

XIV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO
COMMERCIALE"

Roma, 26-27 maggio 2023

EUGENIO SABINO

Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella *governance* delle società

SOMMARIO: 1. Premessa e piano d'indagine. – 2. Brevi note a margine delle strategie di investimento passive e relative implicazioni di governo societario. – 3. Investitori istituzionali passivi e politiche di *engagement*: lineamenti del dibattito. – 4. Alcune riflessioni attorno al possibile ruolo dei gestori di fondi passivi quali "*watchdog*" contro forme dannose di attivismo. – 5. Sui possibili vincoli normativi all'*engagement*: il problema della comunicazione selettiva di informazioni privilegiate.

1. Premessa e piano d'indagine

La crescente partecipazione degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società italiane rende oltremodo attuale interrogarsi sulle implicazioni che la presenza di tali soggetti ha (ovvero può avere) sul perseguimento delle politiche di gestione da parte del consiglio di amministrazione.

I lineamenti del dibattito sull'attivismo degli investitori istituzionali e sulle relative implicazioni di governo societario sono ben noti in letteratura.¹ Al contempo, però, sembra opportuno rilevare come, nella

¹ Per una panoramica sul tema in esame, si vedano A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*, in M. Cera G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Zanichelli, 2020, p. 1788; A. D'ACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2019; M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, n. 3, 2017; P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. Soc.*, 2015, 957; M. MAUGERI, *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*. *Atti del convegno Università Europea di Roma 13 dicembre 2012*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2015; M. EREDE E G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento "short term": note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla "corporate governance"*, in *Rivista delle Società*, 2013; M. BIANCHI – M.C. CORRADI – L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali e la corporate governance delle società quotate dopo la*

maggior parte dei casi, questo tema sia stato analizzato senza avere riguardo della particolare natura delle strategie di investimento perseguite da un determinato azionista istituzionale.² Ed infatti, come si avrà cura di chiarire nel proseguo, un conto è la strategia di investimento perseguita da un fondo di *private equity*; ben altro quella di un fondo passivo indicizzato ovvero di un *Exchange Traded Funds* - ETF.³ Per rispondere a tale esigenza di chiarezza, il *focus* del presente lavoro è rappresentato dall'analisi delle implicazioni che il perseguimento, da parte di un determinato azionista istituzionale, di una strategia di investimento passiva ha (ovvero può avere) sulla *governance* delle società oggetto di investimento.

La peculiare prospettiva di indagine prescelta pare potersi giustificare in base ad un duplice ordine di considerazioni. Da un lato, si fa fatica ad ignorare il dato di fatto rappresentato dalla crescita sorprendente di investitori istituzionali verificatati nell'azionariato delle società quotate italiane negli ultimi anni.⁴ Dall'altro lato, occorre altresì dare atto di un recente *trend* che pare delinearsi in maniera sempre più definita: il crescente impegno che i giganti del risparmio gestito stanno mostrando in relazione al tema della finanza sostenibile. *BlackRock*, ad esempio, ha a più riprese

rimform del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni, in *Banca, impresa, società*, 2002, 411; E. CROCI, *Shareholder activism. Azionisti e investitori istituzionali e hedge fund*, Milano, 2011; M. WEIGMANN, *I fondi mobiliari come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1089; V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, in *Riv. soc.*, 1988, 790 ss.; e P. MARCHETTI, *Dove vanno i fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.* 1985, 1124. Per un approfondimento del tema in chiave comparatistica con il sistema statunitense, si vedano, tra gli altri, S. BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, in *University of California, Los Angeles School of Law & Economic Research Paper Series*, 2020; DEHAAN, LARCKER, MCCLURE, *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activists Interventions*, in *ECGI Working Paper*, 2018, 1 ss.; E.B. ROCK, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, in *Card. L. Rev.*, 1994, 988; E.B. ROCK, *The Logic and Uncertain Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo L. J.*, 1991, 452 ss.; J.C. COFFEE JR., PALIA, *The Wolf at the Door. The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Boston, 2016, 1 ss.; L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 2-3, 1998, 592 ss.; S. GILLAN E L. STARKS, *A survey of shareholders activism: motivation and empirical evidence*, in *Contemporary Finance Digest*, 1998, 2. In particolare, per una rassegna delle principali tattiche e iniziative intraprese dai soci attivisti si veda E. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in the *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, J. Gordon, W.G. Ringe, Oxford, 2018, 371 ss.

² La categoria degli investitori istituzionali è alquanto vasta e dai contorni non sempre chiari. Per comodità, nel presente lavoro, il riferimento è alla definizione tratta dal *Libro Verde* della Commissione europea, il *Quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cioè ad ogni soggetto che investe a titolo professionale (anche) per conto di clienti come, ad esempio, le banche, le imprese di assicurazione, le SGR, le Sicav e le Sicaf, i fondi pensione, i fondi sovrani, i fondi *hedge*, i fondi di *venture capital* e i fondi di *private equity*.

³ In argomento, si veda H. M. PEIRCE, *Exchanging views on Exchange-Traded Funds*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, June 2019.

⁴ F. BERTOLINO, *Fondi esteri in crescita a Piazza Affari*, in *Milano Finanza*, 17 agosto 2019.

ribadito di prendere in considerazione il rischio ESG (*Environmental, Social and Governance*) con lo stesso rigore con cui gestisce il rischio di credito e quello di liquidità.⁵

Ponendosi in continuità con la crescente risonanza che lo studio degli investitori istituzionali passivi pare riscontrare nel panorama della letteratura statunitense, il presente lavoro mira a soffermarsi sul tema in una prospettiva (anche) domestica. Sembra, infatti, indubbio che la peculiare natura della strategia di investimento condotta dal gestore di un fondo passivo presenti talune zone d'ombra che appaiono meritevoli di essere meglio esplorate alla luce delle peculiarità che valgono a contraddistinguere la morfologia del mercato dei capitali italiano.⁶ In particolare, ai fini che qui interessano, si avrà cura di chiarire se (ed eventualmente fino a che punto) gli investitori istituzionali passivi possano promuovere l'inclusione dei fattori ESG all'interno delle società nelle quali gli stessi posseggono una partecipazione azionaria.⁷

⁵ A tale riguardo, preme sottolineare come l'attenzione ai parametri ESG abbia avuto una puntuale ricaduta sulla configurazione, da parte di BlackRock, di una gamma sempre più ampia di prodotti finanziari che integrano i fattori ESG: basti pensare alla creazione di versioni "sostenibili" di fondi indicizzati e di ETF. In proposito, occorre riferirsi alla lettera che nel 2020 Larry Fink ha indirizzato ai CEO delle società oggetto di investimento di BlackRock (L. FINK, *A fundamental reshaping of finance*, 2020, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>: "we will use these disclosures and our engagements to ascertain whether companies are properly managing and overseeing these risks within their business and adequately planning for the future" (...) "awareness is rapidly changing, and I believe we are on the edge of a fundamental reshaping of finance"). A tale ultimo riguardo, si veda anche G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Rivista delle Società*, 2020, pp. 54-55 il quale rileva quanto segue "poiché BlackRock investe in migliaia di società a livello internazionale e in molte di esse si colloca tra i soci più rilevanti, ormai da alcuni anni l'invio dell'annual letter da parte di Larry Fink rappresenta uno dei momenti più attesi dai mercati finanziari e dagli osservatori. In più occasioni, infatti, le indicazioni fornite dal CEO di BlackRock hanno segnato precise linee di tendenza, come avvenuto, del resto, anche proprio per il dibattito sul purpose della corporation."

