*, CREDI – Centro di Ricerche Europee sul Diritto e la Storia dell’Impresa “Ariberto Mignoli”, Università Bocconi, Milano.

** Assegnista di ricerca in Diritto commerciale, Dipartimento di Studi Giuridici, Università Bocconi, Milano.

rappresentare l'ostacolo principale ad un efficiente sistema di *governance*, verso il quale perciò concentrare i prossimi interventi di riforma.

Alcuni spunti offerti dalla Commissione evidenziano questioni di grande rilievo per la disciplina delle società quotate, finora rimaste a margine del dibattito sulla *corporate governance*. È il caso, ad esempio, della riflessione sui problemi di *agency* in seno al settore del risparmio gestito: la crescita esponenziale nel volume degli *assets* raccolti in gestione e la parallela diminuzione dell'investimento individuale, secondo un andamento da decenni sempre costante, rendono più che mai urgente il dovere di approfondire e risolvere i problemi di "agenzia" riscontrabili in seno agli organismi di investimento collettivo del risparmio fra investitori e gestori. Qui si produce, infatti, un secondo livello di separazione fra proprietà e controllo, in aggiunta a quello che già da tempo si misura in seno alla *public company* e, seppure in direzione diversa, alla società di capitali.

Nondimeno, la ricostruzione offerta dal *Green Paper* non può essere interamente condivisa, poiché porta all'ulteriore paradosso di ritenere inappropriate anche quelle uniche forme non episodiche di attivismo realizzate finora con successo – principalmente (ma non esclusivamente) dagli *hedge funds* – per il solo fatto di essere promosse da investitori orientati al breve periodo. Ciò che, per l'appunto, le renderebbe astrattamente indesiderabili, nonostante la stessa Commissione riconosca che esse possono avere effetti positivi sulla *governance* degli emittenti.

In verità, è la distinzione stessa fra "*inappropriate short-term activism*" e "*appropriate long-term engagement*" ad apparire poco convincente e addirittura fuorviante se portata alle estreme conseguenze. Valutare l'attivismo dei soci sul piano dell'appropriatezza, ossia in funzione dell'orizzonte d'investimento di chi assume l'iniziativa, è un esercizio di per sé disagevole, e al limite ozioso: basti considerare che molte delle campagne attiviste "combattute" (anche in Europa) dagli *hedge funds* sono state successivamente sostenute – e in qualche caso avviate – da investitori di lungo periodo, come i fondi pensione. Ed anche sotto il profilo pratico, è ormai noto come l'attivismo si avvalga di molti istituti giuridici offerti dall'ordinamento a "difesa" delle minoranze azionarie, trasformandoli in potenti strumenti di monitoraggio ed intervento – dunque, potenzialmente di "offesa" – nei confronti di amministratori e *managers*: sicché, risolverli a limitarne in tutto o in parte l'uso per impedire l'attivismo "inappropriato" degli uni potrebbe ragionevolmente finire per ostacolare il coinvolgimento "appropriato" degli altri.

Per altro verso, va osservato che alla diffidenza di oggi nei confronti degli investitori *short-term* – più o meno la stessa che negli anni '80 animava la polemica nei confronti dei *venture capitalists*, e forse non a caso – non può corrispondere grande fiducia verso gli investitori di lungo termine, almeno sul piano della loro disponibilità ad un maggiore coinvolgimento nei confronti delle società partecipate. Ed infatti, numerosi studi empirici, anche italiani, hanno messo in piena luce l'atteggiamento generalmente passivo assunto da questi investitori nell'arco degli ultimi vent'anni, a dispetto di chi riteneva che la maggiore concentrazione dei loro investimenti fosse di per sé sufficiente ad indurli ad assumere naturalmente un ruolo attivo di *watchdogs*; e d'altro canto, le cause di tale comportamento, riassumibili in una sostanziale mancanza di incentivi razionali ad agire diversamente, sono soltanto

in minima parte riconducibili al fattore dello “*short-termism*” – essenzialmente, per quanto solo attiene alla remunerazione dei *money makers* – e non sono mai state risolte.

Resta dunque il fatto che, in generale, le forme più efficaci di attivismo sono quelle poste in essere da investitori diversi da quelli istituzionali, e ciò proprio in ragione delle caratteristiche che costituiscono la loro diversità. Il che, semmai, dovrebbe suggerire l’opportunità di esaminare la propensione allo *shareholder engagement* in relazione alla struttura ed alla *governance* degli investitori piuttosto che al loro orizzonte d’investimento. Tanto si proverà a fare nei paragrafi seguenti, con l’ulteriore ambizione di condurre un esame – sia pure embrionale – dei riflessi che questa discussione sembra poter avere su alcune più grandi questioni: il rapporto fra capitale finanziario e capitale d’impresa; la ricerca di una definizione di “interesse sociale” compatibile con il ricorso al mercato del capitale di rischio ed i suoi meccanismi; la necessità di aggiornare la tradizionale distinzione fra azionisti imprenditori e azionisti investitori nelle società quotate.

In questa linea, dunque, la prima parte del lavoro è dedicata a un tentativo di definizione e di analisi critica del significato di alcune espressioni sulle quali è impostato il *Green Paper*. In particolare, descritto brevemente il concetto di *shareholder activism* (par. 2), si offre una breve ricostruzione delle forme di attivismo poste in essere dagli investitori istituzionali tradizionali negli ultimi decenni, ripercorrendo le cause della sua scarsa efficacia (par. 2.1). Si richiamano quindi, per converso, le ragioni strutturali che hanno reso particolarmente incisivo, più di recente, l’attivismo realizzato dai fondi di investimento “alternativi” (par. 2.2), riportandone le modalità operative, gli obiettivi perseguiti nonché gli effetti determinati sul valore di mercato delle società bersaglio (par. 2.3).

Queste premesse conducono a esaminare il problematico riferimento del *Green Paper* al c.d. *shareholder engagement*, da intendersi quale forma di attivismo che, nell’impostazione della Commissione, si ritiene possa essere svolto da investitori istituzionali orientati al lungo periodo (par. 3). In proposito, si tenta di ricostruirne il significato a partire innanzitutto dalle indicazioni desumibili dallo *Stewardship Code* inglese, adottato con lo scopo proprio di promuovere questo peculiare tipo di coinvolgimento fra investitori ed emittenti (par. 3.1); si dà peraltro conto del disagio che, a nostro avviso, si incontra nel considerare tale forma di attivismo “appropriata” per il solo fatto dell’orizzonte temporale adottato dagli investitori “*engaged*” (par. 3.2).

Nel par. 4 si passa dunque a esaminare il concetto di *short-term activism* in opposizione al *long-term engagement*, con lo scopo di limitare l’analisi a quei soli fenomeni che abbiano un apprezzabile rilievo sulla *corporate governance*, e così escludere quanto, a nostro avviso, attiene viceversa al funzionamento (fisiologico o patologico) del mercato finanziario: ciò che, ad esempio, ci porta a tenere ai margini della nostra riflessione le forme di c.d. *high-frequency trading* denunciate dalla Commissione (par. 4.1).

Quindi, il par. 5 affronta l’assunto secondo cui alla radice dell’attitudine degli investitori professionali ad adottare politiche di investimento azionario di breve termine vi sarebbero innanzitutto i problemi di *agency* che caratterizzano il settore del

risparmio gestito. In effetti, come si evidenzia nel par. 5.1, sia la riflessione giuridica sia l'evidenza empirica offrono numerose conferme dell'esistenza di conflitti di interesse in capo ai gestori dei fondi di investimento, nonché dell'impatto di tali conflitti sulla scelta dell'orizzonte temporale con cui vengono impiegati i mezzi raccolti. Non sempre, tuttavia, i rimedi proposti dal *Green Paper* per ridurre i conflitti di interesse in questione appaiono adeguati, come si tenta di dimostrare nel par. 5.2; inoltre, e soprattutto, tali rimedi non esauriscono la questione dello *short-termism*, dal momento che, in molti casi, i gestori adottano politiche di investimento di breve termine con l'accordo (almeno implicito) dei partecipanti al fondo (par. 5.3).

Tali considerazioni ci inducono a dedicare l'ultima parte del lavoro alle implicazioni più strettamente connesse ai profili di diritto societario, tentando di verificare se dalla disciplina vigente provengano indicazioni utili a dirimere il contrasto tra istanze di breve e di lungo termine nell'investimento azionario in società quotate (par. 6).

Sul punto, la nostra analisi mette in luce l'impostazione sostanzialmente "neutrale" del nostro ordinamento rispetto all'orizzonte temporale dei soci. La disciplina, in altri termini, non penalizza l'azionista *short-term*, cui, al contrario, sono attribuiti gli stessi poteri di "monitoraggio" disponibili alla generalità dei soci: tanto si evince sia dalla concezione di tutela delle minoranze fatta propria dal Testo Unico della finanza, sia dagli interventi legislativi più recenti (par. 6.1). Allo stesso modo, ove si sia in presenza di deliberazioni adottate con il voto determinante di soci orientati al breve termine, appare difficile ipotizzare – alla luce delle più recenti riflessioni della dottrina in materia di interesse sociale – l'esistenza di un conflitto tra l'interesse privato di tali soggetti e quello comune dei soci, ovvero configurare una violazione dei doveri di correttezza e buona fede da parte dei soci *short-term* nei confronti degli altri (par. 6.2).

2. *Il fenomeno dello shareholder activism: un breve inquadramento.* – *Shareholder activism* è la locuzione comunemente utilizzata per indicare le diverse iniziative con cui, tanto nella *public company* quanto nella società per azioni (aperta al mercato del capitale di rischio ma) con assetto proprietario concentrato, i soci si sottraggono allo stato di passività che generalmente caratterizza l'investimento individuale, cioè quello stato di c.d. "apatia razionale" dovuto al fatto sia di non disporre delle informazioni sufficienti a verificare che la gestione dell'impresa societaria non venga dirottata verso il perseguimento di interessi diversi da quelli riferibili alla collettività dei soci (c.d. "*agency problem*"), sia, d'altra parte, di non avere le risorse o gli incentivi adeguati a porre rimedio a questa situazione di c.d. "asimmetria informativa", dal momento che tale rimedio finirebbe per premiare anche i soci che non vi abbiano punto contribuito (c.d. "*collective action problem*").

In altre parole, e più precisamente, l'attivismo descrive il fenomeno in cui l'azionista si rende disponibile a svolgere nei confronti degli amministratori della società un'attività di monitoraggio ed intervento realizzata attraverso l'esercizio (innanzitutto) dei diritti sociali (in primo luogo il voto, in alternativa alla principale alternativa possibile, e tuttavia non sempre praticabile, ossia il disinvestimento) nonché di ogni ulteriore potere di persuasione disponibile nella società della

comunicazione. Il che, come si accennava, postula il superamento dell'apatia razionale dei soci sulla base di una valutazione di convenienza, anch'essa perfettamente razionale, secondo cui il sacrificio (individuale) sostenuto per "disciplinare" gli amministratori risulti più che compensato dal beneficio (collettivo) derivante dalla minimizzazione dei c.d. "costi di agenzia", ossia dal riuscire a limitare l'indebito depauperamento del patrimonio sociale causato dall'estrazione dei c.d. "benefici privati" da parte di amministratori ed eventuali soci di controllo. Il tutto, con l'ulteriore conseguenza di accrescere così il valore delle azioni, l'efficienza del governo societario e, più in generale, quella del mercato.

2.1. *L'attivismo degli investitori istituzionali e le cause della sua scarsa efficacia.* – Nella prospettiva che si è appena accennata, appare subito evidente come la disponibilità del socio a monitorare l'operato degli amministratori dipenda in maniera cruciale dalla sussistenza (innanzitutto) delle risorse di tempo, denaro, conoscenza a ciò necessarie. Il che vale a spiegare perché fra le variegate forme di *shareholder activism* realizzate nella prassi, in "stagioni" diverse e con alterne fortune (1), quella che (da oltre vent'anni, e ancora oggi) forma oggetto di più intenso dibattito fra gli studiosi della *corporate governance* è l'attivismo di una particolare "categoria" di soci (2): gli investitori istituzionali. In linea teorica, infatti, la professionalità e le dimensioni dell'attività di investimento che costoro svolgono sembrano offrire loro gli incentivi sufficienti a dispiegare quell'attività di vigilanza che, viceversa, risulta troppo onerosa per l'investitore individuale.

A partire dalla fine degli anni '80 (negli Stati Uniti, e di lì a poco anche in Europa), simili considerazioni suggerirono perciò l'idea che il peso crescente degli investitori istituzionali nel capitale delle società quotate avrebbe naturalmente portato ad una maggiore efficienza nel governo societario (3). E ciò sulla base di due fondamentali ordini di considerazioni. Da un lato, in seguito ad un sempre più ampio riconoscimento da parte della giurisprudenza del Delaware della legittimità

¹ Per una ricostruzione storica dell'attivismo, con riferimento al mondo anglosassone, si vedano B. CHEFFINS, J. ARMOUR, *Offensive Shareholder Activism in U.S. Public Companies, 1900-49*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 09/2011 (February 11, 2011), consultabile sul sito internet <http://ssrn.com/abstract=1759983>; J. FISCH, *The Transamerica Case*, in *The Iconic Cases in Corporate Law*, a cura di J. Macey, New York, 2008, 46 ss.; J. GORDON, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, in 62 *Vanderbilt Law Review*, 478 ss. (2008).

² Evidentemente, il termine "categoria" è qui utilizzato con accezione comune, nel senso che, con esso, ci si intende riferire alla differente natura tipologica dei soci e non al fatto che questi siano eventualmente titolari di azioni dotate di diritti diversi.

³ In particolare, v. A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in 22 *U. Mich. J. L. Ref.* 117, 135 (1988): "The growing power of institutional investors and the shrinking power of individual investors 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 for which major corporations will be managed. (...) 'Investor capitalism' would recapture the essential genius of capitalism by restoring primacy to the interests of the suppliers of capital". In senso analogo, cfr. B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in 89 *Mich. L. Rev.* 520 (1990); ID., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.* 811, 827, 830-49 (1991); R. GILSON e R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in 43 *Stan. L. Rev.* 863 (1991).

delle misure difensive (preventive e successive) contro il lancio di offerte ostili ⁽⁴⁾, si riteneva tramontata la stagione dei *takeovers* come strumento di *governance* e, con essa, l'idea che gli amministratori potessero essere disciplinati dall'intervento delle sole forze di mercato attraverso il meccanismo della contendibilità. Dall'altro lato, si cominciava a prendere atto della sempre più marcata tendenza del mercato finanziario alla c.d. *de-retailization*, ossia quel processo di evoluzione che – a partire dagli anni '50 e fino ad oggi, secondo un andamento crescente nel tempo – determina la progressiva sostituzione delle forme individuali di investimento azionario diretto con forme di investimento collettivo ⁽⁵⁾ e quindi una formidabile crescita (per numero e dimensione) delle partecipazioni societarie complessivamente detenute dagli investitori professionali, segnatamente gli istituzionali e fra questi, in particolare, i *mutual funds* ⁽⁶⁾.

E tuttavia, nonostante il diffuso consenso in dottrina circa la concreta possibilità che gli investitori istituzionali potessero porsi alla testa di un ampio movimento di rinnovamento dei sistemi di *governance* nazionali (in via di avvicinamento fra loro per effetto della progressiva integrazione dei mercati finanziari) all'insegna di una loro più marcata efficienza, già agli inizi degli anni '90 una parte della dottrina nordamericana avvertiva che una simile aspettativa difficilmente si sarebbe potuta verificare ⁽⁷⁾. In base a questa opinione, si ritiene del tutto plausibile che, sotto il profilo dei problemi di "*collective action*", gli investitori istituzionali siano incoraggiati, almeno in linea teorica, ad assumere strategie attiviste per effetto proprio dell'aumento della concentrazione delle rispettive partecipazioni, poiché ciò contribuisce a ridurre i costi di coordinamento fra investitori e, contemporaneamente, a rendere meno convenienti le opzioni alternative all'attivismo, quali il disinvestimento (c.d. "*exit*", tanto meno praticabile quanto maggiore il pacchetto azionario) o il disinteresse (c.d. "*free riding*").

