

QUALE QUADRO PER LO SVILUPPO DELLA *CORPORATE GOVERNANCE*?

FRANCESCO DENOZZA

Il 2015 potrebbe rivelarsi un anno potenzialmente importante per lo sviluppo delle regole della *corporate governance*. Almeno due rilevanti progetti sono in stato di avanzata realizzazione e potrebbero giungere a compimento entro breve tempo. Si tratta di una nuova (dopo quella del 2004) revisione dei Principi dell'OCDE, e della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, che modifica le direttive 2007/36/EC e 2013/343/EU, relativa all'impegno dei soci di lungo periodo e alla trasparenza (d'ora in poi la *Direttiva*¹).

Nel momento in cui scriviamo, e stando alle notizie reperite dai rispettivi siti, esiste il testo di una bozza di revisione dei Principi OCDE, redatta nel novembre dello scorso anno, che è stata sottoposta ad una consultazione pubblica e che potrebbe sfociare in un testo definitivo entro l'anno. La *Direttiva* è stata invece approvata dal Parlamento Europeo in un testo (non poco diverso da quello proposto) di cui è reperibile nel sito una versione provvisoria, ed è stata però rinviata al Comitato responsabile per la riconsiderazione ai sensi della *Rule* 61.2.

Ovviamente, nessuno è in grado di prevedere se effettivamente il 2015 vedrà la conclusione di queste vicende (il dubbio è più che lecito, soprattutto per quella europea), ma, comunque vada, una prima riflessione su quello che sta avvenendo sembra doverosa.

Ciò ovviamente vale, per noi, soprattutto per l'iniziativa dell'Unione. Riuscire a delineare il quadro concettuale in cui si muove il dibattito, nonché le linee di tendenza che ispirano l'intervento legislativo europeo, e ad identificare i maggiori problemi che all'interno di tale quadro si pongono (sia in termini di difficoltà pratiche da superare, sia in termini di coerenza interna tra i diversi obiettivi e tra essi ed i mezzi individuati per perseguirli) sembra un passaggio essenziale anche al fine di riorientare il dibattito interno verso un adeguato confronto con quello che in definitiva è il nostro quadro principale di riferimento, quadro che dovrebbe fungere non solo da settore dei problemi e delle impostazioni più rilevanti ma anche, in prospettiva, da orizzonte principale dei nostri interventi.

¹ Si segnala al cortese lettore che, in questo numero della Rivista, nella sezione "Materiali" potrà rinvenire documentazione riguardante il complesso *iter* legislativo, tuttora in corso, della Direttiva a cui si ha riguardo nel testo.

Le società quotate e il rapporto con il mercato.

Un punto che merita preliminare chiarimento è di natura strutturale, prima ancora che regolamentare. Ci preme cioè chiarire le caratteristiche strutturali del sistema in relazione al quale sono pensate le regole europee di *corporate governance*.

A nostro avviso l'Unione Europea ha in mente che le norme debbano essere applicate in un sistema in cui le società quotate sono per lo più sostanzialmente inserite nei, e largamente dipendenti dagli andamenti dei, mercati finanziari. Società in cui esiste, quindi, la possibilità che gli amministratori (e/o i soci di comando che stanno dietro di loro) debbano tenere seriamente conto del livello di gradimento che la loro politica suscita negli azionisti e nei mercati finanziari in generale.

Questa visione ci sembra oggi assolutamente realistica. I profili di dipendenza delle società quotate dai mercati finanziari sono infatti molteplici e verosimilmente destinati ad intensificarsi e ad approfondirsi. Per convincersi di ciò crediamo basti farne un breve riepilogo.

Ovviamente, il primo e più scontato profilo di dipendenza attiene ai casi in cui non esiste un gruppo di comando coeso, in grado di avere sistematicamente la maggioranza nell'assemblea (almeno in quella ordinaria). Questa situazione non è, come si sa, frequentissima nel nostro sistema, ma alcuni recenti episodi mostrano che non è più una sorta di improbabile rarità (cfr. Enriques-Zingales, *Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso*, *Il sole 24 ore*, *Commenti e inchieste*, 21 maggio 2015).