⁶ A ben vedere, il tema in esame è stato oggetto di attenta considerazione da parte della letteratura statunitense, anche in considerazione della significativa presenza di tali soggetti nella composizione dell'azionariato delle società statunitensi. Per una panoramica in argomento si vedano APPEL, GORMLEY, KEIM, *Passive investors, not passive owners*, in *Journal of Financial Economics*, 2016, 111 ss.; BEBCHUK, COHEN, HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 2017, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=2982617>;

⁷ Per un approfondimento sul tema dell'integrazione dei fattori ESG e, in particolare sulla *gender diversity*, da parte dei fondi passivi indicizzati, si veda M. BARZUZA, Q. CURTIS E D.H. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in *ECGI (Law Working Paper Series)*, 19 August 2019, i quali rilevano quanto segue: "when it comes to ESG (environmental, social and governance) issues, index funds are far from docile. With respect to these salient social issues, index funds boldly challenge managers, vote out directors, and demonstrate vocal leadership in thought and deed – activities that are sharply at odds with the conventional account of index fund passivity. Importantly, index fund activism on

2. Brevi note a margine delle strategie di investimento passive e relative implicazioni di governo societario.

Gli investitori istituzionali ricoprono un ruolo importante nelle società quotate e orientate alla massimizzazione della ricchezza degli azionisti (c.d. *shareholder wealth maximization*), posto che non di rado gli stessi sono titolari di partecipazioni significative e cercano di raggiungere per lo più obiettivi di carattere finanziario.⁸ Anche per tale ragione è stato a più riprese auspicato un più ampio coinvolgimento dell'azionista istituzionale all'interno delle dinamiche assembleari, nonché l'adozione di strumenti che potessero promuovere in maniera efficace tale partecipazione (c.d. *shareholder empowerment*).⁹ Il tema è di indubbia attualità, posto che da qualche anno rappresenta una fra le priorità del legislatore europeo. A tal proposito, non può farsi a meno di richiamare la Direttiva (UE) 2017/828 (cd. *Shareholders Rights Directive II*),¹⁰ la quale ha attribuito rilievo espresso all'esigenza di un maggior impegno partecipativo degli investitori istituzionali all'interno delle società e un monitoraggio dell'operato degli amministratori.¹¹

these issues is not just cheap talk, rather, it directed problematic firms systematically, and generated notable effects. In 2017 for example, after State Street announced its objection to all male boards in its portfolio firms, the index fund voted against 400 of the 476 firms in its portfolio that did not have any female director. By the end of 2018 more than 300 of these firms added a female director. Accordingly, that in July 2019 the last all-male board in the S&P 500 added a woman to its ranks, is largely attributable to the outspoken and confrontational efforts of the big three, and BlackRock and State Street in particular."

⁸ Per una ricostruzione circa l'utilizzo di tale termine in letteratura si vedano, tra gli altri, L. BEBCHUK, S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston Law Review*, 9 May 2019; R. KNIGHT, *Irresistible Rise of the Flexible Fund*, *Fin. Times* (Apr. 19, 2006); J. FICHTNER, E. M. HEEMSKERK, JAVIER, G. BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 *Bus. & Pol.* 298, 298 (2017).

⁹ In Italia si veda, tra gli altri, BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di S.p.A. nella corporate governance*, Assago, 2012. Nel panorama statunitense, si vedano L. BEBCHUCK, *The case for increasing shareholder power*, in *Harvard Law Review*, 2005, 118; L. BEBCHUCK, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Col. L. Rev.*, 2013, 1637. Per una posizione critica sull'argomento, si veda S. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1735 ss. Si vedano anche le ricostruzioni compiute da THOMPSON, *The power of shareholders in the United States*, in Hill e Thomas, *Research handbook on Shareholder Power*, Cheltenham - Northampton, 2015, 441 ss. In particolare, sulle diverse soluzioni proposte per incentivare l'esercizio del voto da parte dei soci, si rinvia a KAHAN, ROCK, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, in *Georg. L. J.*, 2008, 1227 ss..

¹⁰ Tale Direttiva è stata recepita nell'ordinamento italiano con il D.lgs. 49/2019, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 10 giugno 2019.

¹¹ Si noti, in particolare, il considerando numero 15 della Direttiva, nella parte in cui dispone che: "gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo

Ciò premesso, non deve tralasciarsi come, non di rado, nell'azionariato di società quotate italiane figurino investitori istituzionali (tanto italiani quanto, soprattutto, esteri) caratterizzati da una diversa "vocazione partecipativa" (ci si riferisce, in parole più semplici, alla propensione di un determinato investitore a far sentire la propria voce in assemblea).¹² Come si avrà cura di chiarire meglio nel proseguo, la "vocazione partecipativa" di un azionista istituzionale è influenzata da una serie di variabili (tra le altre, basti pensare al modello di *business* volta a volta adottato dal singolo investitore ovvero ai costi di monitoraggio) che possono combinarsi diversamente a seconda del caso. Tale circostanza, tuttavia, induce ad interrogarsi se gli investitori istituzionali passivi – nella loro qualità di "long-term shareholder" – possano risultare soggetti particolarmente adatti (*rectius* rispetto ad un normale azionista) a richiamare l'attenzione delle società partecipate su politiche di sostenibilità suscettibili di incidere positivamente sui profitti nel lungo termine.¹³

Veniamo adesso a soffermarci più da vicino sulle caratteristiche che valgono a contraddistinguere la categoria degli investitori istituzionali che perseguono strategie di investimento passive. Il settore del *passive investing* è dominato da tre *asset manager*: BlackRock, State Street Global Advisors e

societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la loro strategia e i loro risultati a lungo termine. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori".

¹² In proposito, si vedano le considerazioni di A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*. In M. Cera G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Zanichelli, 2020, p. 1788, la quale osserva come "sotto il profilo partecipativo, una distinzione può essere ravvisata a seconda del soggetto: di norma, si ritiene che i fondi chiusi, a fronte dei loro tratti caratterizzanti siano interessati più di quelli aperti ad un intervento; così come i fondi speculativi più di quelli ordinari. Una seconda differenza può riguardare la nazionalità degli investitori istituzionali: è stato sottolineato come sia atteggiamento diffuso per gli investitori istituzionali essere più attivi nei Paesi stranieri che nel Paese di appartenenza (...), dove essi assumono un atteggiamento di maggiore fedeltà nei confronti del management, anche per la ricorrenza di situazioni di conflitto di interessi. E una differenza (in merito alla partecipazione) può derivare anche in considerazione delle materie oggetto di decisione assembleare: non tutte le materie oggetto di deliberazioni assembleare trovano l'interesse (e, quindi, inducono alla partecipazione attiva) degli investitori istituzionali ovvero di tutti gli investitori istituzionali. Di norma, gli investitori istituzionali (e principalmente gli investitori istituzionali più attivi, quali i fondi hedge) sono propensi ad intervenire sulle regole organizzative e/o su alcune scelte che hanno incidenza sulla gestione (come, ad esempio, le politiche finanziarie e quelle strategiche d'investimento) e, soprattutto, su quelle giudicate inadeguate o non convenienti per la società."

¹³ In argomento, si vedano le considerazioni di D. HEATH, D. MACCIOCCHI, R. MICHAELY, M.C. RINGGENBERG, *Do Index Funds Monitor? In Review of Financial Studies*, 2019.

Vanguard, i quali sono comunemente conosciuti in letteratura con l'appellativo di “*the Big Three*” in ragione delle loro gigantesche dimensioni. Nella dottrina statunitense, alcuni Autori¹⁴ hanno affermato che l'attuale presenza di tali soggetti nel mercato finanziario induce a ritenere che la stessa manterrà un *trend* di crescita positivo in futuro; il che pare aprire le porte alla possibilità che gli stessi potrebbero arrivare a possedere una percentuale esorbitante di partecipazioni che conferiscono diritti di voto nelle società quotate del mercato finanziario statunitense.