D'altra parte, sotto il profilo dei problemi di "*agency*" derivanti dal potenziale divaricamento fra l'interesse dei soci e quello effettivamente perseguito dagli amministratori (ma il discorso, come si è accennato, vale anche per i conflitti esistenti fra soci di controllo e non), viene fatto osservare che questi possono essere

⁴ Cfr. *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 571 A.2d 1140 (Del. Supr. 1989).

⁵ B. BLACK (nt. 3), 570; più di recente, v. M. KAHAN e E. ROCK, *Embattled CEOs*, in 88 *Tex. L. Rev.* 987, 996 (2010); B. HEINEMAN e S. DAVIS, *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? Key Descriptive and Prescriptive Questions About Shareholders' Role in U.S. Public Equity Markets*, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance, Working Paper (2011), disponibile online all'indirizzo <http://millstein.som.yale.edu>.

⁶ Con riferimento agli Stati Uniti, nel confronto fra il 1950 ed il 2008 la quota del mercato azionario detenuta dagli investitori c.d. *retail* è passata dal 90% al 36%, mentre quella degli investitori istituzionali (comprendente *pension funds* pubblici e privati, *mutual funds*, banche, assicurazioni, ecc.) è salita dal 10% al 50%, con un ulteriore 3% detenuto dagli *hedge funds* (da doversi opportunamente sottrarre dai primi per considerarli insieme ai secondi). Nel tempo, anche la distribuzione degli investimenti fra gli investitori istituzionali si è modificata, facendo registrare un peso crescente dei *mutual funds* (22%) e dei *pension funds* privati (11%) sul totale degli *assets* di mercato detenuti complessivamente: cfr. M. KAHAN e E. ROCK, *Embattled CEOs* (nt. 5), 996-997.

⁷ Si vedano in particolare E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *Geo. L.J.* 445, 452 (1990-1991) e J. COFFEE JR., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1324-1326 (1991).

risolti dall'intervento degli investitori istituzionali solo in tanto in quanto vi sia un pieno allineamento fra gli interessi di tutte le "categorie" di soci esistenti, a condizione, cioè, che l'investitore istituzionale si comporti come un qualsiasi investitore individuale e che, come per immedesimazione, sia perciò in grado di fare l'interesse del secondo nel perseguire il proprio. Ciò che solo apparentemente potrebbe darsi per scontato, sul presupposto che vi sia a sua volta un pieno allineamento di interessi fra gli investitori istituzionali ed i propri sottoscrittori (laddove, secondo la tradizionale distinzione di matrice anglosassone, i primi sono i "legal owners" – dunque i titolari – delle azioni oggetto di investimento mentre i secondi ne sono i "beneficial owners", vantando su di essi un c.d. "interesse beneficiario").

In proposito, però, si rileva l'esistenza in seno agli investitori istituzionali di un ulteriore problema di agenzia fra sottoscrittori e gestori dell'organismo di investimento collettivo, imputabile alla struttura stessa di questo secondo e tale da privare i suoi gestori degli incentivi razionali necessari perché essi possano ragionevolmente porre in essere alcuna forma di attivismo⁽⁸⁾. E ciò in ragione di una serie di fattori convergenti: i conflitti di interesse dei gestori ravvisabili nei confronti degli amministratori delle società oggetto di investimento, tali da indurre i primi ad assecondare le decisioni dei secondi; la struttura dei compensi dei *money managers* rispetto alla quale è irrilevante la crescita di valore delle azioni che si può conseguire da un più efficace monitoraggio degli amministratori; l'eventuale applicazione da parte dei gestori di strategie d'investimento c.d. "indexed", ossia pienamente diversificate, tali per cui il portafoglio di investimenti viene costruito passivamente in modo da replicare la composizione del mercato, con la conseguenza di trasferire la competizione fra i fondi dal piano del rendimento degli investimenti azionari effettuati a quello dei costi relativi alla loro gestione⁽⁹⁾. Tutto ciò fa sì che gli investitori istituzionali, segnatamente quelli più diversificati fra loro, non siano nemmeno "attrezzati" per fare fronte alla complessa attività di analisi che, ad esempio, l'esercizio del voto relativo a ciascuna partecipazione detenuta richiederebbe come condizione necessaria per realizzare una quale che sia forma di attivismo.

Per altro verso, in parallelo alla critica circa l'esistenza, in linea generale, di un marcato disallineamento di interessi fra gestori e sottoscrittori nel settore dell'intermediazione, vi è poi chi segnala l'emergere di ulteriori problemi di *agency* in tutti i casi in cui certi tipi di intermediari – segnatamente i fondi pensione pubblici e quelli promossi da organizzazioni sindacali, che sul mercato statunitense arrivano a gestire investimenti azionari spesso ingenti – siano portatori in seno alla società partecipata di un interesse diverso da quello astrattamente riferibile ai soci, ad

⁸ E. ROCK (nt. 7), 452, secondo il quale: "while the increased role of institutional investors ameliorates the classic collective action problems, it does so by means of agents, in-house and outside money managers. With agents come agency costs, and this new version of the agency problem – the potential divergence of interests between money managers and their principals – threatens the collective action gains from increased concentration of shareholding".

⁹ Più di recente, per considerazioni analoghe riferite specificamente al contesto europeo e, in particolare, italiano, si veda M. BIANCHI, M. CORRADI e L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impresa società*, 2002, 397.

esempio quando si rendano promotori di politiche gestionali volte a privilegiare il livello occupazionale o salariale della forza lavoro anche a scapito della redditività dei titoli azionari ⁽¹⁰⁾.

Fatto sta che gli studi empirici più recenti con cui si sono esaminate le *voting policies* degli investitori istituzionali nelle stagioni assembleari degli ultimi due decenni, tanto negli Stati Uniti quanto in Italia, hanno messo chiaramente in luce come questi continuino a tenere un atteggiamento per lo più passivo, segnato dalla tendenza a disertare le adunanze assembleari delle società partecipate o a intervenire per sostenere le posizioni espresse dagli amministratori o dal socio di controllo ⁽¹¹⁾, ovvero, nella migliore delle ipotesi, dal ricorso a consulenti esterni per la determinazione delle decisioni di voto ⁽¹²⁾. In questo senso, dunque, sembra che i numerosi interventi dei *policy makers* americani ed europei volti a diminuire i costi connessi all'attivismo – favorendo maggiore trasparenza sul mercato, imponendo agli emittenti più ampi obblighi di *disclosure* o estendendo i poteri di “*voice*” dei soci ⁽¹³⁾ – ovvero a rendere doveroso da parte degli investitori istituzionali l'esercizio del voto nel migliore interesse dei propri sottoscrittori ⁽¹⁴⁾ abbiano finora sortito effetti limitati ⁽¹⁵⁾.

¹⁰ Cfr. R. ROMANO, *Public pension fund activism in corporate governance reconsidered*, in 93 *Colum. L. Rev.*, 795-853 (1993).

¹¹ Fra gli altri, si vedano M. KAHAN e E. ROCK (nt. 5), 1001; C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401; L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, 592; ID., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 680.

¹² Cfr., *infra*, nt. 14.

¹³ A titolo di esempio, con riferimento al sistema statunitense, basti ricordare la lunga lista di interventi normativi con cui si è tentato nel tempo di incoraggiare un maggiore coinvolgimento da parte degli investitori istituzionali: la riforma delle *proxy rules* del 1992 (su cui, per qualche maggiore dettaglio, v. *infra*, par. 2.2); la regolamentazione sull'informativa di mercato del 2000 (la c.d. *Regulation FD*); il *Sarbanes Oxley* del 2002; l'introduzione nel 2003 degli obblighi di *disclosure* a carico dei *mutual funds* circa l'esercizio del voto relativo alle partecipazioni in gestione; ancora nel 2003, l'introduzione delle norme sul conflitto di interessi nel settore dell'intermediazione in seguito al c.d. *Global Settlement* concluso fra i principali operatori del settore e le autorità di regolamentazione; il *Dodd Frank Act* del 2010, cui per larga parte resta ancora da dare attuazione.

¹⁴ L'esempio più significativo in tal senso, sempre per restare al caso degli Stati Uniti, è quello offerto dall'intervento con cui, nel 1988, il Dipartimento del Lavoro ha esteso i doveri fiduciari dei gestori di fondi pensione che ricadono nell'ambito di applicazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974 all'esercizio del voto relativo alle partecipazioni in gestione. Questa disposizione regolamentare, insieme al già ricordato obbligo di dare comunicazione delle proprie politiche di voto posto a carico dei gestori di *mutual funds* nel 2003 (cfr., *supra*, nt. 13), ha determinato l'effetto (richiamato in precedenza nel testo) di spingere i *money managers* ad affidare a società di consulenza esterna (come ISS e la sua neo-controllante Riskmetrics) il compito di determinare le scelte di voto per ciascuna delle migliaia di partecipazioni detenute. Ciò che, fatalmente, ha portato ad un maggiore esercizio del diritto di voto, ancorché non in maniera necessariamente più consapevole.

¹⁵ Ancora con riferimento agli Stati Uniti, fanno eccezione, come si accennava precedentemente nel testo, i fondi pensione pubblici e quelli promossi da organizzazioni sindacali, il cui crescente attivismo li espone però alla critica di perseguire interessi propri di natura “politica” piuttosto che quelli astrattamente riferibili alla generalità degli altri soci investitori.

2.2. *L'attivismo degli hedge funds.* – Se, alla luce di quanto si è osservato fin qui, per la maggior parte degli investitori istituzionali vi sono ragioni strutturali evidenti che rendono razionalmente impraticabile il ricorso a forme non episodiche di attivismo, vi è una categoria di investitori per i quali vale esattamente il contrario: gli *hedge funds*, ossia, per essere più precisi, quella piccola frazione sul totale dei fondi c.d. “alternativi”¹⁶ che, fra le strategie di investimento normalmente perseguite da questa tipologia di operatori, persegue in via principale o esclusiva quella basata sull'acquisto di posizioni relativamente piccole nel capitale di società ritenute sane ma male amministrate¹⁷, con lo scopo di modificarne la gestione attraverso l'esercizio dei più ampi poteri di pressione sul *management* e così aumentarne il valore di mercato in modo da consentire un significativo realizzo con lo smobilizzo immediatamente successivo della partecipazione. Lo scopo dei fondi *hedge* è, come noto, quello di “battere il mercato”, ossia di concentrare i propri investimenti su un numero selezionato di strumenti finanziari in modo da ottenere rendimenti superiori a quelli mediamente offerti dal mercato (c.d. “*abnormal positive returns*”), secondo una logica diametralmente opposta a quella seguita dall'investitore che, attraverso una piena diversificazione del proprio portafoglio fino a riprodurre la stessa composizione del mercato, privilegia l'obbiettivo della minimizzazione del rischio. In ciò, molto sinteticamente, si spiega la definizione (largamente diffusa e, tuttavia, impropria) di fondi “speculativi”, cui gli attivisti non fanno eccezione.

In questa prospettiva, già si coglie una fra le più profonde differenze che si possono rilevare nel confronto fra fondi *hedge* e investitori istituzionali con riguardo all'attivismo societario. Mentre i primi compiono mirate scelte d'investimento sulla base di approfondite e costose attività di analisi con il deliberato scopo di dispiegare poi le proprie iniziative nei confronti degli amministratori della società *target* (in base ad una strategia c.d. “*ex ante*”), i secondi esercitano (se mai lo fanno) i poteri di *voice* relativi ad una partecipazione già detenuta (all'interno di un paniere altamente diversificato) e solo nella misura in cui si siano decisi a reagire nei confronti di scelte di gestione ritenute discutibili (in base ad una strategia c.d. “*ex post*”). Ciò che, d'altro canto, postula un potere di iniziativa che, in realtà, gli investitori istituzionali raramente hanno, vuoi per la concreta difficoltà di monitorare ogni singolo investimento fra i numerosi effettuati, vuoi perché, sotto il profilo strutturale, è piuttosto raro che vi siano funzioni interne deputate a determinare l'esercizio del

¹⁶ Con riferimento al 2007, si calcolavano circa 9.000 *hedge funds* attivi sul mercato nordamericano; di questi, appena un centinaio risultavano impegnati nel perseguimento di strategie attiviste, e nemmeno in via esclusiva. In questo senso, si veda R. B. THOMPSON, *The limits of hedge fund activism*, Working Paper (2006), 14-15, consultabile online all'indirizzo http://works.bepress.com/robert_thompson/1. In senso conforme, cfr. A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY e R. THOMAS, *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, in 63 *J. Fin.*, 1729 (2008); A. KLEIN, E. ZUR, *Hedge Fund Activism*, NYU Working Paper No. CLB-06-017 (2006), consultabile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1291605>.

¹⁷ Cfr. W. BRATTON, *Hedge funds and governance targets*, in 63 *Geo. L. J.* 1375 (2007); W. JIANG, *Do activist hedge funds create value?*, Report for the Ivy Asset Management Corp. 2007 Hedge Fund Research Forum (June 12, 2007).

voto e – in ogni caso – queste non sono coinvolte nelle decisioni d’investimento⁽¹⁸⁾, vuoi, infine, per l’eventuale convenienza ad assecondare l’operato di amministratori che siano al contempo “clienti”, in tutti i casi, cioè, in cui la società partecipata intrattenga parallelamente con l’intermediario e/o il suo gruppo di appartenenza rapporti economici ulteriori (come servizi d’investimento, bancari, assicurativi, ecc.)⁽¹⁹⁾.

Oltre alla diversa strategia perseguita ed alla tendenziale assenza di conflitti di interesse, gli *hedge funds* presentano alcune ulteriore peculiarità cui corrispondono altrettanti incentivi allo svolgimento di un’intensa attività di *shareholder activism*. In primo luogo, la struttura dei compensi richiesti a favore dei *managers* prevede il riconoscimento di una remunerazione pari al 20% sulla crescita del valore di mercato delle azioni oggetto di investimento (*fee on absolute performance*) oltre al 2% di commissione base sul volume degli *assets* (*base fee*), con la conseguenza di “allineare” in maniera particolarmente efficace l’interesse dei gestori del fondo con quello dei suoi sottoscrittori. In secondo luogo, per il fatto di essere organismi di investimento collettivo a struttura chiusa le cui quote sono rivolte ad una tipologia di investitori generalmente sofisticati e in nessun caso possono formare oggetto di sollecitazione all’investimento, gli *hedge funds* godono di un regime regolamentare assai meno stringente di quello previsto per gli investitori istituzionali. In particolare, essi: (i) hanno più limitati obblighi di *disclosure* con riferimento all’acquisto di strumenti di debito e di derivati su titoli non quotati; (ii) sono esenti da obblighi di diversificazione degli impieghi, con la conseguenza di poter determinare liberamente la dimensione assoluta e relativa dell’investimento azionario nonché il grado di rischio ad esso associato; (iii) hanno minori limitazioni nel ricorso al debito, con la conseguenza di poter sfruttare appieno lo strumento della c.d. leva finanziaria; (iv) sono tendenzialmente liberi di limitare il diritto al rimborso dei propri sottoscrittori, con la conseguenza di poter così accedere ad opportunità di investimento anche scarsamente liquide⁽²⁰⁾.

In sintesi, la felice combinazione fra le caratteristiche strutturali dei fondi *hedge* e il contesto regolamentare in cui essi si muovono ha finito per offrire loro le condizioni ideali per perseguire con notevole successo⁽²¹⁾ le proprie strategie attiviste, ulteriormente favorite dalla progressiva adozione nelle legislazioni nazionali di disposizioni volte ad incrementare i poteri di monitoraggio ed intervento a favore

¹⁸ Sul punto, vale la pena di segnalare che nella struttura dei principali *union* e *public pension funds*, ossia negli investitori istituzionali più inclini all’attivismo (cfr., *supra*, par. 2.1 e nt. 15), le unità incaricate di determinare le politiche di voto relative alle partecipazioni in gestione sono normalmente presenti all’interno delle funzioni di *compliance*, ma che i loro componenti sono retribuiti su base fissa, in misura cioè del tutto indipendente dalla *performance* dei titoli oggetto delle loro analisi.

¹⁹ Cfr. M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021, 1066 -1070 (2007).

²⁰ Cfr. M. KAHAN, E. ROCK (nt. 19), 1062-1065.