Un secondo profilo di dipendenza riguarda il costo del finanziamento che le società reperiscono sui mercati finanziari, non solo attraverso l'emissione di nuove azioni ma anche attraverso l'emissione di obbligazioni. Anche tale ultimo costo (finanziamento obbligazionario) ben difficilmente può essere immaginato come indipendente dal gradimento che i mercati esprimono nei confronti della società e quindi dalla quotazione delle azioni. Anche se, come spesso sottolineato pure nei documenti dell'Unione, il credito bancario riveste nel finanziamento delle imprese europee una perdurante rilevanza (85% contro 15% a fronte di un rapporto di 53% contro 47% negli Stati Uniti, v. par. 7.2 del *Commission staff working document accompanying the green paper on long term financing of European companies*, SWD (2013) 76 Final del 25 marzo 2013), il possibile legame tra quotazione e costo complessivo del finanziamento non può essere considerato irrilevante. Sia perché l'andamento delle quotazioni potrebbe comunque influire sulle condizioni dello stesso finanziamento bancario (sembra

difficile pensare che un'impresa i valori dei cui titoli siano in continua discesa possa trovare credito alle stesse condizioni riservate all'impresa che si trovi nella situazione opposta); sia perché la questione del finanziamento diretto sul mercato è oramai un elemento fondamentale della strategia finanziaria che nessuna impresa può permettersi di ignorare; sia, infine, perché il costo marginale del finanziamento ottenuto via mercato, anche limitato al 15%, è comunque in grado di incidere in misura notevole sui costi complessivi di finanziamento, e, quindi, in definitiva, sulla competitività dell'impresa.

Ne deriva che anche le società controllate da maggioranze stabili, teoricamente al riparo da scalate, e quindi insensibili, sotto il profilo della contendibilità, all'andamento delle quotazioni delle azioni, devono, per altri profili, preoccuparsi dell'andamento dei loro titoli e, in definitiva, dell'apprezzamento che le loro politiche imprenditoriali ricevono sui mercati finanziari.

A ciò si aggiunga che spesso il credito bancario è concesso a fronte dell'offerta in garanzia di titoli circolanti su mercati regolamentati, così che la diminuzione dei corsi di detti titoli può rendere più gravoso il finanziamento bancario messo effettivamente a disposizione del gruppo a cui appartiene la società che ha emesso i titoli in questione, e talora ridurne addirittura l'entità.

Per non parlare poi dei problemi connessi alla formazione dei bilanci della controllante e agli effetti che la svalutazione dei corsi delle azioni delle controllate può avere sul rispetto dei requisiti patrimoniali espressi dai rapporti tra le varie grandezze finanziarie in detti bilanci rappresentate.

Nel complesso ci sembra quindi che le regole di cui andremo a discutere vadano calate non in un astratto, sempiterno, conflitto tra maggioranze e minoranze non meglio qualificate, ma nel preciso contesto del confronto tra azionisti di comando – amministratori, da una parte, e investitori - attori dei mercati finanziari, dall'altra.

La nostra opinione è che questa considerazione possa valere anche per il nostro sistema, dove, nonostante la presenza di blocchi di azionisti che occupano posizioni di comando più o meno difficili da insidiare, anche le imprese italiane quotate vanno comunque considerate come sempre più dipendenti dai mercati finanziari, e, perciò, in questo senso, come sempre più simili alle imprese che sono al centro dell'attenzione degli organi dell'Unione.

Le più recenti iniziative dell'Unione: il quadro complessivo.

Ci occuperemo qui essenzialmente di alcuni aspetti della disciplina della *corporate governance* dell'Unione Europea (in particolare di quella contenuta nella *Direttiva*), limitando l'esame della disciplina contenuta nei Principi dell'OCDE a qualche occasionale richiamo.