Tale strategia di investimento ha, di regola, ad oggetto una o più società che afferiscono alla composizione di un dato indice di riferimento (tra gli altri, si pensi al S&P 500) e consiste nel replicarne tanto il rischio quanto il rendimento complessivo. La peculiare natura della strategia di investimento perseguita da un fondo gestito passivamente (che, come si è già avuto modo di rilevare, si sostanzia nella replica dell'andamento di un indice che viene assunto come *benchmark* in relazione al portafoglio gestito) consente di operare una distinzione tra investitori passivi, da un lato; e investitori attivi, dall'altro lato: i primi, a differenza dei secondi, non possono esercitare alcuna discrezionalità in ordine all'acquisto ovvero alla vendita delle azioni possedute. In parole più semplici, gli investitori in fondi passivi indicizzati sono, per definizione, investitori di lungo termine, posto che non possono cedere le azioni delle società che fanno parte dell'indice di riferimento. Nel riferirsi a tale circostanza, alcuni Autori¹⁵ avrebbero osservato come tali soggetti siano “*permanent shareholders*”

¹⁴ L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in *Columbia Law Review*, Vol. 119, p. 2.: “we document that the Big Three collectively vote about 25% of the shares in all S&P 500 companies; that each holds a position of 5% or more in a large number of companies; and that the proportion of equities held by index funds has risen dramatically over the past two decades and can be expected to continue growing strongly. Furthermore, extrapolating from past trends, we estimate in that article that the average proportion of shares in S&P 500 companies voted by the Big Three could reach as much as 40% within two decades and that the Big Three could thus evolve into what we term the “Giant Three.” J.C. COATES, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, in *Harvard Publ. Law, Working Paper n. 19-07*, 2018, 19 ss. e R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in 43 *Stanford Law Review*, 1991, 863 ss. Per un'analisi delle possibili implicazioni sul piano concorrenziale derivanti dalla crescente presenza di tali soggetti nel mercato finanziario si vedano, tra gli altri, POSNER, A. ERIC. M. FIONA, M. S. MORTON, E. GLEN WEYL, *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, in *Antitrust Law Journal*, 22 novembre 2016 e J. COATES, G. HUBBARD, *Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, in *Journal of Corporation Law*, 2007.

¹⁵ J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Penn L. Rev.*, 2019, p. 7.; e G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 20 giugno 2018, p. 13.

proprio per enfatizzare come gli stessi siano sostanzialmente sprovvisti della facoltà di *exit* dall'investimento in essere.

Queste preliminari considerazioni inducono ad interrogarsi in merito alla sussistenza di una relazione diretta tra la lunghezza dell'orizzonte dell'investimento e la propensione di un azionista istituzionale ad interessarsi su tematiche che, pur non riguardando aspetti strettamente finanziari (come l'utile di periodo), concorrano parimenti al risultato di una sana gestione sociale. Un esempio può essere utile per spiegare meglio quanto si va dicendo. Si pensi alla differente propensione all'arredo di un immobile da parte di un determinato conduttore, a seconda che la locazione abbia durata semestrale ovvero decennale. Nella prima ipotesi, orbene, si fa fatica ad ipotizzare che il conduttore abbia particolari incentivi ad investire tempo e denaro al fine di migliorare gli interni dell'immobile stante l'esiguità della sua permanenza. All'opposto, se la locazione ha durata decennale allora si fa meno fatica ad ipotizzare che il conduttore sia disponibile a farsi carico di alcuni costi, nella misura in cui gli stessi siano funzionali a rendere più confortevole la sua permanenza nel predetto arco temporale. Ma se quanto sostenuto appare condivisibile, allora sembra lecito domandarsi se gli investitori istituzionali passivi, in ragione delle peculiarità che valgono a contraddistinguerli sotto i profili dell'orizzonte di investimento e del modello di *business*,¹⁶ siano soggetti particolarmente adatti a promuovere il perseguimento di politiche di sostenibilità a livello delle società oggetto di investimento.¹⁷ L'interrogativo posto, a ben vedere, ne porta con sé uno ulteriore e di portata più generale: la diffusione di fondi passivi - ormai consolidata nel mercato dei capitali statunitense ma in crescente aumento anche in Europa - può effettivamente contribuire al "successo sostenibile" delle società quotate?

3. Investitori istituzionali passivi e politiche di *engagement*: lineamenti del dibattito.

¹⁶ Come si è già avuto modo di anticipare, infatti, i fondi passivi non possono strumentalizzare la minaccia del disinvestimento per generare pressione sul *management* delle società partecipate ai fini dell'adozione di determinate politiche di gestione. A tale ultimo riguardo, costoro possono fare affidamento solamente sull'esercizio del diritto di voto e sull'*engagement* con la società oggetto di investimento. In proposito, si vedano le considerazioni di M. BECHT, J. FRANKS, H.F. WAGNER, *Corporate Governance Through Exit and Voice*, in ECGI (Finance Working Paper N. 633/2019), October 2019; e ADMATI, ANAT R., PAUL PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, in *Review of Financial Studies* 2009, pp. 2645-2685.

¹⁷ T. BARKO, M. CREMERS, L. RENNEBOG, *Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance* (Finance Working Paper N° 509/2017), August 2017.

Il dibattito sulle implicazioni derivanti dalla presenza degli investitori istituzionali passivi per il governo delle società partecipate ruota attorno ad alcuni interrogativi di fondo. Ai fini che qui interessano, sembra utile soffermarsi, seppur brevemente, su quello concernente l'eventuale presenza di adeguati incentivi a farsi promotori di una buona *governance* al livello delle società partecipate.¹⁸ Si tratta di chiarire, in altre parole, se tali soggetti hanno eventuali incentivi (e se li hanno quali sono) a far sentire la propria voce all'interno dell'assemblea delle società partecipate su tematiche concernenti la sostenibilità d'impresa nel lungo periodo.¹⁹

Secondo un primo orientamento,²⁰ tali soggetti non avrebbero incentivi rilevanti dal punto di vista economico ad intraprendere attività di *engagement*²¹ con il *management* delle società partecipate. Ciò in quanto tali attività comportano costi significativi (si pensi, ad esempio, ai costi di monitoraggio) che non di rado finiscono per rivelarsi di gran lunga maggiori rispetto ai potenziali benefici connessi a tali iniziative.²² Da un lato, infatti, va rilevato che i principali investitori istituzionali (tra cui *BlackRock*, ad esempio) difficilmente riescono ad intraprendere iniziative di *engagement* che tengano effettivamente in considerazione le peculiarità volta a volta riscontrabili al livello della singola società oggetto di investimento. Il che non stupisce più di tanto se si considerano gli ingenti costi di monitoraggio²³ che costoro sarebbero tenuti a sostenere qualora

¹⁸ Per una panoramica sui lineamenti del dibattito si vedano, tra gli altri, L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in *Columbia Law Review*, Vol. 119, dicembre 2019 e L. BEBCHUK, S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston Law Review*, maggio 9, 2019, 2 ss. Per un'analisi che ha riguardo altresì all'esperienza europea si veda G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego Law Review*, 20 giugno 2018.

¹⁹ E. BARUCCI, *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependance?*, Carocci, 2005.

²⁰ In tal senso, si vedano D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, in 43 *Journal of Corporation Law* 101, 2018; V. N. GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model*, in the *Journal of Fin. Econ.* 107, 2013, p. 610 ss. e B. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA Law Review* 881, 1992.

²¹ Con il termine "*engagement*" ci si intende riferire ad una tecnica di dialogo utilizzata da un determinato azionista istituzionale con il *management* della relativa società emittente.