²¹ Sul punto, a titolo di esempio, si vedano i dati raccolti da A. KLEIN, E. ZUR (nt. 16), da cui, su un campione di poco più di cento campagne attiviste, gli *hedge funds* che le hanno promosse risultano avere ottenuto l’elezione in consiglio di amministrazione di propri candidati nel 72% dei casi e l’accoglimento delle proprie proposte nel 60% dei casi.

delle minoranze azionarie negli emittenti quotati. Ciò che aiuta a spiegare la diffusione dell'*hedge fund activism* non soltanto nei sistemi in cui la proprietà azionaria è diffusa e dunque assai più forte il potere disciplinare azionabile nei confronti degli amministratori, ma anche nei sistemi proprietari caratterizzati da un grado molto elevato di concentrazione (quale è il caso dell'Europa continentale e, in particolare, dell'Italia).

E così, da un lato, nella letteratura nordamericana sono state messe in luce le importanti conseguenze derivanti dalla crescente apertura del meccanismo della *proxy* all'iniziativa dei singoli soci, sottraendolo – almeno in parte – al controllo esercitato dagli amministratori della *public company* (22). In particolare, si è sottolineato come alcune modifiche regolamentari (solo apparentemente marginali) compiute dalla SEC fra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000 abbiano giocato un ruolo decisivo nel diminuire notevolmente i costi di una campagna attivista attraverso l'introduzione di un certo numero di deroghe ai presupposti di applicazione delle norme disposte in tema di *proxy solicitation*, nonché al contenuto di alcuni obblighi di comunicazione derivanti da esse, a tutto vantaggio dei c.d. *insurgent shareholders*. A tutto ciò, poi, si aggiungono due ulteriori fattori da cui i fondi *hedge* hanno saputo trarre notevole vantaggio: la possibilità di moltiplicare i diritti di voto ben oltre la dimensione della partecipazione azionaria effettivamente detenuta, attraverso il più ampio ricorso agli acquisti a termine, allo *stock lending* e ai derivati sulle azioni (23), in modo da sfruttare appieno il meccanismo di legittimazione all'intervento in assemblea basato sulla c.d. *record date*; la capacità di catalizzare il sostegno alle proprie iniziative da parte degli altri investitori professionali (24) (e, ancora prima, delle società di consulenza che suggeriscono a molti di questi come esercitare il voto relativo alle partecipazioni detenute in gestione) (25) in ragione della diffusa convinzione che le campagne avviate dagli attivisti finiscano generalmente per avere – come si dirà meglio nel seguito – un effetto positivo sul valore di mercato della società *target* (26).

Dall'altro lato, con riferimento ai mercati europei in cui, pure, la scarsa contendibilità degli emittenti quotati sembrerebbe a prima vista scoraggiare qualsiasi forma di attivismo societario, si sono viceversa registrate numerose iniziative poste

²² Per una completa rassegna, si vedano in particolare M. KAHAN, E. ROCK (nt. 19), 1021; T. BRIGGS, *Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis*, in 32 *J. Corp. L.* 681 (2007).

²³ Si tratta del fenomeno meglio conosciuto come *empty voting*. In argomento, fra gli altri, si vedano H.T.C. HU, B.S. BLACK, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in 13 *J. Corp. Fin.* 343 (2007). Sul punto, nella dottrina italiana, si vedano fra gli altri G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, vol. 2, Milano, 2007, 629 ss., e N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *RDS*, 2010, 312 ss.

²⁴ Per ampi riferimenti, cfr. M. KAHAN, E. ROCK (nt. 5), 1003-1005, in cui si dà anche conto della tendenza manifestata da alcuni *pension funds* sia ad investire in fondi *hedge* attivisti sia a costituirne direttamente di propri.

²⁵ Cfr., *supra*, nt. 14.

²⁶ Cfr. T. BRIGGS (nt. 22), 681.

in essere dagli *activist hedge funds* (oltre ad alcuni fondi pensione che ne imitano le strategie) ⁽²⁷⁾ attraverso l'impiego in chiave "offensiva" dei poteri di *voice* predisposti a tutela delle minoranze azionarie nei confronti dei soci di controllo e, con particolare riferimento al caso italiano, degli strumenti volti a consentire la loro rappresentanza in seno agli amministrativi e di controllo ⁽²⁸⁾.

2.3. (segue): *Le iniziative attiviste e il loro effetto sul valore delle azioni.* – Avendo sinteticamente descritto i fattori c.d. "endogeni" ed "esogeni" che segnano la profonda differenza di attitudine all'attivismo dimostrata rispetto agli investitori istituzionali, l'esame delle particolari strategie poste in essere dagli *hedge funds* non potrebbe dirsi completo senza aver almeno brevemente passato in rassegna anche le modalità con cui esse vengono realizzate, ossia, per essere più precisi, gli strumenti di pressione impiegati e gli obiettivi perseguiti, nonché l'effetto che ne deriva sul fronte del valore dell'impresa.

Come si è già avuto modo di accennare, l'attivismo è animato, in linea generale, dall'intento di incidere sulla gestione della società e, quindi, di migliorarne i risultati sul piano sia della redditività sia del valore di mercato (questo secondo in conseguenza, almeno teorica, della prima). Rispetto a ciò, la ricerca di un più efficiente modello di *governance* rappresenta un obiettivo di carattere strumentale, spesso ricorrente ma non imprescindibile.

Questa osservazione, apparentemente banale, offre tuttavia una chiave di lettura fondamentale per comprendere il fenomeno dell'attivismo nelle diverse forme che esso assume nel sistema nordamericano rispetto a quello europeo e così coglierne appieno l'effetto "disciplinare". Essa, infatti, innanzitutto aiuta a spiegare il motivo per cui fra le iniziative promosse dai fondi *hedge* (o da essi sostenute insieme ad altri investitori attivisti) sia dato distinguere chiaramente quelle finalizzate ad intervenire sulle regole organizzative della società *target* da quelle volte più direttamente a modificarne le scelte gestionali.

Delle due tipologie di iniziative segnalate, le prime rispondono all'esigenza, particolarmente avvertita nell'ordinamento statunitense, di sottrarre agli amministratori il controllo sul procedimento assembleare e di smontare i meccanismi statuari di difesa contro il rischio di offerte ostili, traducendosi in campagne mirate a: (i) introdurre il voto maggioritario; (ii) agevolare (sia sul piano dei vincoli procedurali, sia su quello dei costi) il diritto dei soci ad integrare l'ordine

²⁷ Si veda, su tutti, l'esempio offerto dal fondo britannico Hermes, su cui v. diffusamente M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER, S. ROSSI, *Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund*, ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006 (aprile 2008), consultabile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=934712>.

²⁸ Sul punto, fra gli altri, si vedano T. ECKHOLD, *Institutionelle Anleger un Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, in ZGR, 2007, 701 ss.; P. ATHANASSIOU, *Hedge fund regulation in the European Union: current trends and future prospects*, Austin, 2009; M. BECHT, J. FRANK, J. GRANT, *Hedge fund activism in Europe*, ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010 (2010), disponibile *on-line* all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1616340>. Relativamente al contesto italiano, sia consentito rinviare a M. EREDE, *Governing corporations with concentrated ownership structure: can hedge funds activism play any role in Italy?*, CLEA 2009 Annual Meeting Paper, disponibile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1397562>.

del giorno, a presentare propri candidati per l'elezione degli amministratori, a comunicare con gli altri soci e, eventualmente, sollecitarne le deleghe di voto; (iii) eliminare *poison pills*, *staggered boards* e ogni altra misura difensiva idonea a limitare od impedire la contendibilità della società. Con questi interventi, dunque, l'attivismo tende a creare i presupposti per l'esercizio da parte dei soci di un potere di monitoraggio prodromico alla riduzione dei costi di agenzia.

Le seconde, che più di tutte caratterizzano l'operato degli *hedge funds*, puntano invece a colpire direttamente gli effetti prodotti dall'esistenza di problemi di *agency*, sottraendo alla disponibilità degli amministratori (o degli eventuali soci di controllo) quei benefici privati che costoro altrimenti continuerebbero ad estrarre a proprio esclusivo vantaggio. Ciò si traduce, più precisamente, in campagne mirate a ottenere la vendita della società *target* o, meno drasticamente, a modificarne gli impieghi, e in particolare: (iv) le politiche finanziarie e l'allocazione dei c.d. *free cash flows*, attraverso distribuzioni straordinarie (di utili o di riserve), riacquisto di azioni e maggiore ricorso alla leva; (v) le politiche strategiche e d'investimento, attraverso l'adozione di nuovi *business plans* nonché la ristrutturazione dell'attività con la dismissione di cespiti e l'approvazione (o il rifiuto) di operazioni di fusione e acquisizione.

Questo secondo gruppo di iniziative è quello che ha attirato allo *shareholder activism* la maggior parte delle critiche, in particolare da parte di quanti ritengono che, per il fatto di essere promosse da investitori orientati esclusivamente al breve periodo, esse finiscano in realtà per danneggiare l'equilibrio finanziario della società bersaglio – se non la sua stessa sopravvivenza – e, in ogni caso, distruggerne il valore. Nel seguito del lavoro si avrà modo di esaminare più attentamente il contenuto e la coerenza di queste critiche (29). Qui, tuttavia, conviene subito segnalarne l'infondatezza sotto il profilo della pretesa distruzione del valore.

Sebbene ancora non particolarmente numerosi, gli studi empirici recenti – tutti di matrice anglosassone – con cui si è tentato di misurare gli effetti provocati dalle forme di attivismo in esame sul valore di mercato delle società bersaglio sembrano per lo più smentire, o almeno ridimensionare, l'allarme suscitato dall'asserita dannosità delle iniziative poste in essere dagli *hedge funds* (30). In media, infatti, risulta che esse generano rendimenti positivi superiori a quelli medi di mercato e persistenti nel tempo, ancorché significativamente più accentuati nel periodo successivo alla diffusione della notizia circa l'intervento dell'attivista e fino al giorno in cui il procedimento assembleare si compie (c.d. "effetto annuncio"). Fatto sta che il periodo medio di detenzione della partecipazione azionaria da parte degli *hedge funds* risulta di poco inferiore ai due anni e mezzo (31), ciò che toglie molto pregio alla

²⁹ Cfr., *infra*, par. 4.2.

³⁰ Cfr. A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY e R. THOMAS (nt. 16); A. KLEIN, E. ZUR (nt. 16); W. BRATTON (nt. 17). Con specifico riferimento all'effetto misurabile sul valore delle azioni in conseguenza della presentazione da parte di soci attivisti di propri candidati all'elezione per il rinnovo del consiglio di amministrazione, si veda C. CERNICH, S. FENN, M. ANDERSON, S. WESTCOTT, *Effectiveness of hybrids boards*, IRRC Institute Report (maggio 2009), disponibile *on-line* all'indirizzo _____.

³¹ M. BECHT, J. FRANKS, J. GRANT, *Unfulfilled expectations? The returns to international hedge fund activism*, Working paper (novembre 2010), consultabile *on-line* all'indirizzo _____.

critica formulata contro gli investitori alternativi sulla base della loro “naturale” propensione al breve periodo.

Per altro verso, l’interpretazione dei fenomeni osservati presenta alcuni lati oscuri: ad esempio, vi è il dubbio se la crescita nei rendimenti sia dovuta effettivamente ad una crescita del valore dell’impresa e della sua redditività (poi riflesso in quello delle azioni) ovvero ad un effetto di redistribuzione di ricchezza a danno dei creditori⁽³²⁾; del pari, non è chiaro se la reazione positiva del mercato sia dovuta al merito delle iniziative attiviste o piuttosto al mero fatto che la società sia “messa in gioco”⁽³³⁾.

Di sicuro vi è però che nella maggior parte dei casi il valore delle azioni cresce, e ciò, secondo alcuni, tanto più fortemente quando la campagna attivista mira a modificare gli impieghi della società bersaglio o a determinare il trasferimento del controllo su di essa⁽³⁴⁾, laddove l’effetto determinato da altre, meno aggressive forme di attivismo, come le *shareholder proposals* nel sistema statunitense, è pressoché nullo⁽³⁵⁾.

3. Shareholder engagement: *il tentativo di darne una definizione*. – A dispetto dei risultati incoraggianti offerti dalle analisi empiriche da ultimo richiamate, il potenziale offensivo messo in campo dagli *hedge funds* e la loro naturale determinazione a fare soldi anche al di fuori della tradizionale attività di *trading*) ha suscitato tanto allarme da suggerire l’idea di impedire ogni spazio di manovra a disposizione dell’attivismo o, in alternativa, di limitarlo per sostituirvi forme diverse di coinvolgimento dei soci, meno aggressive e più rispettose della naturale vocazione dell’impresa societaria ad una crescita orientata sul lungo periodo. Ed in questa prospettiva sembra muoversi anche la Commissione.

La distinzione fra *activism* ed *engagement* proposta dalla Commissione, ancorché suggestiva sul piano squisitamente lessicale⁽³⁶⁾, manca di riferimenti testuali normativi ed ha perciò carattere meramente descrittivo. Nondimeno, poiché una simile distinzione potrebbe formare la base per le prossime scelte regolamentari a livello europeo, occorre tentare, per quanto possibile, di chiarirne il significato.

http://www.law.upenn.edu/academics/institutes/ile/CRTpapers/1210/BechtFranks&Grant_Unfilled%20Expectations.pdf.

³² E. ZUR, A. KLEIN, *The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders*, Working paper (2009), consultabile *on-line* all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1572594>.

³³ R. GREENWOOD, M. SCHOR, *Investor Activism and Takeovers*, in 92 *Journal of Financial Economics*, 362 - 375 (2009).

³⁴ M. BECHT, J. FRANKS, J. GRANT (nt. 31).

³⁵ S. GILLAN, L. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in 19 *Journal of Applied Corporate Finance*, 55 - 73 (2007).

³⁶ Rispetto al termine “*activism*”, che, oltre al superamento dello stato di passività in cui normalmente versa il socio (particolarmente in un sistema di proprietà azionaria dispersa), evoca l’impiego di strumenti di azione spesso aggressivi a sostegno di una causa (secondo la definizione del dizionario Webster: “*a doctrine or practice that emphasizes direct vigorous action especially in support of or opposition to one side of a controversial issue*”), il termine “*engagement*” richiama il concetto di impegno (ivi incluse le sue ulteriori accezioni di battaglia e fidanzamento) con cui, evidentemente, si allude alla disponibilità del socio a collaborare attivamente insieme agli amministratori della società nelle decisioni legate sia al governo sia alla gestione di questa.

Rispetto al termine attivismo, che richiama sinteticamente quel variegato fenomeno di cui si è cercato di dare conto nei paragrafi precedenti, il concetto di *engagement* ne rappresenta, per così dire, una specificazione, nel senso che con esso si intenderebbe delimitare (seppure entro confini ancora incerti) le forme di monitoraggio attivo che si ritiene possano essere svolte da investitori istituzionali di lungo periodo, come tali disponibili a collaborare (anche stabilmente) con gli amministratori delle società *portfolio* con il fine di una *governance* più efficiente nonché, per usare le parole della Commissione, di una “crescita sostenibile” del valore dell’impresa ⁽³⁷⁾. Il che, nel segnare la differenza rispetto alle strategie ostili seguite da investitori sospettati di essere mossi da un interesse esclusivamente speculativo, vale a marcare una generale avversione verso gli eccessi raggiunti da certe forme di attivismo, ritenuti dannosi per il sistema imprenditoriale nel suo complesso (almeno per la parte che fa ricorso al mercato del capitale di rischio).

3.1. *Le indicazioni desumibili dai principi espressi nello UK Stewardship Code.* – Tralasciando per ora il fatto che, nei suoi termini essenziali, la nozione di *engagement* risulta strettamente condizionata all’eventualità che l’investimento sottostante sia stato compiuto sulla base di un orizzonte temporale orientato al lungo periodo ⁽³⁸⁾, una sua più precisa definizione può ragionevolmente desumersi dai principi espressi nello *UK Stewardship Code*, ossia il codice di *best practice* – cui la Commissione Europea fa spesso riferimento nel Green Paper – varato nel 2010 dal *Financial Reporting Council* britannico e rivolto tanto agli investitori istituzionali quanto (e soprattutto) ai soggetti che in concreto ne gestiscano le attività (i c.d. *assets* o *money managers*) con lo scopo di migliorare “*the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities*” ⁽³⁹⁾.