Prima però di concentrare l'attenzione sugli argomenti più strettamente connessi alla *governance* oggetto dell'intervento della *Direttiva*, può essere utile un accenno al quadro generale ricavabile dall'esame delle più recenti iniziative dell'Unione Europea in materia di disciplina delle società: in particolare dall'altra iniziativa lanciata nell'aprile dell'anno scorso insieme alla *Direttiva*, e cioè il progetto di direttiva sulla società europea unipersonale (SUP), nonché dal primo capitolo (disposizioni generali) dell'*European Model Company Act (EMCA)* del 7 ottobre 2013 e dalla direttiva 2013/50/UE, del 22 ottobre 2013, che ha modificato la direttiva 2004/109/CE, sugli obblighi di informazione e trasparenza degli emittenti quotati.

Il principale obiettivo generale che l'Unione apertamente dichiara di voler perseguire è quello di rafforzare la competitività delle imprese europee. Come mezzo al fine si tratta, allora, di mettere le imprese europee in grado di potersi agevolmente costituire in tutta Europa e di riuscire ad attrarre investimenti, *in primis* quelli dei risparmiatori europei, e, in particolare, quelli dei fondi pensione (come nota il commissario Barnier, nella conferenza stampa di presentazione ufficiale del programma di misure reso pubblico in data 9 aprile 2014, si tratta di una fetta di torta enorme: si stimano in 4000 miliardi di euro gli investimenti in azioni compiuti da assicurazioni e fondi pensione, il che corrisponde al 60% della capitalizzazione totale delle società quotate europee) da destinare a progetti di sviluppo di lungo periodo.

Abbiamo perciò un obiettivo relativo alla diffusione di visioni di lungo termine, che riguarda soprattutto le imprese di maggiori dimensioni, e un obiettivo più generale consistente nel favorire la creazione, il finanziamento e lo sviluppo delle imprese, soprattutto attraverso la semplificazione e la diminuzione dei costi amministrativi.

In questa prospettiva s'inquadra l'obiettivo specifico della direttiva sulla società unipersonale, che è quello di rendere meno costoso l'accesso delle imprese minori ai mercati diversi da quello nazionale, e, in tal modo, in definitiva, di accrescere, la presenza transfrontaliera delle imprese di minori dimensioni (si stima un possibile risparmio di spesa complessivo pari a 300 milioni di euro). Il risparmio di inutili costi, e la opportunità di venire incontro alle esi-

genze delle imprese minori, sono anche due delle fondamentali ragioni dichiarate come giustificatrici delle innovazioni introdotte con la direttiva 2013/50/UE.

Queste iniziative dell'Unione possono essere valutate da almeno due punti di vista: la loro potenziale idoneità a raggiungere l'obiettivo (più o meno dichiaratamente) perseguito e le loro implicazioni sistematiche, relative, cioè, ai principi e alle valutazioni di interessi che attualmente reggono la disciplina della società per azioni.

Per compiere queste valutazioni è però indispensabile un chiarimento e un esame preliminare degli assunti che ispirano la politica dell'Unione in materia. Cercheremo perciò di analizzare criticamente questi assunti, e le molteplici ambiguità di cui sono intrisi, e ciò soprattutto nella speranza che si possa avviare anche da noi un sistematico dibattito sulle linee degli interventi europei in materia societaria.

Il ruolo dei soci come proprietari dell'impresa.

La prima, fondamentale, scelta in materia di *corporate governance* riguarda l'importanza centrale che l'Unione attribuisce al ruolo dei soci (la pagina di presentazione, all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexa_en.htm, esordisce ricordando che il rafforzamento dei diritti dei soci è l'obiettivo prioritario dell' *Action Plan* sulla modernizzazione del diritto societario e di tutte le iniziative successive)

Il commissario Barnier (sempre nella già citata conferenza stampa di presentazione ufficiale del programma di misure reso pubblico in data 9 aprile 2014) così letteralmente si esprime: “*je veux renforcer le pouvoir des propriétaires de l'entreprise que sont les actionnaires*”. Il riferimento agli azionisti come proprietari è del resto presente anche in documenti ancora più ufficiali (v. ad es. il n. 20 dei considerando della raccomandazione sulla relazione di *corporate governance*; peraltro un sussulto di rigore dogmatico ha indotto ad introdurre nel considerando n. 2 della *Direttiva* la didascalica precisazione secondo cui i soci non sono tecnicamente “proprietari” delle società, visto che queste sono enti legalmente separati e, come tali, si intuisce, non suscettibili di avere padroni).