²² In particolare, sui costi connessi alle attività di *engagement* si veda l'analisi svolta da A. BRAV, A. MALENKO, N. MALENKO, *Corporate governance implications of the growth in indexing*, in *National Bureau of Economic Research (Working Paper N° 30718)* (disponibile al seguente link: <https://www.nber.org/papers/w30718>).

²³ Basti pensare, ad esempio, ai costi che richiederebbe lo svolgimento di un'adeguata attività di *due diligence* finalizzate ad ottenere informazioni concernenti la società partecipata.

volessero (paradossalmente) operare decisioni informate in ciascuna assemblea delle decine di migliaia di società comprese nel portafoglio gestito.²⁴ Dall'altro lato, non deve tralasciarsi come la partecipazione posseduta da un determinato fondo passivo all'interno di una determinata società in portafoglio, per quanto possa essere significativa se considerata in quanto tale, rimane comunque di modesta entità (sotto il profilo dei rendimenti attesi), ove la stessa venga presa in considerazione nel più ampio spettro degli investimenti che fanno capo al gestore.²⁵ Ma se quanto appena detto appare condivisibile, allora sarà giocoforza ritenere che il potenziale guadagno che ci si può attendere dall'*engagement* finisce per avere un rilievo alquanto marginale sulla *performance* complessiva del gestore. Secondo quanto è stato rilevato da alcuni Autori,²⁶ vi sarebbe poi un problema di *free riding* a dare un'ulteriore dimensione di complessità al fenomeno in esame. Si consideri lo scenario di una società che fa parte di un indice replicato da tre ETF, i quali fanno capo a tre gestori differenti. Ipotizziamo a questo punto che soltanto uno fra i predetti azionisti decida di investire ingenti somme di denaro per avviare politiche di dialogo con il consiglio di amministrazione della società partecipata che risultino finalizzate a migliorarne l'assetto di *governance*. Se da un lato non stupisce che i costi connessi all'*engagement* graveranno interamente sul azionista che si è fatto promotore di tale iniziativa, dall'altro lato può notarsi come anche gli due – che pur non hanno ritenuto opportuno operare tale investimento

²⁴ A tale riguardo, si veda l'analisi svolta da G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Rivista delle società*, fasc. 5-6, 1 ottobre 2021, p. 1100 ss., il quale osserva come “i maggiori asset managers, e, in particolare, quelli che hanno una parte consistente delle masse amministrate investite in fondi passivi, possono, in considerazione della rilevante entità delle partecipazioni detenute, influenzare la condotta delle società partecipate anche senza attuare interventi diretti ma, semplicemente, rappresentando le proprie preferenze, nell'implicito presupposto che la mancata considerazione di queste ultime può determinare una reazione mediante l'espressione di un voto contrario, l'avvio di iniziative di engagement o l'appoggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti. In questa prospettiva assume centrale importanza la prassi, ormai largamente diffusa tra gli investitori istituzionali, di adottare *stewardship* e *proxy voting guidelines* (c.d. *corporate guidelines*) – un generico riferimento alle quali è contenuto nello stesso Codice di autodisciplina – che riflettono le loro aspettative e forniscono alle società partecipate una preventiva indicazione dei criteri in base ai quali gli investitori adotteranno le loro decisioni di voto. Ad esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* adottati da Legal&General – il maggiore asset manager del Regno Unito – espressamente affermano che essi delineano “expectations with respect to topics we believe are essential for an efficient governance framework, and for building a sustainable business model”.

²⁵ In argomento, si rinvia all'analisi svolta da L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *Boston University Law Review*, Vol. 99, 2019.

²⁶ In proposito, si vedano L. ENRIQUES, A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, ECG Law Working Paper No. 393/2018.

- si avvantaggeranno (ancorché indirettamente) dei benefici che ne sono derivati, in virtù della circostanza di replicare l'andamento del medesimo indice azionario.²⁷

Un secondo orientamento²⁸, di contro, si fa portatore dell'idea che il particolare modello di *business* che vale a contraddistinguere tale categoria di azionisti – che, come si è già avuto modo di anticipare, non hanno una facoltà di *exit* dall'investimento – rappresenti già di per sé un incentivo ad impegnarsi in politiche di *engagement*, nell'auspicio che le stesse possano in qualche modo contribuire a migliorare la *governance* e la *performance* delle società partecipate (come la qualità del consiglio di amministrazione, le politiche di conflitto di interessi e un adeguato piano di remunerazione dei dirigenti). Tale asserzione pare potersi giustificare alla luce di una circostanza fattuale: l'orizzonte di lungo termine dell'investimento. Non deve dimenticarsi, d'altronde, che i gestori di fondi passivi non possono minacciare la liquidazione dell'investimento per opporsi a possibili scelte del *management* di società partecipate che siano ritenute dai primi poco gradite. Nella prospettiva adottata, vi sarebbero ragioni fondate per ipotizzare che sia maggiormente vantaggioso per tali azionisti avere un approccio collaborativo (o, se si preferisce, un'apertura al dialogo) nei confronti del *management* delle società in portafoglio. Alla stregua di tale orientamento, dunque, gli investitori passivi non solo avrebbero incentivi adeguati a investire in attività di *engagement*, ma tali incentivi sarebbero addirittura superiori rispetto a quelli che, diversamente, potrebbe avere un fondo gestito in maniera attiva. Per ritornare al tema dei costi di monitoraggio poc'anzi affrontato, sembra opportuno dare atto

²⁷ A tale riguardo si vedano S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 19 gennaio 2019, p. 36, i quali osservano come: “la circostanza che eventuali miglioramenti della *governance* delle società partecipate promossi mediante l'*engagement* di alcuni investitori avvantaggi indistintamente tutti i soggetti in possesso delle azioni delle stesse società favorisce altresì condotte opportunistiche. Anzitutto, gli investitori potrebbero decidere di non investire risorse nell'*engagement*, ovvero di non investire a sufficienza, potendo approfittare dei benefici delle iniziative avviate da altri investitori”.

²⁸ In tal senso, si veda L.A. BEBCHUCK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in *Columbia Law Review*, Vol. 119, dicembre 2019, p. 3 ss., i quali osservano come: “the stewardship promise of index funds arises from their large stakes and their long-term commitment to the companies in which they invest. Their large stakes provide these funds with significant potential influence, and imply that by improving the value of their portfolio companies they can help bring about significant gains for their portfolios. Furthermore, because index funds have no “exit” from their positions in portfolio companies as long as the companies remain in the index, they have a long-term perspective, and are not tempted by short-term gains at the expense of long-term value”.

dell'opinione di alcuni Autori²⁹, i quali sottolineano come le significative dimensioni dei principali *asset manager* e, parimenti, delle partecipazioni possedute nelle società in portafoglio, consentirebbero ai primi di godere di alcune economie di scala, con il risultato di un sostanziale abbattimento dei costi connessi con l'attuazione di politiche di *engagement*. Vi sarebbe invero da chiedersi se l'adozione di *corporate guidelines* da parte di investitori istituzionali possa rappresentare un valido espediente per mitigare l'impatto dei predetti costi di monitoraggio. Attraverso tali *guidelines*, infatti, un determinato investitore è in grado di illustrare le proprie preferenze su determinate materie (quali, ad esempio, la *corporate governance* ovvero le materie ambientali e sociali) e, anche in ragione delle significative partecipazioni detenute in portafoglio, di esercitare un certo grado di influenza sulle società oggetto di investimento.³⁰

Inoltre, v'è chi sostiene che la propensione degli investitori istituzionali passivi all'*engagement* sia altresì influenzata da fattori di carattere reputazionale.³¹ I principali gestori di fondi di investimento passivi, in ragione della loro diffusa presenza nel mercato dei capitali, sarebbero "*too big to be passive*". Ne consegue che la loro eventuale astensione dall'esercizio dei diritti di voto di cui dispongono, nonché la disattenzione a tematiche concernenti la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo, potrebbero avere effetti poco graditi da quella parte della clientela che, di contro, ha interesse a che tali tematiche vengano prese in

²⁹ E.B. ROCK, M. KAHAN, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, in NYU Law and Economics, Research Paper No. 18-39, 4 aprile 2019.