In tale prospettiva, il codice attribuisce ai propri destinatari un ruolo di supervisione e di guida con cui puntare ad instaurare un dialogo serrato con gli amministratori su temi legati alla strategia ed ai risultati dell’attività d’impresa, alla gestione dei suoi rischi nonché sugli argomenti oggetto di discussione in sede assembleare ⁽⁴⁰⁾.

In primo luogo, si raccomanda agli investitori istituzionali di pubblicare le politiche secondo cui si intende adempiere agli impegni assunti con l’adesione al codice. Il che, oltre a richiedere implicitamente che simili politiche siano in concreto adottate, dovrebbe portare l’intermediario a spiegare in particolare le modalità con cui svolgere l’attività di monitoraggio, la strategia d’intervento (di cui lo stesso

³⁷ Cfr. *Green Paper*, __.

³⁸ Rinvio al successivo par. __.

³⁹ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, July 2010, 1, disponibile online all’indirizzo www.frc.org.uk, in cui si specifica, non a caso, che le disposizioni volte a favorire un più stretto legame fra *governance* e scelte d’investimento attraverso il dialogo fra investitori istituzionali ed amministratori di società quotate si intendono integrare quelle contenute nello *UK Corporate Governance Code*, la cui pubblicazione (e relativo aggiornamento) è affidata al medesimo FRC.

⁴⁰ “*Engagement includes pursuing purposeful dialogue on strategy, performance and the management of risk, as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*”, *ibidem*.

codice, come si dirà fra breve, stabilisce gli ideali confini), le modalità organizzative interne con cui siano state incorporate le funzioni di monitoraggio a quelle di investimento, le *voting policies* e l'eventuale ricorso a consulenti.

In secondo luogo, si prescrive la creazione e la pubblicazione di una “robusta” politica di gestione dei conflitti di interesse specificamente rivolta allo svolgimento dell'attività di monitoraggio, laddove l'emersione di tali conflitti è considerata inevitabile, e particolarmente in relazione all'esercizio dei diritti di voto su questioni che possano riguardare una società del gruppo ovvero un cliente. In terzo luogo, il codice passa a descrivere le attività che si ritiene debbano essere svolte ai fini di un efficace monitoraggio. Queste includono, oltre alla partecipazione alle assemblee delle società in cui si possiedono partecipazioni significative, anche il compito di concorrere a selezionare gli amministratori indipendenti più capaci e di verificarne poi l'operato nonché quello di mantenere traccia o verbale delle attività compiute, ivi inclusi gli incontri privati avuti con gli amministratori delle società in portafoglio.

Quindi, si raccomanda che gli investitori istituzionali stabiliscano delle linee guida in base alle quali organizzare il proprio intervento nei confronti delle società partecipate “*as a method of protecting and enhancing shareholder value*” (41). Con il che si richiede di delineare non soltanto le circostanze in cui intervenire, ma anche le azioni da intraprendere ordinate in una sorta di scala di priorità articolata in funzione della gravità delle circostanze: e ciò include lo svolgimento di colloqui riservati con gli amministratori, la comunicazione delle proprie preoccupazioni ai consulenti della società, l'incontro separato con il presidente dell'organo amministrativo ed i suoi membri indipendenti, il coordinamento con altre istituzioni per lo svolgimento di ulteriori iniziative, la manifestazione pubblica delle proprie posizioni prima dell'adunanza assembleare, la presentazione in tale sede di proprie proposte, ivi inclusa l'eventuale revoca degli amministratori.

Sul piano, dunque, del suo contenuto, è evidente che lo *shareholder engagement* postula lo svolgimento di iniziative del tutto identiche a quelle normalmente poste in essere dagli investitori attivisti. Al di là del rischio (per nulla secondario) che, almeno nei termini prospettati dal FRC britannico, la collaborazione anche episodica fra investitori ed emittenti possa integrare – come effetto collaterale ed indesiderato – un presupposto sufficiente di applicazione delle norme disposte in tema di azioni di concerto e/o di *insider trading* (42), il coinvolgimento dei soci cui si intende puntare

⁴¹ FRC, *The UK Stewardship Code*, nt. 39, *sub Principle 4*, 7.

⁴² La circostanza è ben presente anche agli stessi estensori dello *UK Stewardship Code*, che non a caso si sentono in dovere sia di precisare che l'adesione al codice “*does not constitute an invitation to manage the affairs of investee companies or preclude a decision to sell a holding, where this is considered in the best interest of end-investors*”, sia di specificare (quasi in tono di ammonimento) che, con riferimento alle modalità con cui effettuare il monitoraggio delle società partecipate, “*institutional investors may not wish to be made insiders. They will expect investee companies and their advisers to ensure that information that could affect their ability to deal in the shares of the company concerned is not conveyed to them without their agreement*” (così FRC, *The UK Stewardship Code*, nt. 39, 1 e 6). Sul punto, si veda il documento dell'OECD STEERING GROUP ON CORPORATE GOVERNANCE, *Corporate governance and the financial crisis*, febbraio 2010, disponibile *on-line* sul sito [___](#), nonché, per una serie di argomentazioni inclini ad escludere il rischio paventato nel testo, la lettera inviata dalla *Financial Services Authority (FSA)* britannica allo *UK Institutional Shareholder Committee*: S. DEWAR, *Shareholder engagement and the current regulatory regime*, 2009, disponibile online sul sito [___](#).

per una *governance* più efficiente si distingue esclusivamente per la tipologia dei soggetti chiamati a svolgerle, o, per meglio dire, in funzione dell'orizzonte temporale del loro investimento ⁽⁴³⁾.

3.2. *L'insidioso concetto di appropriatezza: una prima conclusione in senso contrario a condizionare l'esercizio dei diritti sociali sulla base dell'orizzonte d'investimento degli azionisti.* – Vista la distinzione fatta in precedenza ⁽⁴⁴⁾ all'interno delle iniziative promosse dai fondi *hedge* fra quelle finalizzate ad intervenire sulle regole organizzative della società *target* e quelle volte più direttamente a modificarne le scelte gestionali, nonché le critiche rivolte a queste seconde per la loro asserita dannosità, si potrebbe essere tentati di concludere che vi siano forme di attivismo perniciose, dalle quali occorrerebbe perciò isolare le società emittenti, in netto contrasto con le altre più virtuose forme di attivismo che, se svolte da investitori istituzionali di lungo periodo, sarebbero invece idonee a contribuire ad una *corporate governance* più efficiente senza danneggiare la crescita “durevole” del valore dell'impresa.

In realtà, le une come le altre iniziative attiviste sono fra loro intimamente legate e si fondano, pur nelle rispettive differenze, sul medesimo presupposto: l'attribuzione ai soci di poteri di monitoraggio ed intervento più o meno penetranti. Non a caso, le critiche mosse all'eccessiva pressione che gli investitori istituzionali e i fondi *hedge* eserciterebbero sugli amministratori delle società partecipate ad ottenere risultati di breve periodo spesso nascono un più radicale dissenso contro ogni forma di *shareholder empowerment* ⁽⁴⁵⁾.

In questa prospettiva, ben si capisce il tentativo – di per sé apprezzabile – di chi, per impedire che il principio stesso dello *shareholder activism* sia reso facile bersaglio delle critiche contro “gli speculatori” (che andrebbero piuttosto rivolte alle modalità di funzionamento del mercato finanziario), si dichiara disponibile a considerare sistemi di regole in cui il coinvolgimento attivo del socio sia condizionato alla ricorrenza di un periodo minimo di possesso azionario ⁽⁴⁶⁾.

Anche la Commissione, in un certo senso, sembra andare in questa stessa direzione con l'idea di operare una distinzione fra *activism* ed *engagement* sulla base di un criterio di appropriatezza che sembra declinarsi esclusivamente sulla lunghezza dell'orizzonte d'investimento dell'intermediario.

Tuttavia, nella misura in cui simili proposte finiscano per limitare gli incentivi razionali a perseguire strategie attiviste senza riuscire ad introdurre di nuovi, difficilmente potrà migliorare l'efficienza complessiva del sistema di *governance*.

Di più, si può forse osservare che, per le modalità con cui esso dovrebbe avere luogo, il tipo di *engagement* vagheggiato dalla Commissione sembra rendersi

⁴³ La precisazione è più che mai opportuna dal momento che, scorrendo la lista di intermediari ed emittenti che hanno dichiarato di aderire allo *Stewardship Code* (consultabile *on-line* all'indirizzo _____), si nota la presenza di alcuni (ben conosciuti) *hedge funds*.

⁴⁴ Cfr., *supra*, par. 2.3.

⁴⁵ Cfr. M. LIPTON, S. ROSENBLUM, *Election contests in the company's proxy: an idea whose time has not come*, in 59 *Bus. Law.* 67 (2003); R. KARMEL, *Should a duty to the corporation be imposed on institutional shareholders?*, in 60 *Bus. Law.* 1 (2004); L. STRINE, *Toward a true corporate republic: a traditionalist response to Bebchuk's solution for improving corporate America*, in 119 *Harv. L. Rev.* 1759 (2006).

⁴⁶ Cfr. L. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, in 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005).

appropriato anche per il fatto di essere svolto in maniera discreta, senza il clamore che normalmente accompagna le iniziative poste in essere dagli attivisti. In ciò, però, va detto che l'*engagement* finisce per confondersi con quelle forme di c.d. *private activism* già largamente impiegate dagli *hedge funds* e note in letteratura per essere particolarmente profittevoli proprio per il fatto di essere svolte in maniera riservata⁽⁴⁷⁾. In proposito, vi è solo da domandarsi se sia davvero appropriato avallare la creazione di forme opache (para-assembleari) di contatto e pressione fra investitori ed amministratori, specialmente laddove il contenuto e i limiti di tale dialogo restano ancora da chiarire.

4. Short-termism: *la delimitazione del problema*. – La tendenza a ricercare una remunerazione del capitale di breve periodo, trascurando la redditività dell'investimento azionario in una prospettiva di più lungo termine, è un fenomeno che si è drammaticamente acuito di recente ma che i mercati finanziari manifestano da tempo. Alla sua origine, in particolare, vi sarebbero una serie di fattori causali che, secondo alcuni, devono farsi risalire agli anni '70 e che, con riferimento agli Stati Uniti, sarebbero da individuarsi nel crescente ricorso all'investimento collettivo (a partire dall'introduzione dei fondi pensione nel 1974), alla forte riduzione degli incentivi fiscali sui *capital gains* realizzati su base pluriennale (associata alle esenzioni riconosciute invece ai fondi pensione), nonché al processo di ristrutturazione delle imprese di *brokerage* con cui – introducendosi un sistema di commissioni variabili destinato a concentrare sul taglio dei costi la competizione per la raccolta degli investimenti – si è di fatto deciso di tagliare le risorse destinate alla troppo onerosa attività di analisi finanziaria dei fondamentali di lungo periodo⁽⁴⁸⁾.

Ciò premesso, se è vero che le recenti crisi finanziarie sono state caratterizzate (se non determinate) da una focalizzazione esasperata sui rendimenti azionari misurati su base trimestrale a fronte di un'assai modesta gestione dei rischi connessi, resta tuttavia da chiarire se davvero gli strumenti di *governance* abbiano funzionato come un'ideale cinghia di trasmissione fra le aspettative del mercato finanziario e la conduzione dell'impresa quotata.

A tal proposito, la questione dei rapporti tra *short-termism* governo degli emittenti quotati rende innanzitutto necessaria, a nostro avviso, qualche precisazione di carattere "definitorio". In particolare, va respinta l'idea che *short-termism* e *shareholder activism* costituiscano fra loro un binomio inseparabile: in realtà, come si è già avuto modo di verificare, l'attivismo non è appannaggio degli investitori orientati al breve periodo, e, fra questi, quelli impegnati in strategie attiviste tendono a detenere la partecipazione azionaria necessaria ai propri scopi per periodi di tempo infinitamente superiori ai loro omologhi impegnati in attività di *trading*.

4.1. (segue): *L'opportuna distinzione fra trading e investimento*. – Nel tracciare il quadro della cause di un "*inappropriate short-term activism*", il *Green Paper* della Commissione evidenzia il ruolo svolto dalle innovazioni tecniche di *trading* di breve e brevissimo

⁴⁷ Cfr. M. BECHT, J. FRANKS, J. GRANT (nt. 31).

⁴⁸ Cfr. M. TONELLO, *Revisiting stock market short-termism*, The Conference Board Research Report, New York, 2006, 8.

periodo (c.d. *high frequency trading*), che permettono un ricorso sempre più frequente alla gestione integralmente informatica dei processi di negoziazione e generazione degli ordini (*automated trading*)⁴⁹.

L'evoluzione delle tecniche di negoziazione degli strumenti finanziari in direzione di una "automazione" integrale nella fase di generazione degli ordini rappresenta senza dubbio un fattore critico nell'attuale fase di sviluppo dei mercati finanziari (non solo azionari). Si fa riferimento, in particolare, alle strategie di *trading* in cui la decisione in ordine al tempo, al prezzo e alla quantità di strumenti finanziari oggetto degli ordini immessi nel mercato è interamente gestita sulla base di algoritmi informatici; con la specificità – rispetto alle tecniche informatiche di negoziazione da tempo diffuse presso gli operatori – che l'orizzonte temporale del *trading* è qui estremamente ridotto (fino a pochi millesimi di secondo) a fronte di ordini per volumi estremamente consistenti⁵⁰.

In letteratura, un filone di studi sia teorici sia empirici sta analizzando gli effetti delle tipologie innovative di *trading* sui meccanismi di formazione dei prezzi di mercato e sulla volatilità di essi; i risultati di tali indagini sono peraltro, al momento, contrastanti⁵¹.

In tale contesto, alcuni degli autori più critici nei confronti del fenomeno hanno argomentato che il ricorso sempre più massiccio alla strategie in questione determinerebbe effetti negativi anche nella prospettiva degli emittenti quotati: da un lato, perché la maggiore volatilità indotta – ad avviso di questi studiosi – dalle strategie in questione diminuirebbe l'efficienza *informativa* dei prezzi delle azioni (le informazioni sui "fondamentali" di un'azione tendono infatti a trasferirsi più lentamente ai prezzi caratterizzati da elevata volatilità); dall'altro, perché essa finirebbe per aumentare il costo del capitale (anche in questo caso, la accresciuta volatilità dei prezzi delle azioni determinerebbe un aumento della percezione di rischio dell'investimento da parte dei potenziali azionisti)⁵².

A ben guardare, di là dalla controvertibilità degli esiti di questi studi, le prospettate interferenze dello *high frequency trading* con la sfera delle società quotate appaiono *indiretti* e, di fatto, non dissimile da quelli connessi alla normale interazione

⁴⁹ Cfr. *Green paper*, 12.

⁵⁰ Cfr. ad es., per una descrizione di tali strategie, X.F. ZHANG, *High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery*, 2010, disponibile online sul sito www.ssrn.com. La finalità di simili strategie è, in molti casi, l'immissione di un grande quantitativo di ordini nel mercato, a livelli di prezzo diversi per ogni dato strumento finanziario, con finalità di *price discovery* e prevenzione delle strategie di negoziazione degli altri investitori che operano con strumenti di *trading* "low frequency". Tale finalità distingue lo *high frequency trading* dal tradizionale "arbitraggio" e giustifica la circostanza che, spesso, gli ordini immessi nel sistema siano poi in gran parte annullati.

⁵¹ A fronte di posizioni favorevoli al ruolo del *trading* "algoritmico", se ne è evidenziato il contributo alla liquidità del mercato (cfr. ad es. T. HENDERSHOTT ET AL., *Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?*, in 66 *J. Fin.* 1 (2009); J. BROGAARD, *High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality*, 2010, disponibile online sul sito www.ssrn.com), mentre altri autori hanno ravvisato un aumento della volatilità dei prezzi (cfr. X.F. ZHANG (nt. 50), 1 ss.) e un rischio di estrazione di extraprofitto assimilabile a quello che si ravvisa in occasione di condotte di *front running* (R. JARROW, P. PROTTER, *A Dysfunctional Role of High Frequency Trading in Electronic Markets*, 2011, disponibile online sul sito www.ssrn.com).

⁵² Cfr. ancora X.F. ZHANG (nt. 50), 7 ss.

tra mercato azionario (più o meno efficiente) ed emittenti. Ed infatti le strategie di *high frequency trading* non riguardano il comportamento degli investitori in qualità di *soci* dell'emittente: i *trader* in questione acquistano le azioni per pochi istanti e, anzi, spesso neppure eseguono gli ordini che hanno immesso nel sistema. In questo senso, ci pare improprio ravvisare, nelle tecniche di negoziazione su cui si concentra la preoccupazione della Commissione, un fattore idoneo a destabilizzare direttamente la *governance* degli emittenti.