Se si esclude che il riferimento alla proprietà voglia riesumare antichi e concettualistici dibattiti che ci eravamo abituati a considerare decisamente obsoleti, e se con questa affermazione si vuole solo sottolineare che in fondo i soci dovrebbero essere (come i proprietari di qualsiasi altro bene) i soggetti più interessati alla miglior valorizzazione della cosa “posse-

duta”, si tira per un verso un sospiro di sollievo, ma per altro verso si intravedono immediatamente altri complessi problemi.

Infatti, se il riferimento non è alla proprietà formale, ma all’interesse, viene spontaneo chiedersi se il diritto dell’Unione non dovrebbe perseguire, con molta maggiore decisione e coerenza, l’obiettivo di preservare il legame interesse-voto, posto che in fondo l’esercizio del potere (di voto) è, o dovrebbe essere, la più immediata espressione dell’interesse che il “proprietario” ha alla valorizzazione della sua “proprietà”.

L’assenza di una lotta serrata contro i fenomeni di “*empty voting*”, o l’abbandono del progetto di imporre il principio “*one share one vote*”, non sembrano però andare in questa direzione (preservare una esatta proporzionalità tra interesse e voto). Ancor meno in questa direzione va il sistema della *record date*. Quest’ultimo con la implicata, conseguente, possibilità che il voto sia esercitato da un non socio (e pur scontata la probabile scarsa incidenza quantitativa di fenomeni di voti massicciamente esercitati da parte di ex-soci) non sembra comunque andare nella direzione di un rafforzamento del potere di coloro che hanno messo in gioco una posta che sono interessati a non perdere.

Da altro punto di vista, la considerazione dei soci come proprietari crea un rilevante problema di raccordo con il dibattito nostrano che, almeno dalla riforma del 2003 in poi, sembra essere stato investito da un ritorno di fiamma di impostazioni istituzionalistiche, soprattutto nella versione c.d. managerialista, quella che pensa di poter affidare agli amministratori il compito di assicurare il miglior sviluppo dell’impresa anche a prescindere e, in qualche modo, addirittura in contrasto con i soci, e tende perciò ad enfatizzarne l’indipendenza e la dotazione di poteri derivati non dalla volontà dei soci, ma direttamente dalla legge (il famoso, enfatico, 2380-*bis* cod. civ., la cui portata sistematica meriterebbe probabilmente di essere ripensata).

Il problema diventa ancora più spinoso se si scende dalle affermazioni di vaghissimo e generale principio a qualche prima articolazione normativa, quali quelle che si trovano ad es. nei primi articoli dell’EMCA. Dove, ad esempio, si legge (art.12.1 che “*the general meeting is the highest authority of the company* [corsivo nostro]”: affermazione che riecheggia l’antica idea della sovranità dell’assemblea e che nel dibattito nostrano suonerebbe ai più come sorpassata e, oggi, decisamente eccentrica.

A ciò si aggiunga che nel commento alla norma si precisa ulteriormente che, al di là delle

differenze che esistono nei vari ordinamenti in ordine alla ripartizione di competenze tra organo amministrativo e assemblea, è comunque importante tener presente che “*the ultimate power in companies belongs to shareholders at the general meeting*” e che l’obiettivo della “democrazia azionaria” dev’essere inteso come un fine generale, sì che la missione del legislatore europeo è quella di stabilire “*a real shareholder democracy in the EU*”.