³⁰ Sul crescente ricorso alle *guidelines* quale strumento di *stewardship*, si vedano le considerazioni svolte da G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Rivista delle società*, fasc. 5-6, 1 ottobre 2021, p. 1100 ss., il quale osserva come "*l'adozione delle guidelines risulta uno strumento particolarmente efficace a tal fine in quanto consente (con il sostenimento di costi limitati) di influenzare la condotta delle società partecipate, limitando iniziative company-specific ai casi in cui ricorrono particolari criticità (legate ad una determinata operazione o alle peculiarità della singola società) che non possono essere oggetto di linee guida indirizzate alla generalità delle società in portafoglio. L'utilizzo in tale prospettiva delle guidelines contribuisce altresì a spiegare il progressivo ampliamento dell'oggetto delle medesime, le quali, pur rimanendo prevalentemente focalizzate sui profili di corporate governance, attribuiscono crescente rilievo anche alle tematiche ambientali e sociali, considerati fattori di crescente importanza nell'ottica della gestione e del contenimento dei rischi sistematici di portafoglio.*"

³¹ In proposito, si vedano L. ENRIQUES, A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, ECG Law Working Paper No. 393/2018 ("*the biggest institutional investors are "too big to be passive", because not exercising the enormous number of voting rights available or abstaining from all engagement activity may be assessed negatively by (existing and potential) customers*") e A. Z. ROBERSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, in 36 *Yale Journal on Regulation* 795, 24 September 2018.

considerazione, con il risultato di possibili ricadute sotto il profilo reputazionale.

Altri Autori ³² ancora ritengono che un ulteriore incentivo all'*engagement* per i fondi passivi sia rappresentato dai possibili vantaggi ottenibili sotto il profilo concorrenziale. A tale ultimo riguardo, va precisato che il fenomeno concorrenziale nell'ambito del *passive investing* si profila lungo due direttrici: la prima (per così dire "orizzontale") coinvolge fondi passivi che replicano lo stesso indice azionario; la seconda (per così dire "verticale") coinvolge tanto fondi passivi che replicano diversi indici azionari quanto fondi attivi (si pensi ai fondi *hedge* ovvero a quelli di *private equity*). Ma quali sono le variabili che in qualche modo influenzano tali dinamiche concorrenziali? Con riferimento alla prima ipotesi, può notarsi come la competizione tra fondi passivi sia basata essenzialmente su due variabili: i costi e la qualità del cd. "*tracking*". Per quanto concerne la seconda ipotesi, occorre rilevare che i fondi passivi competono con quelli attivi anche sulla base della *performance* degli investimenti in portafoglio *tout court*. Il punto è che se si assume quale criterio discrezionale tra queste due classi di investitori il relativo modello di *business* adottato, ci si accorge di come i fondi attivi siano strutturalmente avvantaggiati rispetto a quelli passivi, posto che i primi, a differenza dei secondi, possono negoziare operando con discrezione le proprie decisioni di investimento (cd. *stock picking*).³³ Secondo l'orientamento in esame,³⁴ dunque, l'investimento in iniziative di *engagement* sarebbe conveniente ed opportuno per i fondi passivi in base a due ordini di ragioni: da un lato per migliorare la *performance* e l'assetto di *governance* delle società afferenti l'indice di riferimento; dall'altro lato per neutralizzare (indirettamente) il limite

³² Così J. COATES, G. HUBBARD, *Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, in *Journal of Corporation Law*, 2007.

³³ Per un'analisi delle principali tecniche adoperate dai fondi speculativi, si vedano GENTILI, VISCONTI, *Hedge fund: modelli di business e valutazione delle SGR speculative*, in *Banche e Banchieri*, 2005, 8; e KAHAN E BLACK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2007.

³⁴ J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in ECGI (Law Working Paper N° 414/2018), marzo 2019, 16 "Passive funds must hold both the good and bad companies in their index. They do not have the option of exit and thus lack the ability active funds' ability to generate alpha through investment choices. Passive investors also do not have the firm-specific information or expertise necessary to address operational issues. Instead, passive investors compete by using their voice and seeking to improve corporate governance (...) Unlike active funds, passive investors cannot take advantage of issuer mispricing, but they can try to reduce it in a variety of ways. They may do so directly supporting governance initiatives like higher-quality financial reporting, as well as indirectly by seeking enhanced board monitoring or better-functioning audit committees with financial expertise."

strutturale poc'anzi emerso dal raffronto tra i modelli di *business* delle due classi di investitori in esame.

4. Alcune riflessioni attorno al ruolo dei gestori di fondi passivi quali “*watchdog*” contro forme dannose di attivismo.

Il ruolo degli investitori istituzionali passivi appare meritevole di essere altresì esplorato in una diversa (ma parimenti interessante) prospettiva: le possibili implicazioni per le campagne attiviste avviate dagli hedge funds.³⁵ In particolare, ai fini che qui interessano, ci si soffermerà sull'analisi delle dinamiche intercorrenti tra investitori istituzionali passivi e attivi avendo riguardo al ruolo che i primi possono giocare in relazione al comportamento e alle strategie di investimento adottati dai secondi.³⁶ In

³⁵ Nella prospettiva di indagine prescelta, il termine attivismo assume un significato ben preciso: esercitare pressione sul *board* della società *target* affinché siano programmati cambiamenti nel relativo assetto di *governance* e formulate proposte operative suscettibili di incrementare tanto i flussi di cassa quanto i dividendi distribuibili ai soci.

³⁶ Al riguardo, può richiamarsi la definizione offerta da S. GILLAN E L. STARKS, *A survey of shareholders activism: motivation and empirical evidence*, in *Contemporary Finance Digest*, 1999, p. 11-12, i quali osservano come un azionista attivista è “*an investor who tries to change the status quo through ‘voice’ without a change of control of the firm*”. Il fenomeno dell'attivismo è molto ampio ed include al suo interno molte attività che vengono esercitate in svariati modi. In argomento, si veda anche E. CROCI, *Shareholder Activism Investitori Istituzionali ed Hedge Funds*, 2011, il quale opera una distinzione tra attivismo *low-cost* (proposte in assemblea, negoziazioni private e campagne *vote-no* cioè azioni poco costose che non richiedono grossi blocchi azionari) e attivismo *high-cost* (acquisizioni di partecipazioni rilevanti). A tale ultimo riguardo, si vedano anche B. S. BLACK, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S.* in P. Newman, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Palgrave Macmillan, London and Basingstoke, 1998; M. KAHAN, E. B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *University of Pennsylvania Law Review*, 2007, pp. 1021-1093, i quali ritengono che le forme di attivismo *low-cost* generino, rispetto all'investimento effettuato un ritorno marginale e quindi rendimenti alquanto irrisori. Al contrario, l'attivismo degli *hedge funds* che acquistano partecipazioni rilevanti nelle società *target* e spesso si impegnano in vere e proprie battaglie con il management della società *target*, porta maggiori benefici per entrambi. Storicamente la prima forma di “attivismo” sembrerebbe essersi verificata negli Stati Uniti nel 1943, a seguito dell'introduzione da parte della SEC (*Securities and Exchange Commission*) di una norma (oggi inclusa nella Rule 14a-8) che consentiva agli azionisti di presentare alla società proposte da inserire nell'ordine del giorno delle assemblee. Su quest'ultimo aspetto, si veda l'analisi svolta da S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 19 gennaio 2019, p. 11. Da ultimo, si vedano R. APPEL, T.A. GORMLEY, D. B. KEIM, *Passive investors, not passive owners*, in *J. Fin. Econ.*, 2016, p. 113 s., i quali avrebbero individuato diverse forme di attivismo a seconda della diversa tipologia dell'obiettivo volta a volta perseguibile: campagne che cercano di ottenere la rappresentanza nel consiglio di amministrazione; campagne che cercano di massimizzare il valore per gli azionisti sostenendo specifici cambiamenti di *governance*; e depositi 13D senza un esplicito intento attivista.