Più radicalmente, nell'ottica adottata dalla Commissione stessa nel *Green Paper*, ogni considerazione circa il c.d. *short-termism* dei soci dovrebbe limitarsi alle politiche di investimento adottate da soggetti che interpretano attivamente il proprio ruolo di soci: ciò implica il possesso della partecipazione per un lasso di tempo che consenta all'azionista di interagire con l'organizzazione della società (attraverso il voto in assemblea, l'esercizio di altri diritti amministrativi, o i contatti informali con il *management*). Solo in tal caso, infatti, la strategia di investimento è in grado di dispiegare un'incidenza diretta sulla gestione e sul governo dell'emittente. Tale prospettiva, invece, è estranea a chi adotta politiche di investimento di mero *trading* (e – a maggior ragione – politiche di *high frequency trading*) su azioni quotate; politiche, cioè, che condividono con quelle “attiviste” l'orizzonte di breve periodo, ma non contemplano, a differenza di queste ultime, alcun contatto con l'emittente e la sua organizzazione.

Con ciò non si intende negare la criticità di alcune evoluzioni recenti delle tecniche di negoziazione né escludere che esse possano, alla lunga, influenzare le condizioni del finanziamento degli emittenti. Riteniamo, però, che le criticità attinenti all'efficienza del mercato del capitale di rischio debbano essere tenute su un piano di analisi distinto rispetto alle questioni che riguardano l'*engagement* degli investitori, le quali sottintendono un grado di partecipazione alla vita societaria non ipotizzabile con riferimento a operatori concentrati unicamente sullo scambio di titoli nel brevissimo termine.

5. *I problemi di agency in seno all'industria dell'intermediazione finanziaria come causa dello short-termism: la prospettiva adottata nel Green Paper.* – Nel *Green Paper*, la Commissione Europea pare ricondurre il fenomeno dello *short-termism* a due ulteriori cause, oltre alle già menzionate tecniche di *automated trading*: (i) l'esistenza, nell'ordinamento comunitario e in quelli nazionali, di norme “sbilanciate” che favorirebbero un investimento azionario di breve periodo, scoraggiando invece l'adozione di strategie di lungo termine; (ii) l'emergere e l'aggravarsi di un conflitto tra investitori e gestori in seno agli organismi di investimento collettivo del risparmio⁽⁵³⁾.

La riflessione del *Green Paper* su questi aspetti, oltre a rifarsi a precedenti consultazioni della Commissione e a confronti informali con gli operatori⁽⁵⁴⁾, si

⁵³ Cfr. *Green Paper*, 12.

⁵⁴ Quanto alle consultazioni, la Commissione cita il *Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies* del giugno 2010, disponibile online sul sito 'www.europa.eu'. La Commissione riferisce poi, in più punti, di “*preliminary consultations with stakeholders*” e “*dialogue with institutional investors*” (cfr. *Green Paper*, 12).

richiama espressamente a un recente contributo dell'economista inglese Paul Woolley ⁽⁵⁵⁾, che ha proposto un'interpretazione innovativa delle cause della crisi finanziaria del 2007-2009 e ha indicato rimedi ai “fallimenti” (in senso microeconomico) dei mercati finanziari che postulano il superamento della teoria dei mercati finanziari efficienti ⁽⁵⁶⁾. Su questo contributo, in cui assume rilievo centrale il ruolo dei soci-investitori professionali nella *governance* delle società quotate, conviene soffermarsi brevemente.

La ricostruzione di Woolley muove da una critica al tradizionale assunto secondo cui, per effetto della concorrenza tra operatori orientati al profitto, i prezzi delle azioni e degli altri strumenti finanziari quotati su un mercato finanziario rifletterebero le aspettative degli investitori sui flussi di cassa futuri associati a tali strumenti. Sarebbe proprio l'assioma (ritenuto semplicistico) della concorrenza perfetta sui mercati finanziari ad aver sviato regolatori e studiosi nella prevenzione delle crisi finanziarie degli ultimi anni e nell'analisi delle loro cause: l'insorgenza di “bolle speculative” sarebbe stata erroneamente interpretata alla stregua di fenomeno irrazionale momentaneo, rispetto al quale il ripristino dei meccanismi concorrenziali avrebbe spontaneamente posto rimedio ⁽⁵⁷⁾.

In verità, secondo l'impostazione in esame, il funzionamento dei meccanismi concorrenziali sarebbe oggi largamente impedito da *market failures* generate dalla complessità delle relazioni tra gli operatori del mercato finanziario. Qui, nella gran parte dei casi, non operano direttamente gli investitori, bensì gli intermediari cui la gestione degli investimenti è stata delegata.

La relazione tra investitori (*principals*) e gestori (*agents*) sarebbe peraltro profondamente condizionata da asimmetrie informative: i primi non sarebbero in grado di valutare appieno l'esperienza e abilità dei secondi, e sarebbero quindi inclini, scambiando avvedutezza per incompetenza, a revocare il mandato dei gestori i quali evitano di investire in titoli che ritengono sopravvalutati. Nel timore di simile reazione, i gestori sarebbero allora indotti a far convergere le masse gestite sui titoli più acquistati dagli altri investitori, anziché impegnarsi in strategie tradizionali di investimento basate sui “fondamentali” (si parla, in proposito, di *momentum strategy*).

Secondo Woolley, questa strategia genererebbe costanti alterazioni di prezzo dei titoli quotati e, nei casi più gravi, vere e proprie bolle speculative, dovute a un eccesso di domanda di titoli già sopravvalutati. A dispetto di ciò, si tratterebbe della strategia più sicura per molti gestori, quanto meno nella misura in cui la loro *performance* venga valutata dagli investitori nel breve periodo ⁽⁵⁸⁾.

Il modello elaborato da Woolley evidenzia, dunque, la preferenza degli operatori per un'ottica *short term*: e in questo senso – cioè nel ricorso sempre più massiccio a *momentum strategies* – si spiegherebbe l'aumento degli scambi azionari registrato negli

⁵⁵ P. WOOLLEY, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in *The future of finance – And the theory that underpins it*, Londra, 2010, 121 ss. Si tratta di un volume curato da un gruppo di studiosi della London School of Economics. Il *Green Paper* richiama il lavoro di Woolley a p. 12, nt. 48.

⁵⁶ E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25 *J. Fin.* 383 (1979).

⁵⁷ P. WOOLLEY (nt. 55), 123 s.

⁵⁸ ID., 126 ss.

anni recenti sui mercati azionari in tutto il mondo ⁽⁵⁹⁾. In tale contesto, si giustificherebbe anche la fortuna di strategie di *trading* di brevissimo termine o istantaneo, tra cui quelle *high frequency* denunciate dalla Commissione, con conseguenze distorsive sul governo degli emittenti ⁽⁶⁰⁾.

Le soluzioni proposte dall'autore di cui si riporta il pensiero – a tratti piuttosto drastiche – hanno l'obiettivo di correggere, modificando gli incentivi che orientano il comportamento dei gestori, l'orizzonte temporale sbilanciato dei fondi comuni nel momento in cui investono in azioni di emittenti quotati. E così, per fare alcuni esempi, si propone l'imposizione di un limite annuale del 30% al *turnover* degli strumenti finanziari nel portafoglio di ogni fondo di investimento (il che implica, di fatto, l'obbligo di tenere in portafoglio ogni titolo per un periodo di tempo almeno pari a 3 anni); si prospetta l'adozione di *benchmark* ancorati alla crescita del Pil nazionale; si raccomanda di vietare sia la corresponsione di commissioni di *performance* (o quanto meno di commisurarle a un orizzonte di tempo di alcuni anni), sia l'investimento in prodotti “strutturati” o negoziati *over the counter*; si suggeriscono, infine, penetranti misure di trasparenza sulle strategie di negoziazione e sui costi di gestione ⁽⁶¹⁾.

5.1. *Riflessi sulla governance della doppia separazione tra proprietà e controllo.* – L'enfasi posta dalla Commissione sul tema dei conflitti tra investitori e gestori del risparmio, nella prospettiva della *governance* degli emittenti, appare giustificata e la questione senz'altro meritevole di ulteriore indagine.

Assistiamo infatti, secondo un andamento costante da decenni, a una crescita consistente del volume degli *asset* raccolti in gestione e alla parallela diminuzione dell'investimento individuale ⁽⁶²⁾. È quindi avvertita – oggi più che in passato – l'esigenza di approfondire lo studio dell'organizzazione e dell'intessitura dei rapporti in seno agli organismi di investimento collettivo del risparmio, non soltanto nella prospettiva tradizionale dell'intermediazione finanziaria (e, dunque, con attenzione rivolta, *verso l'interno*, all'informazione e alla protezione di chi investe in OICR), bensì anche nell'ottica, *proiettata all'esterno*, dei riflessi sulla *governance* degli emittenti in cui il risparmio gestito in monte viene investito.

In altri termini, emerge una *duplicazione* dei livelli di separazione tra proprietà e controllo. Alla separazione tradizionalmente riscontrata in seno alla *public company* (e, seppure in direzione diversa, alla società di capitali con azionariato concentrato), si

⁵⁹ L'autore riferisce di un *turnover* medio del 150% annuo rispetto alla capitalizzazione complessiva dei maggiori mercati. Ciò significherebbe che il periodo di possesso medio di un titolo azionario da parte di un investitore è di circa 8 mesi. Analoga propensione allo *short-termism* si riscontrerebbe anche sul mercato dei derivati, la maggior parte dei quali ha scadenza inferiore a un anno.

⁶⁰ Le asimmetrie informative e gli *agency conflicts* tra gestori e investitori alimenta poi, in aggiunta a quanto illustrato, fenomeni di *rent capture*, per cui gli intermediari tendono ad incassare larga parte dei profitti generati a scapito dei loro clienti. Si tratta, tuttavia, di aspetto tangenziale rispetto al problema dello *short-termism*, che tuttavia evidenzia la delicatezza della relazione tra gestori e investitori nel quadro di un modello aggiornato del funzionamento dei mercati finanziari.

⁶¹ P. WOOLLEY (nt. 55), 136 ss.

⁶² V. *supra*, par. 2.1.

aggiunge un secondo livello, che interessa *gli azionisti* delle società quotate che siano anche OICR, e attiene, appunto, al conflitto tra i proprietari degli investimenti e i gestori degli stessi ⁽⁶³⁾.

Il problema può cogliersi con particolare evidenza nei fondi di investimento c.d. aperti, nei quali – come noto – le quote possono essere sottoscritte in ogni momento mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle stesse e, per converso, i partecipanti hanno diritto di chiederne in qualsiasi tempo il rimborso ⁽⁶⁴⁾.

In tale contesto, la tipologia del rapporto tra investitori e gestori rende perfino più acuto, rispetto a quanto avviene in una società per azioni, il conflitto tra chi ha investito nel fondo (*principal*) e chi lo gestisce (*agent*). Infatti, la “apatia razionale” che caratterizza gli investitori che posseggono una modesta partecipazione nel fondo è accompagnata da gravi asimmetrie informative, che rendono ancor più deboli gli incentivi a vigilare sull’operato dei gestori. A ciò va aggiunta la condizione di passività che caratterizza lo *status* giuridico dei partecipanti a un fondo aperto ⁽⁶⁵⁾, cosicché la società di gestione è libera – nei limiti consentiti dalle norme di vigilanza regolamentare e dei termini di mandato contenuti nel regolamento (che risulta però non facilmente modificabile) – di determinare in autonomia le proprie politiche di gestione, senza temere interferenze da parte dei sottoscrittori.

Residua naturalmente il potere, in capo a ogni quotista, di *disinvestire* dal fondo chiedendo il rimborso del valore attuale delle quote ed eventualmente “dirottando” il proprio investimento verso un fondo gestito da altro intermediario ⁽⁶⁶⁾. Tuttavia,

⁶³ Negli studi nordamericani, tale duplicità della separazione tra proprietà e controllo (con i conflitti che ne derivano) è stata individuata fin dall’inizio degli anni Novanta del secolo trascorso. Cfr. in particolare E.B. ROCK (nt. 7) 472 ss., ove dà conto dell’esistenza di un problema di “azione collettiva” anche al livello degli investitori istituzionali, cui sarebbe imputabile l’assenza di incentivi a partecipare attivamente al governo delle società in cui investono. Nello stesso senso, J.C. COFFEE, JR. (nt. 7), 1326 s.; S.M. BAINBRIDGE, *The Politics of Corporate Governance*, in 18 *Harv. J. L. & Pub. Pol’y* 671 (1994-1995), 723 ss., in parziale critica a M.J. ROE, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, New York, 1994, 244 ss.

⁶⁴ I fondi aperti si contrappongono ai c.d. fondi chiusi, il cui patrimonio è raccolto mediante una o più emissioni di quote, secondo un programma di raccolta predeterminato, e nei quali rimborsi degli investimenti avvengono di regola al termine della durata del fondo, ovvero in via anticipata a scadenze predeterminate. Cfr., per una definizione normativa di queste fattispecie nel nostro ordinamento, gli artt. 10 e 14, d.m. 24 maggio 1999, n. 228.

⁶⁵ Sul punto, si v. la ricostruzione recentemente offerta in giurisprudenza della posizione degli investitori di fondo comune di investimento (in genere) rispetto alla società di gestione del risparmio: cfr. Cass. 15 luglio 2010, n. 16605, tra l’altro in *Foro it.*, 2011, I, 1853. In proposito, basti ricordare che l’armamentario dei poteri di *reazione* di un investitore insoddisfatto del proprio investimento è di regola limitato al potere di agire nei confronti di un gestore negligente o infedele, mentre difetta ogni potere di interferenza dei quotisti sui termini del mandato conferito al gestore (compresa, in particolare, la sua remunerazione), così come sulle politiche e sulle scelte di investimento attuate da quest’ultimo. Parzialmente diversa è la condizione dei fondi di investimento *chiusi*, i cui sottoscrittori hanno limitati – e peraltro assai problematici sul piano tipologico – poteri di *voice*: si v. *infra*, par. 5.2.

⁶⁶ Alla perdita di clientela, si aggiunge, per il gestore, il decremento delle commissioni di gestione che sono, nella maggior parte dei casi, determinate in base alle dimensioni delle masse gestite.

vi è più d'una ragione per dubitare che i rimedi di *exit* forniscano, da soli, uno strumento efficace per “disciplinare” la condotta del gestore. In particolare, specialmente nel nostro paese, il grado di relativa concentrazione del mercato del risparmio gestito e i noti conflitti di interesse che lo rendono poco trasparente (specialmente nelle relazioni tra “società-prodotto” e “distribuzione”) ⁽⁶⁷⁾ impediscono al meccanismo dell'uscita dal fondo di operare come efficace strumento di *market discipline*: all'atto di disinvestire, il quotista potrebbe disporre di scarse alternative di reinvestimento, ovvero – più spesso – la sua decisione di investire in altro OICR potrebbe essere condizionata dal comportamento di intermediari ai quali l'investitore si sia affidato per ricollocare il proprio investimento.

In sintesi, dunque, l'assenza di strumenti di *voice* dei partecipanti al fondo e l'arma relativamente spuntata rappresentata dal ricorso all'*exit* contribuiscono ad aggravare il potenziale disallineamento di interessi tra investitori e gestori, con il rischio che le modalità di partecipazione di questi ultimi negli emittenti quotati in cui investono la raccolta non risponda a politiche di investimento gradite e monitorate dai partecipanti al fondo.