tale prospettiva, resta infatti da verificare se la condotta dei principali gestori di fondi passivi possa in qualche modo rappresentare una risposta al problema del cd. *short-termism*,³⁷ ossia la tendenza a ricercare una remunerazione nel breve termine trascurando la redditività dell'investimento azionario in una prospettiva di lungo termine.³⁸ La questione ha senso di porsi in quanto, non di rado, i principali *asset manager* gestiscono una pluralità di fondi (cd. "*family funds*"), i quali adottano strategie di investimento che sono caratterizzate da diversi orizzonti temporali e, conseguentemente, mirano al perseguimento di risultati differenti. In tale prospettiva, è interessante notare come, in alcuni casi, la possibile interazione tra le predette classi di investitori istituzionali potrebbe rivelarsi proficua ai fini del perseguimento delle iniziative di *engagement* rivolte alle società in portafoglio.³⁹ Più precisamente, tali interazioni potrebbero in parte contribuire a neutralizzare i limiti strutturali (nei termini di cui si è detto *infra*) connessi al modello di *business* ovvero alla strategia di investimento rispettivamente adottati dal singolo investitore istituzionale (attivo ovvero passivo, a seconda del caso).

In primo luogo, è ipotizzabile che la collaborazione tra investitori attivi e passivi ai fini dell'*engagement* possa comportare una ripartizione dei costi, i quali verrebbero spalmati sui partecipanti all'iniziativa in luogo di gravare esclusivamente sul singolo promotore.⁴⁰

Al contempo, un siffatto approccio "collaborativo" potrebbe rivelarsi una soluzione efficiente anche per gli investitori istituzionali passivi. A tale riguardo, alcuni Autori⁴¹ hanno affermato come tali soggetti, nella maggior parte di casi, non dispongono di informazioni e competenze adeguate per risolvere in maniera efficace le questioni che possono sorgere in relazione a

³⁷ Al riguardo, si veda A. KLEIN, E. ZUR, *Hedge fund Activism*, in NYU Working Paper No. CLB-06-017 (2006), 100; M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 155, 2007, pp. 1021-1093.

³⁸ In argomento, si veda J. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, *Passive Investors*, ECGI, *Law Working Paper* n. 414/2018, Agosto 2018, p. 18.

³⁹ Per un approfondimento sul tema, si rinvia all'analisi svolta da G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, in *Ohio State Business Law Journal*, 2020

⁴⁰ Per un'analisi delle diverse modalità attraverso le quali fondi attivi e passivi intraprendono politiche di *engagement* si veda J. MORLEY, *Too big to be activists*, in *Yale Law & Economics Research Paper* No. 596, August 2018, pp. 27 - 28.

⁴¹ In proposito, si vedano J.E. FISCH, A. HAMDANI & S. D. SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, U. Pa. L. Rev. (forthcoming 2019), <https://ssrn.com/abstract=3192069> (on file with the Columbia Law Review); M. KAHAN & E.B. ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders* (N.Y. Univ. Law & Econ. Research Paper No. 18-39, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3295098> (on file with the Columbia Law Review).

ciascuna società in portafoglio (o, più semplicemente, per esercitare i loro diritti di voto in modo consapevole e informato), dal momento che i costi di monitoraggio che altrimenti occorrerebbe sostenere a tal fine sarebbero eccessivamente elevati. In proposito, sembra interessante notare come, in virtù della comune appartenenza ad una determinata *family fund*, gli investitori passivi abbiano la possibilità di ammortizzare i predetti costi di monitoraggio sull'andamento della singola società partecipata attingendo alle informazioni che sono già in possesso degli investitori attivi (ad esempio, fondi *hedge*), quale risultato delle loro attività di *stock-picking* condotte in relazione alle medesime società.⁴²

In secondo luogo, va rilevato che i gestori di fondi passivi potrebbero rivelarsi un *partner* strategico nel contesto di una campagna attivista intrapresa da un fondo speculativo, dal momento che potrebbero giocare un ruolo decisivo in ordine al successo ovvero al fallimento della campagna medesima. Di frequente, infatti, i fondi speculativi posseggono una partecipazione nella società *target* che, arrestandosi sulla soglia del 10%, risulta chiaramente insufficiente per consentirgli il controllo (ovvero un potere di blocco) dell'assemblea. A ben vedere, l'esito della campagna attivista finisce per dipendere (in maniera pressoché decisiva) dalla capacità dell'investitore attivista di persuadere i gestori di fondi passivi circa il buon senso dell'iniziativa intrapresa, in maniera tale da riuscire ad ottenere il supporto necessario in ambito assembleare, nonché per mediare nei rapporti con gli amministratori della società oggetto di investimento.⁴³

⁴² M. BARZUZA, Q. CURTIS E D.H. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in ECGI (Law Working Paper Series), 19 August 2019, p. 118 "it is also notable that mutual funds are able to free-ride on the efforts of activist hedge funds who have more powerful incentives. Activist hedge funds take large stakes, but index funds' holdings are larger still and – as neutral, sophisticated parties – the position of index funds in proxy contests is influential. As such, index funds are increasingly the swing voters in contested director elections and other activist interventions. On the one hand, the ability to free ride means that index funds' investment in governance can be lower than it otherwise might – perhaps much lower. On the other hand, their role as swing voters raises the stakes on index funds getting it right, and means that a pro-management bias from index funds could be damaging to shareholder value in macro terms."

⁴³ A tale riguardo si vedano le considerazioni di I.R. APPEL, T.A. GORMLEY, T.B. KEIM, *Standing on the shoulders of giants: the effect of passive investors on activism*, in *European Corporate Governance Institute*, 30 June 2018, p. 5 ss. i quali osservano come gli investitori attivisti prestano sempre maggiore attenzione alle considerazioni degli investitori passivi in vista del lancio di possibili campagne attiviste, nonché quando si tratta di valutare possibili cambiamenti concernenti la governance della società in portafoglio, alla luce della potenziale influenza che questi ultimi hanno (ovvero possono avere) nei confronti del consiglio di amministrazione della società ("consistent with passive funds facilitating activists' ability to engage in costly forms of monitoring, higher passive ownership also increases activists' success rates in achieving changes in governance or control. When passive ownership is higher, we document an increase in both the likelihood and favorability of proxy settlements with

Sotto quest'angolo visuale, vi sono ragioni per ritenere che l'orizzonte di lungo termine dell'investimento dei fondi passivi renda questi ultimi degli interlocutori particolarmente "adatti" agli occhi del *board* della società, i quali saranno maggiormente propensi ad aprirsi al dialogo nei confronti di azionisti che non risultano interessati, in modo pressoché esclusivo, al perseguimento di utili nel breve termine.

Tirando le somme del ragionamento, sembra ragionevole ritenere che i fondi speculativi siano in qualche modo incentivati ad adottare un approccio collaborativo (o, se si preferisce, accomodante) nei confronti dei gestori di fondi passivi - quantomeno se vogliono avvantaggiarsi indirettamente della loro maggiore apertura al dialogo con il consiglio di amministrazione dell'emittente - in luogo di impelagarsi in dinamiche oppostive che potrebbero rivelarsi foriere di conflitti di interesse.⁴⁴ Ma se quanto si va dicendo appare condivisibile, allora si potrebbe ipotizzare che i gestori di fondi passivi possano in qualche modo atteggiarsi a "watchdog" contro forme dannose di attivismo (inducendo, ad esempio, i fondi speculativi ad orientare le loro strategie di investimento verso obiettivi di lungo termine, nonché a riporre maggiore attenzione alle tematiche ambientali e sociali, in linea con le preferenze degli investitori istituzionali passivi).⁴⁵

management."). In particolare, per un approfondimento sugli strumenti a disposizione degli amministratori per reagire nel caso di un attivismo considerato negativo per la società si veda PARSON, TYLER, *Activist Stockholders, Corporate Governance Challenges and Delaware Law*, in *Handbook of Research on Mergers and Acquisitions*, Cheltenham-Northampton, 2016, 177 ss.

⁴⁴ In argomento, si veda A. BRAV, W. JIANG, T. LI, *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, 2018, 9 ss. disponibile al seguente link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3101473.

⁴⁵ In argomento, si veda, per tutti, A. HAMDANI, S. HANNES, *The Future of Shareholder Activism*, in the *Boston University Law Review*, p. 978 ss. "hedge fund activism's success depends on the support of large asset managers. Hedge funds commonly buy slivers of equity in the companies they target. Without the potential or actual support of institutional investors, activist hedge funds would not be able to win proxy fights and would therefore lose their most potent threat against underperforming managers. In other words, they would be no more than paper tigers". In senso conforme, si veda anche M. CREMERS, S. MASCONALE, S. M. SEPE, *Activist Hedge Funds and the Corporation*, 94 *Wash. U. L. Rev.* 261, 319 (2016) ("most activists, however, do not aim at accumulating large blocks of a target's stock, as smaller stakes (usually at around 5 to 10 percent) may be enough to wage an effective proxy contest for director elections, especially if an activist can count on the support of institutional investors, as has frequently been the case."). Per un'analisi di alcune fra le modalità attraverso le quali i fondi attivisti incorporano i fattori ESG nelle loro campagne si veda K. VALENTINI, *Hedge Fund Activism and ESG: Examining the Role of Activist Hedge Funds as Protagonists of Capital Markets*, in *Social Impact Research Experience*, 2018, 7 ss.

5. Sui possibili vincoli normativi all'*engagement*: il problema della comunicazione selettiva di informazioni privilegiate.

L'esigenza di una maggiore responsabilizzazione degli azionisti istituzionali nelle attività di monitoraggio delle società partecipate ha trovato un puntuale riconoscimento nella *Shareholder Rights Directive II*. Tale Direttiva, infatti, ha introdotto nuovi obblighi di *disclosure* in capo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi per quanto riguarda le strategie di investimento, la politica di investimento e la relativa attuazione. Ciò, si precisi, nell'auspicio di promuovere un coinvolgimento di lungo periodo più efficace e sostenibile da parte degli azionisti. A livello domestico, la normativa in esame è stata poi recepita nella nuova Sezione I-ter, Capo II, Titolo III del *Testo Unico finanziario*.

Ai fini del presente lavoro, sembra utile soffermarsi sulla previsione dell'articolo 124-*qui quies*, nella parte in cui dispone che gli investitori istituzionali (e i gestori di attivi) adottano e pubblicano sul loro sito *web* una politica di impegno (cd. *engagement policy*), nonché le modalità attraverso le quali tali soggetti integrano l'*engagement* all'interno delle loro strategie di investimento.⁴⁶ Più in dettaglio, tale politica di impegno deve descrivere le modalità attraverso le quali gli investitori istituzionali (e i gestori di attivi) “monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno.”⁴⁷

Le considerazioni finora esposte lasciano intravedere la rilevanza che il momento del dialogo tra investitori istituzionali e società partecipate

⁴⁶ Su questo, si veda M. BIANCHI, M. MILIČ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Rivista delle società*, fasc. 5-6, 1 ottobre 2021, p. 1324 ss. Si veda anche A. D'ACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, 1 giugno 2022, p. 372 ss., la quale ritiene che le modifiche intervenute a seguito del recepimento della *Shareholder Rights Directive II* abbiano attribuito agli investitori istituzionali un ruolo “molto ampio e ben diverso da quello originariamente pensato per i soci di una società per azioni quotata: monitorare e interagire con gli amministratori e gli altri portatori di interessi su questioni rilevanti, compresi la strategia e l'impatto sociale ed ambientale ed esercitare attivamente i diritti connessi alle azioni”.

⁴⁷ Per completezza si segnala che la norma in esame prevede altresì un'informativa al pubblico, su base annuale, avente ad oggetto le modalità di attuazione della politica di impegno, la quale dovrà fornire una descrizione generale del comportamento di voto, nonché una spiegazione dei voti più significativi.

assume in ordine alla definizione di adeguate procedure organizzative e gestionali dell'attività di *engagement*. In tale prospettiva, vi sarebbe invero da chiedersi se l'attuale quadro normativo teso a regolare i flussi di informazione tra azionisti istituzionali e amministratori delle società partecipate (ci si riferisce, in particolare, alla disciplina in materia di abusi di mercato contenuta nel regolamento 596/2014/UE (cd. *Market Abuse Regulation*)) rappresenti o meno un potenziale ostacolo alla diffusione di prassi di *engagement*.⁴⁸ In altre parole, si tratta di chiarire entro che limiti possa aver luogo il dialogo selettivo intrattenuto dagli amministratori di un emittente con un azionista istituzionale (ovvero con un gruppo selezionato di azionisti istituzionali) e avente ad oggetto lo scambio di informazioni "private" concernenti l'emittente medesimo.⁴⁹ Al riguardo, possono richiamarsi due orientamenti principali, che sono brevemente riportati di seguito.

Un primo orientamento⁵⁰ tende a negare la legittimità di dialoghi selettivi tra amministratori e soci, sul presupposto che l'informazione privilegiata, accordando un privilegio di carattere informativo a vantaggio

⁴⁸ In questi termini, si veda M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle società*, 5-6, 1 ottobre 2021, p. 1357 ss., il quale osserva come il flusso informativo risulterebbe (di regola) inquadrabile nella materia del dialogo selettivo tra azionisti ed amministratori dell'emittente in presenza due presupposti: per un verso, tale flusso di informazioni è indirizzato dagli amministratori ai soci in previsione delle adunanze assembleari; per altro verso, il flusso è strumentale a consentire un esercizio del voto da parte del socio in modo consapevole e informato.

⁴⁹ I lineamenti del tema del dialogo selettivo tra azionisti ed amministratori sono ampiamente noti in letteratura. Tra gli altri, si vedano S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, pp. 344 (Quaderni di giurisprudenza commerciale); C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Rivista delle società*, 1, 2018, p. 29 ss., la quale osserva come: "l'ipotesi che, nella prassi, gli amministratori realizzino, anche in via continuativa, momenti di incontro con gli azionisti appare, a prima vista, come la più naturale e quasi ovvia manifestazione della "vicinanza" degli amministratori ad alcuni soci, la cui influenza dipende dalla titolarità di una partecipazione di controllo o dal concreto esercizio di forme di *engagement* alla vita della società da parte di azionisti, se non di controllo, comunque titolari di partecipazioni rilevanti. Ciò non toglie, tuttavia, che il controllo o l'influenza nei termini descritti non possano costituire, da soli, cause sufficienti a legittimare, in modo sistematico, la condotta degli amministratori che permettono ad una limitata frazione dell'azionariato di accedere a informazioni che, per forma, dettaglio o contenuto, non sono disponibili alla generalità degli investitori. Né la disciplina societaria, tantomeno quella dei mercati finanziari, permettono di affermare che dalla titolarità di una partecipazione di controllo derivi l'incontrovertibile ammissibilità di un canale di comunicazione preferenziale indirizzato ad uno o più azionisti in particolare."