L'assunto della Commissione circa il disallineamento di interessi negli OICR trova alcune significative conferme empiriche: numerosi studi di finanza nel corso dell'ultimo decennio hanno riscontrato, nel conflitto tra interessi dei gestori e interessi degli investitori la fonte di alcune distorsioni nel mercato del risparmio

È vero, in effetti, che, per i sottoscrittori, l'uscita da un fondo che si ritenga “male” gestito è di regola più semplice del “voto con i piedi” in una società quotata gestita da amministratori poco capaci. Infatti, il valore attuale delle quote di un fondo (c.d. *net asset value*) – cioè il valore al quale sono di regola determinate le condizioni economiche del rimborso – non riflette le aspettative future di reddito associate alle quote stesse, diversamente dal prezzo di azioni quotate sul mercato secondario che è, invece, funzione dei flussi di cassa futuri dei titoli. Pertanto, mentre il prezzo di un'azione tende a “incorporare” eventuali aspettative negative sulla gestione futura della società (rendendo così più oneroso il disinvestimento), il *net asset value* di una quota non sconta tali aspettative, sicché, chiedendo il rimborso delle quote, l'investitore non subisce una penalizzazione legata alle cattive prospettive della gestione. Il punto è messo bene in luce nel recente studio di J. MORLEY, Q. CURTIS, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, in 120 *Yale L.J.* 84 (2010), 102 ss. Secondo gli Autori, questa caratteristica avvicina il mercato delle quote di fondi di investimento piuttosto a un mercato di “prodotti” che di strumenti finanziari (sul punto, cfr. anche J.E. FISCH, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, in 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961 (2010)). Più in generale, è diffusa negli studi statunitensi la convinzione che, nella disciplina dei fondi di investimento, i rimedi di *exit* costituiscano un sostituto importante (se non addirittura completo) dei poteri di *voice* dei quotisti: cfr. J.C. COATES IV, R.G. HUBBARD, *Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, in 33 *J. Corp. L.*, 211 (2007), ove altri rife.

⁶⁷ Per un quadro approfondito e aggiornato delle diverse forme di conflitto di interessi nel settore del risparmio gestito in Italia – nelle diverse combinazioni rese possibili dagli intrecci proprietari e contrattuali tra s.g.r. e intermediari che collocano le quote del fondo – si v. M. MESSORI, *Strutture proprietarie, piattaforme distributive e governance delle sgr*, *Working Paper* Assogestioni n. 2008/1, disponibile online sul sito www.assogestioni.it; nella letteratura giuridica si v. già, con considerazioni tuttora attuali, P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 1985, 1119 ss.; più recentemente, sono ritornati sulla questione, ad es., R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, 128 ss., e M. STELLA RICHTER JR, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 670 ss.

gestito ⁽⁶⁸⁾. I dati empirici, in particolare, sembrano confermare che problemi di *agency* influenzano in modo determinante la scelta dell'*orizzonte temporale* e del *grado di rischio* degli investimenti da parte delle società di gestione. Parimenti, il conflitto di interessi interno ai fondi comuni sarebbe alla base, secondo quanto evidenziato da altri studi, dell'elevato *turnover* degli strumenti finanziari gestiti, con conseguente aumento dei costi di negoziazione a carico degli investitori ⁽⁶⁹⁾.

Ciò parrebbe insomma confermare, in linea con le tesi accolte nel *Green Paper* della Commissione, che alla base di politiche di investimento sbilanciate sul breve termine vi sia una questione di *fund governance* ⁽⁷⁰⁾.

A questo punto, occorre esaminare due aspetti. In primo luogo, vanno individuati i rimedi da attivare al fine di ridurre i costi di *agency* in seno agli OICR, in modo da eliminare gli elementi distorsivi che essi introducono nel governo degli emittenti quotati. In secondo luogo, è da chiedersi se ciò sia sufficiente a risolvere la questione dello *short-termism* degli investitori professionali rispetto ai loro investimenti azionari.

5.2. (segue): *Possibili soluzioni*. – La prima questione (quella dei rimedi a livello di *fund governance*) è controversa e, in verità, largamente inesplorata. In proposito, gli spunti offerti dal *Green Paper* – e, prima ancora, più esplicitamente, dallo studio di Paul Woolley cui la Commissione si richiama – non paiono del tutto condivisibili, poiché non colgono, a nostro avviso, il concreto atteggiarsi dei costi di *agency* in seno agli OICR.

Valgano i due esempi seguenti. In primo luogo, la Commissione pone grande enfasi sul tema delle commissioni di *performance* percepite dai gestori di fondi ⁽⁷¹⁾.

⁶⁸ V., per riferimenti, P.G. MAHONEY, *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds*, in 18 *J. Econ. Perspectives* 161 (2004). Un significativo filone di studi, ad esempio, attribuisce evidenza la tendenza dei gestori ad accrescere le dimensioni dei fondi gestiti per lucrare commissioni maggiori, nonostante la crescita delle masse determini una perdita di flessibilità nella gestione e un aumento dei relativi costi che svantaggia gli investitori: v. J.A. CHEVALIER, G.D. ELLISON, *Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives*, in 105 *J. Pol. Econ.* 1167 (1997); R.M. EDELEN, *Investor Flows and the Assessed Performance of Open-End Fund Managers*, in 53 *J. Fin. Econ.* 439 (1999); più recentemente, T.P. BEDNARCZYK, D. EICHLER, *Theory of Mutual Funds: The Effect of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, 2002, disponibile online sul sito 'www.ssrn.com'.

⁶⁹ In argomento, si v. il recente studio di J. HUANG, C. SIALM, H. ZHANG, *Risk Shifting and Mutual Fund Performance*, in 24 *Rev. Finan. Stud.* 2575 (2011). Gli autori, peraltro, non hanno rilevato effetti negativi sui rendimenti dei fondi gestiti in conseguenza delle politiche adottate. Cfr. ad es. M.C. KACPERCZIK, C. SIALM, L. ZHENG, *On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds*, in 60 *J. Fin.* 1982 (2005); M. CREMERS, A. PETAJISTO, *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, in 22 *Rev. Fin. Stud.* 3329 (2009).

⁷⁰ Del resto, che esista un rapporto problematico tra *fund governance* e *corporate governance* è questione segnalata in dottrina alcuni anni prima della pubblicazione del *Green Paper*: cfr. M. STELLA RICHTER, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 197: “gli investitori istituzionali [...] sono per un verso interessati alla buona *governance* delle società in cui investono, ma per altro verso – quello peculiare a queste realtà – devono essere interessati a ridurre se non anche eliminare i costi di agenzia che i sottoscrittori dei fondi (in veste di *principals*) subiscono per l'azione dei gestori dei medesimi fondi (in veste di *agents*)”.

⁷¹ Cfr. *Green Paper*, 12 s.

Eppure, è noto che nei fondi a struttura aperta ⁽⁷²⁾ – dove la tendenza a uniformare le strategie di gestione e ad assecondare il ricorso a *momentum strategies* è particolarmente avvertita – la remunerazione delle società di gestione risulta di rado correlata in misura significativa alla loro *performance* ⁽⁷³⁾.

In secondo luogo, la Commissione lamenta l'assenza di strumenti di controllo sull'attività dei gestori e sul rispetto dei loro “doveri fiduciari” nei confronti degli investitori ⁽⁷⁴⁾. In proposito, va rilevato che l'esperienza di alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, si attesta su un fronte assai più avanzato rispetto a quello ipotizzato dalla Commissione: nella *governance* dei fondi chiusi (tra i quali vanno annoverati la gran parte degli *hedge fund* e dei fondi “alternativi” su cui paiono concentrarsi le perplessità delle autorità comunitarie) sono già oggi previsti istituti che assicurano un elevato potenziale di “monitoraggio” sull'attività dei gestori. Come in dottrina si è recentemente evidenziato, la previsione legislativa di un “organo” come l'assemblea dei sottoscrittori del fondo (art. 37, comma 2-*bis*, TUF) è già ad oggi destinata a incidere in modo rilevante sulla dialettica dei rapporti tra investitori e gestori ⁽⁷⁵⁾, secondo una tendenza che, opportunamente indirizzata, potrebbe giocare un ruolo importante nella riduzione dell'impatto dei costi di *agency* delineati in precedenza.

A nostro avviso, allora, è opportuno che iniziative di riforma nell'ambito del governo dei fondi di investimento si muovano lungo due possibili linee di intervento.

La *prima* riguarda, appunto, i *fondi chiusi*. La configurazione stessa della struttura di questi OICR, nei quali l'uscita dal fondo attraverso il rimborso delle quote è di regola preclusa, suggerisce l'opportunità di rimedi che, sia pure nel rispetto dei limiti tipologici dell'istituto, consentano l'organizzazione dei partecipanti al fine di dare

⁷² Cfr. *supra*, nt. 64 e testo corrispondente.

⁷³ Anzi, la riflessione degli studiosi svolta negli ordinamenti in cui le commissioni di *performance* nei fondi aperti sono addirittura vietate (come gli Stati Uniti) ha evidenziato in tale divieto una fonte di aggravio dei costi di agenzia sopportati dagli investitori. Si v. ad es., nella letteratura americana: L. HARRIS, *A Critical Theory of Private Equity*, in 35 *Del. J. Corp. L.* 259 (2010), 282 ss.; R.C. ILLIG, *The Promise of Hedge Fund Governance: How Incentive Compensation can Enhance Institutional Investor Monitoring*, in 60 *Alabama L. Rev.* 41 (2008), 62 ss. Alcuni dati empirici, inoltre, ridimensionano l'importanza delle commissioni di *performance* anche in alcuni fondi chiusi: v. K. LITVAK, *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, in 76 *U. Chi. L. Rev.* 161 (2009).

⁷⁴ Cfr. *Green Paper*, 13.

⁷⁵ Cfr. P. CARRIÈRE, *Dove vanno i fondi comuni di investimento (chiusi): spunti di riflessione su alcune recenti tendenze in atto nel risparmio gestito*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, part. 172 ss. Come noto, l'art. 37 TUF, in seguito a modifiche introdotte nel 2003, prevede che in seno ai fondi di investimento chiusi sia istituita una assemblea dei sottoscrittori del fondo, cui sono demandate deliberazioni “vincolanti per la società di gestione del risparmio” in materia di sostituzione di quest'ultima, richiesta di ammissione a quotazione e modifica delle politiche di gestione del fondo. Alla norma si è data attuazione solo di recente: in particolare, l'art. 18-*bis* d.m. 24 maggio 1999, n. 228, introdotto dal d.m. 5 ottobre 2010, n. 197, prevede che l'assemblea dei sottoscrittori abbia competenza per deliberare sulla modifica delle politiche di gestione, sulla richiesta di ammissione a quotazione dei certificati rappresentativi delle quote e sulla sostituzione della s.g.r., nonché sulle ulteriori materie stabilite dal regolamento del fondo, escluse peraltro “le scelte di investimento del fondo”. In argomento, cfr. R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, 1335 ss.

loro maggiore voce in capitolo su temi cruciali per la riduzione dei conflitti di interesse ⁽⁷⁶⁾.

In quest'ambito, guardando all'esperienza italiana, ci sembra che nelle attuali competenze dell'assemblea dei partecipanti a un fondo chiuso già si rinvengano le basi normative per un potenziamento dei controlli sull'operato del gestore a opera dei sottoscrittori.

Da un lato, la competenza (inderogabile) dell'assemblea in questione a deliberare sulle «modifiche delle politiche di gestione» ben si presta a recepire – nel rispetto del riparto di competenze precisato dalle recenti norme regolamentari attuative dell'art. 37 TUF ⁽⁷⁷⁾ – direttive di indirizzo che prescrivano al gestore il perseguimento di politiche di investimento *long term*, se del caso anche imponendo limiti massimi al *turnover* degli strumenti finanziari posseduti dal fondo, precisando quali parametri debbono essere tenuti in considerazione per la misurazione della rischiosità degli investimenti e persino prevedendo – se ciò non contrasta con il regolamento del fondo – *benchmark* specifici che orientino la gestione alla stabilità e alla trasparenza (ad esempio, un indice di *performance* parametrato al tasso di crescita del Pil aumentato di un premio per il rischio)⁽⁷⁸⁾.

Da altro lato, la competenza dell'assemblea dei partecipanti in tema di modifiche al regolamento del fondo (non prevista *ex lege*, ma assai spesso dai regolamenti stessi) costituisce la base per intervenire “in corsa” (e con l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza *ex art. 39, comma 3, TUF*) sulla struttura dei meccanismi retributivi del gestore che, a giudizio dei partecipanti, risultassero inadeguati o incoraggiassero, alla prova dei fatti, suoi comportamenti opportunistici.

Gli indirizzi dell'assemblea dei partecipanti potrebbero poi essere orientati e supportati, su un piano di *soft law*, da linee guida e modelli di politiche elaborati dalle stesse associazioni dei gestori ⁽⁷⁹⁾.

⁷⁶ Cfr. J. MORELY, Q. CURTIS (nt. 66), 119 s.

⁷⁷ Cfr. *supra*, nt. 75. La questione investe l'identificazione della linea di demarcazione tra ambito delle “politiche di gestione” (su cui l'assemblea dei sottoscrittori è competente ad esprimersi) e ambito delle “scelte di investimento”, che sono invece riservate – come ricordato – all'esclusiva competenza della s.g.r.

⁷⁸ Sulla scorta di quanto suggerito – ma in via di riforma legislativa – da P. WOOLLEY (nt. 55), 136 ss.

⁷⁹ Con ciò, non si intende tacere l'esistenza di questioni di grande importanza, sulle quali si è assistito finora a un limitato approfondimento da parte della dottrina. Si fa riferimento, naturalmente, al rischio che uno spostamento del baricentro delle competenze in materia di investimenti dai gestori agli investitori si traduca in un'ingerenza di questi ultimi non compatibile con i limiti tipologici del fondo di investimento, nonché in un conflitto (finora ignoto) tra “maggioranza” e “minoranza” dei sottoscrittori, a sua volta foriero di ulteriori e diversi costi di *agency* (v. sul punto P. CARRIÈRE (nt. 75), 173 ss., ove si paventano sia il rischio di una incontrollata ibridazione di modelli operanti nel comparto della gestione collettiva del risparmio – sgr e sicav – sia quello di un'esautorazione della minoranza dei sottoscrittori dai poteri decisionali attribuiti all'assemblea).

Per altro verso, neppure può trascurarsi il rischio che lo stesso ricorso, da parte dei sottoscrittori, agli strumenti di *voive* attribuiti dalla legge non sia frustrato da un'assenza di incentivi a farne uso o da insuperabili asimmetrie informative (si pone, in altri termini, la questione dell'“attivismo” dei sottoscrittori nei fondi comuni di investimento).

La *seconda* linea di intervento riguarda, invece i *fondi aperti*. In quest'ambito, è ragionevole ipotizzare che il ricorso a strumenti di *governance* "tradizionali" – ispirati al modello dei contratti associativi e più in particolare a quello corporativo della società per azioni – goda di ridotto margine di manovra, per ragioni bene illustrate nella letteratura nordamericana ⁽⁸⁰⁾. L'alternativa, dunque, appare quella di un intervento affidato in via regolamentare alle autorità di vigilanza, con l'opportuno ausilio dell'autodisciplina dei gestori.

In primo luogo, può essere raccomandabile, sulla scorta del suggerimento della Commissione ⁽⁸¹⁾, un intervento sui meccanismi di remunerazione e incentivazione degli *asset managers*. Tuttavia, l'enfasi non dovrebbe essere posta sull'inopportunità di commissioni di *performance* (il cui peso, per i motivi anzidetti, è assai modesto nei fondi aperti). Al contrario – riteniamo – un intervento di riallineamento degli interessi dei partecipanti a quello dei gestori dovrebbe fare leva su un *rafforzamento* del ruolo delle commissioni legate alla *performance* del fondo, da determinarsi rispetto a indicatori predefiniti di rischiosità degli investimenti e di rendimento delle politiche di gestione in linea con l'orizzonte temporale del fondo. La prassi già sperimentata in ambito bancario – e auspicabilmente estendibile anche al settore del risparmio gestito – suggerisce l'utilità, a questo fine, di meccanismi di restituzione (*claw-back*) dei compensi variabili percepiti dai gestori qualora la *performance* del fondo sia drasticamente peggiorata nel medio termine (3-5 anni).

Un secondo livello di integrazione tra intervento delle autorità di vigilanza e autodisciplina potrebbe riguardare la disciplina dell'organo amministrativo. In particolare, l'introduzione di requisiti di indipendenza per un numero significativo di amministratori, oltre ad attenuare i conflitti di interessi sovente insiti negli assetti proprietari delle società di gestione, potrebbe altresì costituire uno strumento di allineamento degli interessi del gestore a quelli degli investitori. E ciò, sul presupposto che il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale della s.g.r. comporta, di per sé, *anche* il dovere di perseguire quello degli investitori ⁽⁸²⁾, con l'obiettivo di valorizzare il loro investimento nell'orizzonte tracciato dal regolamento del fondo.