⁵⁰ In tal senso, si veda A. BARTALENA, Art. 180 TUF, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, *Commentario* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), 1990, p. 2010 ss.

di alcuni membri della compagine sociale e a discapito degli altri, finirebbe per violare il principio di parità di trattamento degli azionisti.⁵¹

Un secondo orientamento,⁵² di contro, sostiene che la trasmissione di informazioni da un amministratore ad un socio (e, in particolare, al socio di maggioranza) sarebbe legittima nella misura in cui quest'ultima non pregiudichi la posizione degli altri azionisti, né il funzionamento del mercato.⁵³ La ricostruzione proposta sembrerebbe condivisibile per due ordini di ragioni: da un lato, essa si pone in linea con la *ratio* sottesa all'introduzione della disciplina del *Market Abuse Regulation*;⁵⁴ dall'altro lato, la flessibilità che contraddistingue quest'ultimo approccio parrebbe invero più coerente con la mutata platea degli investitori che fanno parte della moderna società azionaria (i quali, come si è avuto modo di constatare nelle pagine precedenti, non di rado sono soggetti che operano nel mercato dei capitali attraverso distinte modalità e strategie di investimento).⁵⁵

⁵¹ Il principio di parità di trattamento trova riconoscimento – sul piano normativo europeo – tanto nell'articolo 46 della direttiva 2012/30/UE (*“le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche”*) quanto nel primo paragrafo dell'art. 65 della direttiva 2001/34/UE (*“la società deve assicurare il medesimo trattamento agli azionisti che si trovano in condizioni identiche”*). A livello domestico, tale disposizione è stata recepita nel testo dell'articolo 92 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo Unico finanziario*) nella parte in cui dispone che gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine *“assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”* e *“garantiscono a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti”*.

⁵² A. TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2007, pp. 448 e 450.

⁵³ S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, 19 gennaio 2019, pp. 50-51, i quali ravvisano un esempio di comunicazione selettiva legittima *“nell'informativa resa dagli amministratori a favore di un singolo socio che intenda cedere la propria partecipazione sociale e consistente nella comunicazione al potenziale acquirente di una serie di notizie attinenti alla società nell'ambito di una due diligence richiesta: sempre che, beninteso, la comunicazione di tali informazioni realizzi un interesse della società target la cui sussistenza gli amministratori dovranno allora adeguatamente motivare”*.

⁵⁴ Ci si riferisce, in particolare, al considerando 19 del *Market Abuse Regulation*, nella parte in cui si prevede *“il presente regolamento non ha lo scopo di vietare le discussioni di carattere generale riguardanti l'evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza per quanto riguarda un emittente. Relazioni di questo tipo sono essenziali per un funzionamento efficace dei mercati e non dovrebbero essere vietate dal presente regolamento”*.

⁵⁵ Sul punto, si veda G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 3, p. 393 ss., il quale rileva come *“la pretesa di assicurare la parità di trattamento informativa di tutti gli investitori nell'attuale contesto rischia, infatti, di risolversi in una mera affermazione di principio senza alcuna reale portata e, soprattutto, di incidere negativamente sugli interessi dei soggetti che essa (in teoria) sarebbe destinata a proteggere e, segnatamente, dei piccoli investitori”*.

Limitandoci in questa sede ad introdurre un'ipotesi di lavoro meritevole di ulteriori approfondimenti, resta da verificare se, in linea con quanto è stato osservato in dottrina,⁵⁶ agli investitori istituzionali possa essere riconosciuto un particolare *status* all'interno della platea dei potenziali referenti del dialogo che accordi loro un privilegio nell'accesso alle informazioni "private" degli emittenti (in considerazione dell'importanza del ruolo e della funzione che costoro sono chiamati a svolgere nel mercato), quanto meno con riferimento alle tematiche ambientali e sociali.

In via di premessa, va chiarito che, nel nostro ordinamento, manca un generale diritto soggettivo dell'azionista ad ottenere informazioni societarie da parte degli amministratori fuori dal contesto assembleare.⁵⁷ Ciò detto, all'interrogativo in esame sembra potersi rispondere in senso affermativo alla luce di due argomenti. In primo luogo, non deve dimenticarsi che la *Shareholders Rights Directive II* impone agli investitori istituzionali, tra le altre cose, di fornire una descrizione del loro comportamento di voto e, in particolare, una spiegazione dettagliata dei "voti più significativi". In tale prospettiva, la possibilità di riconoscere un privilegio informativo agli investitori istituzionali passivi sembra una soluzione tanto ragionevole quanto opportuna: ragionevole perché si pone in logica continuità con l'obiettivo perseguito dal legislatore europeo verso la promozione di un impegno di lungo termine degli azionisti; opportuna perché si porrebbe in linea con il ruolo che tali azionisti di lungo termine

⁵⁶ M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Rivista delle società*, 5-6, 1 ottobre 2021, p. 1357 ss. e G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle Obbligazioni*, 4, 2021, p. 695 ss.

⁵⁷ Tra le poche eccezioni riscontrabili nell'ordinamento possono richiamarsi, da un lato, il diritto dell'azionista ad ispezionare il libro dei soci e delle adunanze e delle deliberazioni assembleari previsto dall'articolo 2422, comma 1, c.c.; e, dall'altro lato, quelle norme che, nella disciplina dei gruppi di società, riconoscono in capo al socio controllante un diritto ad ottenere dalla società controllata alcune rilevanti informazioni. A tale ultimo riguardo, si vedano P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 16-17-18 novembre 1995, vol. I, Milano, 1996, p. 567; F. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 681; V. GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino, 2005; U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 65 ss.; F. ANNUNZIATA, *Informazione societarie e organizzazione d'impresa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, p. 6; A. GIANNELLI E C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, relazione presentata al III convegno nazionale organizzato da Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma 10-11 febbraio 2012; M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.

(nei termini di cui si è detto *infra*) sono chiamati a svolgere nelle società oggetto di investimento e, più in generale, nel mercato (non di rado, infatti, le politiche di voto intraprese dagli azionisti istituzionali passivi rappresentano un monito per orientare il comportamento degli investitori meno avveduti). In secondo luogo, può notarsi come una siffatta soluzione non sembrerebbe incontrare particolari ostacoli neppure nel principio di parità di trattamento tra soci e investitori. Ciò in quanto tale principio dovrebbe essere inteso come eguaglianza “relativa” e non assoluta e, dunque, ammettere una diversità di trattamento ogni qualvolta gli azionisti non si trovino nelle medesime condizioni (basti pensare agli investitori istituzionali, da un lato, e a quelli *retail*, dall’altro lato).

Per concludere, l’obiettivo di queste poche pagine è quello revocare in dubbio l’adeguatezza dell’attuale quadro normativo teso a regolare il dialogo selettivo degli investitori istituzionali passivi con gli amministratori dell’emittente. Ciò, nell’auspicio che una più flessibile regolamentazione dell’accesso alle informazioni “private” da parte degli azionisti istituzionali possa rappresentare un incentivo a promuovere in maniera più efficace l’impegno di questi ultimi su tematiche concernenti la sostenibilità dell’impresa nel lungo periodo.