Eppure, siamo dell'avviso che l'importanza delle questioni di *fund governance* e dei loro riflessi sulla *corporate governance* non meritino una battaglia di retroguardia sulla "compatibilità tipologica" dell'assemblea dei partecipanti, che invece ha in sé il potenziale necessario per attenuare i conflitti. Semmai, saranno necessarie, anche per via interpretativa, una rigorosa opera di delimitazione delle sue competenze per evitare che la configurazione sistematica del "fondo" sia stravolta o ibridata con quella delle sicav, nonché l'adozione – questa volta necessariamente anche per via regolamentare – di ulteriori presidi a tutela delle minoranze di sottoscrittori (ciò che a nostro avviso potrebbe partire dal drastico ridimensionamento, già condiviso anche dalla Banca d'Italia, di "corpi intermedi" come i c.d. comitati di investimento, al tempo stesso invasivi rispetto alle competenze della s.g.r. e poco rispettosi delle prerogative dei sottoscrittori "di minoranza").

⁸⁰ Cfr. *supra*, nt. 66 e testo corrispondente. In questo senso è giustificabile, sul piano dei principi, la scelta del nostro legislatore di non introdurre una previsione sull'assemblea dei sottoscrittori per i fondi di tipo aperto.

⁸¹ Cfr. *Green Paper*, 12 s.

⁸² Cfr. M. STELLA RICHTER (nt. 67), 670 ss.

5.3. (segue): *Limiti della prospettiva di fund governance rispetto al problema dello short-termism*. – È ora il caso di porsi il secondo interrogativo sopra prospettato⁽⁸³⁾: se l'attenuazione dei conflitti in seno agli investitori professionali sia sufficiente a risolvere la questione del loro *short-termism* negli investimenti azionari.

La risposta, a nostro avviso, è negativa per una ragione assai semplice. Va considerata, infatti, l'ipotesi che episodi di *short-termism* da parte di fondi di investimento si verificano *in assenza* di conflitti di interessi tra gestori e partecipanti al fondo. In altri termini, è vero che questioni di *fund governance* “a monte” influenzano le scelte degli investitori professionali “a valle” (e, quindi, per questa via, anche il governo degli emittenti di cui tali investitori divengono soci); ma occorre riconoscere, al contempo, che politiche di investimento azionario sbilanciate sul breve termine (al limite, “speculative”) ben possono essere attuate di pieno accordo tra i gestori e i loro *principals* o, più semplicemente, in modo da assecondare la richiesta di maggiori rendimenti da parte degli investitori.

Ad esempio, viene da chiedersi se agisca in conflitto di interessi con i propri sottoscrittori il gestore di un fondo chiuso che, nel termine (medio-lungo) di durata del fondo, compia ripetute ma brevi “incursioni” nell'azionariato di emittenti quotati, con l'obiettivo di profittare di (o promuovere) operazioni di finanza straordinaria, distribuzioni di utili, riorganizzazioni societarie in grado di generare rendimenti elevati nell'immediato. Apparentemente, la risposta è negativa: si tratterebbe di una forma di attivismo magari spregiudicata, senz'altro sbilanciata sul breve periodo, ma – se attuata con successo – non in contrasto con l'obiettivo di valorizzare le quote del fondo su un arco temporale più lungo.

Ci pare chiaro, in questi casi, che gli strumenti di *fund governance* hanno un ruolo modesto da giocare nel contrasto allo *short-termism*. Il nodo della questione risiede, per gran parte, al livello degli emittenti e deve essere affrontato nella prospettiva del governo societario e delle relazioni tra i soci, nonché tra questi e gli amministratori.

Su tali aspetti si soffermano i paragrafi seguenti.

6. *Capitale finanziario, capitale d'impresa e interesse sociale: il conflitto tra istanze di breve e di lungo termine nella disciplina degli emittenti. Cenni sul ruolo degli amministratori*. – Inquadrando dunque la questione dello *short-termism* dall'angolo visuale del governo degli emittenti, la radice del problema si rinviene nell'incontro tra la disciplina dell'organizzazione societaria e il funzionamento del mercato finanziario cui l'emittente si rivolge nella misura in cui la prima incorpora ormai i principi che, in economia, si ritengono regolare il secondo.

In quest'ottica, la partecipazione di un azionista di società quotata è progressivamente concepita, in termini di disciplina, assai più come strumento finanziario che come investimento nell'impresa. Non a caso, il valore della partecipazione si determina sulla base dei prezzi di mercato, che non necessariamente riflettono il valore reale della comune attività d'impresa, e ciò in coerenza con l'interesse del socio alla liquidità dell'investimento.

A tal proposito, la dottrina riconosce da tempo l'esistenza di numerosi indici normativi, rinvenibili sia nel codice civile sia nelle leggi speciali, che segnalano, sotto

⁸³ Cfr. par. 5.1, *in fine*.

molteplici profili, il profondo condizionamento delle norme di diritto societario a opera della dinamica del mercato finanziario. Per un verso, ad esempio, il diritto di recesso in conseguenza del *delisting* (art. 2437-*quinquies* c.c.) manifesta il rilievo dell'interesse dei soci-investitori al mantenimento della quotazione delle azioni. Per altro verso, i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso da società con azioni quotate (art. 2437-*ter*, comma 3) e la facoltà statutaria di esclusione c.d. "semplificata" del diritto di opzione (art. 2441, comma 4, secondo periodo) accreditano il valore di mercato come proiezione del valore reale dell'investimento effettuato dal socio ⁽⁸⁴⁾.

In questa linea, si è quindi sostenuto che anche l'interesse comune dei soci (cioè l'interesse sociale, secondo la concezione contrattualistica oggi prevalente) si declini nella prospettiva del *realizzo sul mercato* dell'investimento effettuato dai soci. Sull'interesse direttamente rivolto all'attività comune (cioè all'*impresa* condotta dall'emittente) tende insomma a prevalere quello ad accrescere il c.d. *shareholder value* ⁽⁸⁵⁾.

Naturalmente, l'enfasi sul realizzo della partecipazione – e, di conseguenza, sul *prezzo di mercato* delle azioni – non è indifferente nella prospettiva dell'impresa e del suo finanziamento ⁽⁸⁶⁾. Segnatamente, la "dimensione dell'impresa" può entrare in conflitto con la "dimensione del mercato" allorché una decisione suscettibile di rafforzare il prezzo di borsa delle azioni a breve o brevissimo termine (sia essa una decisione gestoria, o di destinazione degli utili, ovvero che investe l'assetto proprietario od organizzativo della società) possa pregiudicare il valore dell'impresa sociale nel lungo periodo.

⁸⁴ In relazione alla questione del recesso in caso di esclusione dalla quotazione, il riferimento è a G. OPPO, *Sulla "tipicità" delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 491; v. anche M. NOTARI, *Commento all'art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1104 ss. Più in generale, anche sugli altri aspetti evidenziati nel testo, v. anche per riferimenti P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, t. 2, Padova, 2004, 57 ss.; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 161 ss., 294 ss.; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche di acquisto in Italia e negli Usa*, Milano, 2007, 138 ss.

⁸⁵ Cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 811 s.: "l'interesse [sociale] [...] sembra destinato ad essere soddisfatto pienamente solo con la *perdita della qualità di socio*. L'aumento di valore di azioni incredibili non soddisfa l'interesse di nessuno. Lo stesso aumento di valore di azioni cedibili rappresenta una soddisfazione virtuale che diventa reale solo al momento della cessione" (corsivo dell'Autore). Sostanzialmente in questa prospettiva, G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 477; cfr. altresì B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, *ivi*, 2001, 100 ss.; D. REGOLI, *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, *ivi*, 2000, 801 ss.; più recentemente, F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, *ivi*, 2006, 679 ss.; A. GUACCERO (nt. 85), 197.

⁸⁶ Ed infatti, dalle considerazioni circa la coincidenza tra interesse sociale e interesse al realizzo della partecipazione discende la diffusa osservazione secondo cui la stessa fattispecie società per azioni "non si presta più ad essere ricostruita in termini di (disciplina del) *soggetto dell'impresa*, e dunque di *imprenditore*, quanto piuttosto in quelli di disciplina oggettiva dell'impresa e, in particolare, di *disciplina del suo finanziamento*, prima ancora che del suo svolgimento" (così, per tutti, G. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 69).

Gli esempi di tale conflitto sono noti, come evidenziato in precedenza alla luce dell'esperienza degli *hedge funds* nell'ultimo decennio. Il caso più semplice riguarda la decisione di deliberare la distribuzione di dividendi straordinari ove la società disponga di liquidità in eccesso: la prospettiva del *cash-out* può favorire un apprezzamento delle azioni nell'immediato, ma il loro valore (e, di riflesso, il prezzo) potrebbe successivamente ridursi per la perdita di opportunità di nuovi investimenti. Si pensi, poi, al caso dell'opa promossa a un prezzo superiore a quello di mercato, allorché l'offerente intenda successivamente procedere allo "spezzatino" degli attivi dell'emittente, compromettendone lo sviluppo futuro.

In proposito, una parte della dottrina ha creduto di poter rinvenire nella teoria dei mercati finanziari efficienti la via per una composizione del conflitto tra prospettive di breve e di lungo periodo: in condizioni di adeguata informazione disponibile al pubblico – si è argomentato – i prezzi delle azioni quotate rifletterebbero le prospettive dell'emittente nel lungo periodo (scontando i flussi di cassa futuri), senza rischi di "miopia". A ben vedere, dunque, laddove il mercato azionario sia sufficientemente liquido e funzioni in modo efficiente, il conflitto sopra delineato non avrebbe neppure ragione di porsi⁽⁸⁷⁾. In questo senso, breve e lungo termine rappresenterebbero unicamente funzioni della propensione al rischio di ciascun socio e parametri per la determinazione del rendimento dell'investimento di questi.

Peraltro, la recente esperienza dei mercati finanziari (anche e soprattutto nell'Europa continentale) evidenzia il tono astratto di questa analisi: la non piena efficienza nella formazione dei prezzi sui mercati azionari impedisce il pieno operare del meccanismo descritto, nel senso che i prezzi non paiono in effetti scontare le informazioni sui flussi di cassa futuri oltre un orizzonte di medio periodo; il che rende dunque attuale e concreta la contrapposizione tra prospettive di breve e di lungo termine.

Se, dunque, il mercato non è da solo in grado di comporre tale contrapposizione, essa finisce per trasferirsi, in modo problematico, sul piano dei rapporti societari.

Al riguardo, gli studiosi che più recentemente hanno approfondito la questione sono dell'avviso che l'ordinamento offra numerosi elementi per dirimere il conflitto in questione e che, a prevalere, siano gli interessi orientati alla stabilità e al lungo termine. Tra questi, possono annoverarsi, ad esempio, la norma in tema di relazione sulla gestione che richiede agli amministratori di informare circa la «evoluzione prevedibile della gestione» (art. 2428, comma 3, n. 6, c.c.)⁽⁸⁸⁾; la disciplina che pone in rapporto la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori con la conservazione (nel tempo) dell'integrità patrimoniale della società (art. 2394); le norme che attribuiscono ai creditori facoltà di opporsi alla riduzione di capitale volontaria, alla fusione e alla scissione (artt. 2445, comma 3; 2503 e 2503, comma

⁸⁷ In questa prospettiva si colloca l'analisi di A. GUACCERO (nt. 85), 175 ss.

⁸⁸ Evidenzia il ruolo della norma in questione nell'ottica di una "prospettiva *long term*" P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, 88.

5)⁽⁸⁹⁾; la disciplina degli acconti dividendo (art. 2433-*bis*)⁽⁹⁰⁾; ed anche – si è sostenuto – le disposizioni che escludono dal risultato di esercizio profitti non realizzati e la norma che riserva alla competenza dell’assemblea la deliberazione sulla destinazione degli utili ⁽⁹¹⁾.

Si tratta, in sostanza, di indici normativi che orientano il comportamento *degli amministratori* lungo un orizzonte di tempo che permetta una valutazione degli effetti della gestione nel medio-lungo termine: tipicamente – si è affermato – nell’orizzonte di tempo di un *business plan*

6.1. (segue): *La funzione dei diritti di voice*. – Pur concordando con questa impostazione, va peraltro osservato come le indicazioni normative di cui si è detto, poiché si riferiscono alla condotta degli *amministratori*, lasciano sostanzialmente impregiudicati gli aspetti della questione che riguardano i rapporti *tra i soci* (e, più in generale, tra coloro che hanno apportato all’impresa capitale di rischio) e l’esercizio, da parte di costoro, dei diritti loro spettanti.

Si faccia l’esempio dell’assemblea chiamata a pronunciarsi su un’operazione straordinaria. Qui, il dovere degli amministratori di perseguire politiche di lungo periodo può venire in rilievo nella fase di elaborazione e proposta dell’operazione, ovvero nella fase di esecuzione della stessa.

Ma non sempre ciò avviene. Si pensi al caso in cui l’assemblea *respinga*, grazie al contributo determinante di soci *short term*, una proposta di fusione vantaggiosa nel lungo ma non nel breve periodo, ovvero non approva una misura difensiva nei confronti di un’opa che risultava invece, ad avviso degli amministratori, *value decreasing*: in queste circostanze è di per sé escluso ogni intervento degli amministratori. Allo stesso modo, non parrebbe legittima l’opposizione degli amministratori a eseguire una distribuzione straordinaria di utili approvata dall’assemblea con il concorso determinante di azionisti “instabili”, a meno che ciò metta in pericolo la conservazione della garanzia patrimoniale a disposizione dei creditori. In relazione a tali ipotesi, è da chiedersi se e in che termini sia possibile sindacare il voto espresso dai soci portatori di interessi favorevoli a una valorizzazione nell’immediato (del prezzo) della partecipazione azionaria.

Lo stesso interrogativo può porsi rispetto a episodi di «inappropriate short-termism» che emergono in relazione all’esercizio di diritti amministrativi diversi dal voto (si pensi, nel nostro sistema, al diritto di chiedere la convocazione dell’assemblea *ex art. 2367 c.c.*, all’integrazione dell’ordine del giorno *ex art. 126-bis TUF*, al diritto di porre domande prima dell’assemblea *ex art. 127-ter TUF*).

In tutti questi casi, l’accoglimento di alcuni dei suggerimenti più radicali provenienti dalle fonti che hanno ispirato la redazione del *Green Paper* ⁽⁹²⁾ porterebbe

⁸⁹ Cfr. R. SACCHI, *L’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L’interesse sociale* (nt. 88), 149 s.

⁹⁰ Cfr. M.S. SPOLIDORO, da ultimo in *Appunti sull’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L’interesse sociale* (nt. 88), 188.

⁹¹ Così V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *L’interesse sociale* (nt. 88), 108.

⁹² Cfr. P. WOOLLEY (nt. 55), 136 ss.

a *discriminare* l'esercizio dei diritti di *voice* in base all'orizzonte di investimento dei soci ⁽⁹³⁾.

A nostro avviso, in quest'ambito l'ordinamento fornisce indicazioni assai meno univoche rispetto a quanto verificato in tema di condotta degli amministratori.

Sul fronte dei diritti di voto, l'introduzione del meccanismo della *record date* ha legittimato la partecipazione al voto di soggetti che possono aver ceduto le azioni al momento dell'assemblea (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF): ciò che parrebbe porsi perfino in antitesi rispetto all'idea di esercizio del voto condizionato a un investimento di lungo periodo ⁽⁹⁴⁾.

Anche sul fronte dei diritti amministrativi diversi dal voto, le indicazioni provenienti dall'assetto di disciplina esistente lasciano presagire un'impostazione "agnostica" del nostro sistema rispetto all'orizzonte di investimento prescelto dal socio che li esercita. Da una parte, i requisiti di possesso azionario prolungato cui il legislatore del Testo Unico ricollegava in origine l'esercizio di prerogative "attiviste" (segnatamente, per promuovere una sollecitazione delle deleghe era necessario il possesso dell'uno per cento del capitale con iscrizione al libro dei soci da almeno sei mesi) ⁽⁹⁵⁾ sono stati soppressi, sul presupposto che il precedente *favor* per gli azionisti stabili finisse per ostacolare il rafforzamento della «partecipazione delle minoranze alla vita societaria» ⁽⁹⁶⁾.

D'altra parte, è vero che in occasione del recepimento della direttiva 2007/36/CE – ma al di fuori del solco tracciato dal legislatore comunitario – è stata introdotta una norma che autorizza gli statuti delle società quotate a prevedere clausole di maggiorazione del dividendo con finalità di "fidelizzazione" dell'azionista di minoranza stabile (art. 127-*quater* TUF). Tuttavia, l'obiettivo della stabilità dell'azionariato viene perseguito attraverso la concessione di soli diritti patrimoniali; mentre, sul fronte dei diritti amministrativi, il limite di applicabilità dell'istituto a partecipazioni non superiori allo 0,5 per cento del capitale impedisce di fatto l'accesso alla misura "premiale" da parte di investitori professionali intenzionati a esercitare funzioni di *monitoring* (più o meno attivo) sulla società ⁽⁹⁷⁾. Ciò equivale a riconoscere, da altro angolo visuale, che la norma in questione è del tutto irrilevante

⁹³ Si pensi, ad esempio, a norme che condizionano l'esercizio di alcuni diritti amministrativi al possesso delle azioni per un periodo di tempo minimo predeterminato.

⁹⁴ Resta peraltro aperto il problema di stabilire se e in che misura l'esercizio del diritto di voto da parte di chi abbia nel frattempo ceduto le azioni possa avere effetto sul piano della validità della delibera approvata con il concorso determinante di questi. Sul punto, più approfonditamente, v. G.B. PORTALE, E. GINEVRA, *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Riv. soc.*, 2011, 826 ss, in particolare 830 e nt. 43; M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 131 ss.; M. 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 corso di pubblicazione in *Banca e borsa*, 2012, f. 1.

⁹⁵ Cfr. art. 139 TUF, ora integralmente abrogato.

⁹⁶ Cfr. la relazione al d. lgs. n. 303/2006, con cui fu attuata l'eliminazione del requisito temporale in questione. In argomento cfr. L. PARRELLA, *Commento all'art. 3 d. lgs. n. 303 del 2006*, in *La tutela del risparmio*, a cura di A. Nigro e V. Santoro, Torino, 2007, 75 s.

⁹⁷ Tali rilievi sono formulati con chiarezza da M. STELLA RICHTER JR, *I troppi problemi del dividendo maggiorato*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti* (nt. 75), 650 ss.

(perché di fatto inapplicabile) rispetto agli investitori “attivisti”, siano essi orientati al breve o al lungo periodo, e non lascia presumere alcun *favor* legislativo nei confronti di questi ultimi.

In verità, la linea neutrale del nostro ordinamento rispetto alla tipologia di investimento effettuato dalle minoranze azionarie caratterizza da sempre l'impianto del Testo Unico. Infatti, fin dall'epoca dei lavori preparatori della riforma delle società quotate, pur essendo pacifico che il potenziamento degli strumenti di *voice* delle minoranze miravano a rafforzare la posizione degli investitori istituzionali⁽⁹⁸⁾, il *favor* per tali soggetti non si è tradotto – a differenza che in altri ordinamenti⁽⁹⁹⁾ – in norme che vincolassero il socio di minoranza all'adozione di comportamenti specifici nei confronti dell'emittente. Il nostro legislatore, in particolare, non ha imposto ai soci-investitori professionali specifici obblighi di “attivismo”, lasciandoli dunque liberi di perseguire le politiche di investimento (più o meno “attive”) ritenute opportune in base all'interesse proprio e dei propri clienti⁽¹⁰⁰⁾. Le strategie di investimento dei singoli investitori sono rimaste sullo sfondo e in definitiva indifferenti per il legislatore.

Orbene, in un sistema così congegnato, difficilmente potrebbero trovare spazio e conciliarsi con l'assetto di regolazione esistente norme di discriminazione dei soci di minoranza sulla base degli orizzonti temporali di investimento prescelti. Anzi, interventi regolamentari o statutari in tal senso finirebbero per porsi in contrasto con il principio di parità di trattamento sancito, anche per gli emittenti quotati, dall'art. 92 TUF, che costituisce in quest'ottica un presidio di neutralità dell'ordinamento rispetto alle diverse tipologie di investitori di minoranza.

6.2. (segue): “Inappropriate short-termism”, *conflitto di interessi dei soci e doveri di correttezza*. – Nel quadro così delineato, rimane da indagare se vi siano spazi per ipotizzare un sindacato delle deliberazioni dell'assemblea che siano adottate con il voto determinante di soci che agiscono in una prospettiva *short term*. Gli esempi sono quelli già sopra formulati: distribuzioni straordinarie di utili, fusioni o acquisizioni in cui una valorizzazione immediata dell'investimento può andare a discapito della crescita del valore delle azioni in futuro.

⁹⁸ Evidenziano questo aspetto, *ex multis*, R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.; P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, *ivi*, 329 ss. (part. 332 ss. e 347 s.); F. VELLA, “Attivismo” degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario, in *Banca impresa società*, 1998, 363 ss. (part. 375 ss.); M. BIANCHI, M. CORRADI, L. ENRIQUES (nt. 9), 397 s.; e, sia pure criticamente e da diversa prospettiva, A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 136 ss.; e C. ANGELICI, *Le “minoranze” nel decreto n. 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 221 ss. Nel senso della continuità di tale impostazione anche nel seguito degli interventi legislativi, cfr., anche per altri riff., V. CALANDRA BUONAURO, *Le fondazioni bancarie come investitori di lungo periodo*, in *Banca impresa società*, 2010, 379 ss.

⁹⁹ Ad esempio quello francese, dove è previsto un obbligo di esercizio del voto da parte dei fondi pensione: cfr. art. R144-22 del *Code des assurances*.

¹⁰⁰ Sull'assenza di obblighi di attivismo, nonché più in generale, sulla neutralità del sistema del Testo Unico rispetto alle diverse tipologie di minoranze (secondo una linea già auspicata in ASSOCIAZIONE D. PREITE, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, 176), v. con particolare enfasi R. COSTI (nt. 98), 322, ripreso da F. VELLA (nt. 98), 377.

Anche in questo caso – nonostante il tema meriti approfondimento maggiore rispetto a quello consentito in questa sede – ci pare che i tentativi di sanzionare i soci “short-termisti” siano piuttosto disagiati. In particolare, i rimedi rappresentati in materia dalla disciplina del conflitto di interessi del socio e dall’applicazione del principio di correttezza, così come elaborati negli anni dalla nostra giurisprudenza, appaiono insoddisfacenti nel cogliere gli sviluppi più problematici dei rapporti tra soci “immersi” nelle dinamiche del mercato finanziario ⁽¹⁰¹⁾.

Prendiamo le mosse dal problema del conflitto di interessi (art. 2373 c.c.). Con riferimento alle decisioni dell’assemblea di attuare massicci *cash-out*, può ricordarsi come l’interesse alla distribuzione degli utili (come tale, anche quella sbilanciata e finanche “eccessiva”) è considerato di per sé interesse di carattere *sociale* (ancorché non necessariamente comune a tutti i soci)⁽¹⁰²⁾. Ciò non esclude la configurabilità di un conflitto di interessi allorché il socio che contribuisce a deliberare una distribuzione ingente di liquidità (della quale, naturalmente, beneficiano *pro quota* tutti i soci) sia *anche* portatore di un interesse extrasociale che lo induca a destinare verso opportunità più vantaggiose l’investimento così monetizzato. Eppure, anche assumendo la potenzialità del danno per la società (privata per il futuro di opportunità di sviluppo), è da chiedersi se sia sostenibile l’ipotesi di un conflitto con l’“interesse comune dei soci” quando a favorire la distribuzione straordinaria di utili è un investitore professionale che gestisce il risparmio altrui ed è dunque costantemente tenuto alla ricerca di alternative di investimento più proficue, assai più di quanto non debba ritenersi coinvolto nella gestione comune dell’impresa in cui investe. Non è forse (anche) questo un portato della tesi secondo cui l’interesse sociale nelle società quotate si sostanzia nella prospettiva del realizzo della partecipazione da parte dei soci, piuttosto che nella dimensione dell’impresa comune?

Con riferimento, invece, alla fusione, sono tuttora controversi i margini per invocare la norma sul conflitto di interessi, dal momento che – secondo l’opinione che riscuote maggiori consensi, anche in giurisprudenza – la società sarebbe indifferente all’assetto realizzato con l’operazione, una volta che essa garantisca la conservazione del patrimonio sociale ⁽¹⁰³⁾. Va anzi osservato, in proposito, come l’impossibilità di ricorrere al rimedio dell’art. 2373 sia stata recentemente sostenuta, in base a tale argomento, perfino con riferimento alla fattispecie di fusione prospetticamente svantaggiosa per la società (quotata) incorporata, deliberata con il

¹⁰¹ V. *amplius*, da ultimo, le considerazioni di F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, 77 ss.

¹⁰² Secondo la nota ricostruzione di D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. III, tomo 2, Torino, 1993, 3 ss.;

¹⁰³ Per il resto, l’operazione avrebbe unicamente incidenza sugli interessi (sociali) individuali intesi alla congrua determinazione del rapporto di cambio: cfr. già F. MESSINEO, *Impugnativa della delibera di fusione e interesse dei singoli soci*, in *Riv. soc.*, 1957, 227 ss.; successivamente, A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, vol. 17, tomo 3, Torino, 1985, 370; C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, cit., vol. 7**1, Torino, 2004, 482 ss. In giurisprudenza, cfr. ad es. Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, tra l’altro in *Foro it.*, 2001, I, 1932, con nota di L. NAZZICONE.

voto determinante di fondi speculativi che posseggano una partecipazione di rilievo nell'incorporante che, invece, trarrà vantaggio dall'operazione ⁽¹⁰⁴⁾. Argomenti di analogo tenore possono svolgersi con riferimento al voto di un socio nelle deliberazioni assembleari di contrasto a un'opa ostile ⁽¹⁰⁵⁾.

Pare insomma difficile argomentare che operazioni anche spregiudicate poste in essere da parte di soci *short-term* possano essere scrutinate con il metro dell'interesse sociale.

A conclusione non diversa si perviene ove si intenda sottoporre le operazioni in questione, di cui si accetti la "neutralità" rispetto all'interesse sociale, al vaglio del dovere di correttezza e buona fede tra azionisti. In quest'ambito, occorrerebbe affermare, secondo l'interpretazione ricorrente, che un *hedge fund*, allorché dà il proprio voto a favore di un'operazione che deprime – nel lungo termine – il valore della società, è mosso *unicamente* dall'intenzione di danneggiare coloro che hanno votato in opposizione all'operazione stessa: ma si tratterebbe di affermazione non vera in concreto, ove si consideri che il fondo speculativo agisce (e stabilisce le proprie politiche di voto), più che altro, in funzione della massimizzazione complessiva del proprio portafoglio, mentre intrattiene con gli altri soci rapporti quanto mai labili e privi di coordinamento, certo lontani da una finalità "oppressiva" ⁽¹⁰⁶⁾.

7. *Conclusioni.* – L'ampiezza dell'argomento che si è cercato di affrontare e la complessità di alcuni dei temi che ne formano l'oggetto scoraggiano ogni tentazione di ritenere "conclusa" l'analisi condotta nel poco spazio di questo lavoro. Semmai, vi sono alcune questioni fra quelle esaminate di cui conviene richiamare in sintesi i risultati delle riflessioni svolte.

Innanzitutto, non è dato rilevare alcuna apprezzabile argomentazione a favore della contrapposizione fra "*short-term activism*" e "*long-term engagement*" e, soprattutto, dell'idea che il secondo debba prevalere sul primo in ragione di una sua pretesa maggiore "appropriatezza", a meno di aderire senza discussione all'opinione secondo cui l'interesse ad una crescita "durevole" e "sostenibile" del valore dell'impresa può essere sostenuto soltanto dall'investitore di lungo periodo. Questo assunto, infatti, risulta smentito alla prova dei fatti: da un lato, l'attivismo degli investitori tipicamente rivolti ad un orizzonte temporale di breve periodo ha contribuito positivamente a forme di *governance* più efficienti, misurate dal fatto che, *in media*, si è registrata una crescita del valore di mercato delle società prese di mira, anche al netto dell'eventuale "effetto annuncio"; dall'altro lato, gli investitori

¹⁰⁴ Si tratta di fattispecie riconducibili al c.d. *empty voting* (v. *supra*, nt. 23): l'orientamento espresso nel testo è fatto proprio da G. FERRARINI (nt. 23), 639 ss.; v. anche, con argomenti diversi, F. DENOZZA (nt. 101), 82 ss., ove si osserva che, nel caso in questione, la difficoltà di applicare l'art. 2373 derivi, tra l'altro, dal fatto che l'azione del socio in questione prescinde del tutto dall'intenzione di trarre profitto "incidendo sulla entità delle risorse comuni o sulla loro distribuzione", bensì sfrutta "una occasione di profitto del tutto estranea". Con impostazione ancora differente, v. M. MAUGERI (nt. 94), 144 ss.

¹⁰⁵ V. infatti G. FERRARINI (nt. 23), 639 ss.

¹⁰⁶ V. in argomento F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale* (nt. 88), 37.

istituzionali appaiono ancora strutturalmente impreparati e privi di incentivi razionali sufficienti a svolgere un'attività non episodica di monitoraggio sulla gestione delle società partecipate. In questa prospettiva, allora, occorrerebbe semmai prendere atto del fatto che il contributo degli investitori *short-term* all'efficienza della *governance*, ancorché qualitativamente significativo, non può in ogni caso essere sufficiente, sul piano quantitativo, a disciplinare l'intero mercato quotato.

Il che suggerisce non già di impedire agli "speculatori" di accedere agli strumenti posti a protezione delle minoranze, ma, al contrario, di risolvere i problemi strutturali che trattengono gli investitori di lungo periodo dallo sfruttare il potenziale offerto da tali strumenti. Peraltro, al di là del dubbio (mai sopito) circa l'effettivo grado di correlazione fra più efficienti livelli di *governance* e crescita del valore dell'impresa, non si può fare a meno di notare che le accuse genericamente formulate oggi contro gli attivisti *short-term* ripropongono identici gli argomenti di ieri contro ogni riforma volta ad attribuire alle minoranze azionarie maggiori poteri di *voice*.

Tutto ciò, evidentemente, non vale a negare che negli ultimi anni la dinamica dei mercati finanziari sia stata tutt'altro che efficiente, rivelando un'eccessiva focalizzazione sui risultati di breve o brevissimo periodo anche a costo di trascurare la sopravvivenza stessa dell'impresa sociale oggetto d'investimento. Tuttavia, si tratta per l'appunto di "fallimenti" (in senso microeconomico) che mettono in discussione l'intimo funzionamento del mercato (ovvero la descrizione che gli economisti sanno darne) e la sua residua capacità di realizzare lo scopo dell'allocazione efficiente dei mezzi di finanziamento, ma di cui non è per nulla chiaro l'ipotetico effetto sul piano della *governance* degli emittenti.

Nel seguito del lavoro, dunque, si è dapprima tentato di "depurare" l'analisi dello *short-termism*, escludendone quei fenomeni – come il c.d. *high frequency trading* – che si esauriscono nell'ambito del funzionamento (fisiologico o patologico) del mercato. Quindi, si sono passati in rassegna i problemi di *agency* che caratterizzano il settore del risparmio gestito per arrivare sì ad evidenziarne la notevole portata, ma anche per chiarire come la loro soluzione non possa automaticamente esaurire la questione in esame. Infine, abbiamo inteso mettere in luce il rapporto sempre più problematico che si profila fra l'investimento azionario in titoli quotati e le conseguenze che ne derivano sul piano della partecipazione all'impresa comune, tanto rispetto alla necessità di verificare il contenuto e i limiti dei doveri di correttezza riconoscibili in capo al socio attivista (o "*engaging*") nei confronti degli altri azionisti quanto alla possibilità di sindacare il voto esercitato in assemblea dall'investitore orientato al breve termine. Ciò che, in conclusione, induce a una duplice osservazione: da un lato, si rileva la sostanziale neutralità del nostro ordinamento rispetto alla posizione di intermediari finanziari che investano nel capitale di una società quotata con orizzonti di investimento fra loro diversi; dall'altro lato, si ricava l'impressione che lo sforzo finora compiuto di definire i contorni del concetto di interesse sociale lungo il profilo della moderna società quotata debba essere rinnovato alla luce della profonda distanza che si sta misurando fra modello e realtà del mercato finanziario.