Non meno ricco di implicazioni il periodo iniziale del secondo comma (art. 12.2): “*shareholders may include provisions in the articles of association establishing the manner in which the company will operate*”. Il che, ci spiega ancora il commento, vuole dire che “*shareholders have the freedom to design the company according to their preferences*”. Distanza perciò di anni luce da concezioni managerialiste e dai proclami del nostro legislatore.

A noi sembra nel complesso che il tono del nostro dibattito interno corra il rischio di rivularsi totalmente disarmonico rispetto al genere di affermazioni che si rintracciano nei documenti europei, e che perciò il problema di trovare una qualche forma di raccordo si ponga con una certa notevole urgenza.

Sul problema del breve e del lungo periodo.

Prima di procedere all’analisi di altri specifici aspetti degli interventi normativi programmati o auspicati in sede europea, sembra opportuno affrontare un problema più generale che riguarda la chiave interpretativa di cui gli organi dell’Unione si servono per inquadrare la realtà del dopo crisi finanziaria.

Risulta evidente dalla lettura complessiva dei documenti in materia che la principale chiave interpretativa, che essi impiegano per analizzare i fenomeni connessi alla crisi e per impostare la ricerca di duraturi rimedi ai fattori che l’hanno determinata (e che ben potrebbero provocarne una nuova), è quella basata sulla contrapposizione tra visioni di breve e visioni di lungo periodo. Il riferimento al lungo periodo è presente nella rubrica della *Direttiva* e anche la scelta di potenziare il ruolo dei soci, cui abbiamo accennato nel paragrafo precedente, si basa su considerazioni di questo tipo.

Il tema del rapporto tra breve e lungo periodo è ricco di profonde implicazioni teoriche (chi non ricorda la caustica affermazione - “*nel lungo periodo saremo tutti morti*”- con cui Keynes, ribadiva, contro i teorici della spontanea virtù equilibratrice del mercato, la necessità di iniziative pubbliche volte a rompere i possibili negativi equilibri in cui in realtà il mercato

resta spesso impigliato?). Non è perciò questa la sede in cui affrontarlo. Qualche cenno è tuttavia includibile, vista l'importanza assolutamente decisiva che l'Unione attribuisce al perseguimento di obiettivi di lungo periodo anche nell'ambito delle questioni (finanziamento delle imprese e disciplina delle società) di cui ci stiamo qui occupando.

Pur muovendosi ad un livello molto elementare, si può facilmente constatare che il riferimento al lungo periodo (che diventa addirittura ossessivo nella proposta di *Direttiva* emendata rispetto alla versione dell'aprile 2014 - presentata nel luglio 2015 al Parlamento europeo) non sembra in realtà punto di riferimento così univoco e solido.

E' anzitutto evidente che il "lungo" non possiede nessuna virtù intrinseca in grado di porlo in posizione preminente rispetto al "breve". E' solo all'interno di un piano che "lungo" e "breve" possono acquisire una valenza positiva o negativa. Ciò vale in particolare per il "lungo": è solo nell'ambito di una complessiva previsione su come affrontare il futuro che può acquisire valenza positiva un atto che al momento comporta solo sacrificio (un atto di risparmio, ad esempio). La questione non è perciò tra lungo e breve, ma tra piano e piano. Esistono piani in cui decisioni di lungo periodo si configurano come assolutamente irrazionali (la decisione di un novantenne di aderire ad un piano di risparmio di durata trentennale che gli consentirà alla scadenza di compiere un doppio giro del mondo) e piani in cui decisioni di breve periodo si configurano come assolutamente ragionevoli.

Il problema attuale non sembra perciò essere tanto quello della prevalenza di visioni di breve periodo, quanto quello dell'assenza di piani. Gli Stati non pianificano altro se non la possibile riduzione del debito, gli amministratori delegati fanno piani per lo sviluppo delle imprese che amministrano solo all'interno dell'orizzonte temporale della loro carica, spesso non superiore ai cinque-sei anni, le famiglie non pianificano più, per mancanza di risorse. Forse l'Unione dovrebbe preoccuparsi più di tutto questo, che non di agitare lo slogan del lungo periodo.

Sia come sia, una volta che i piani ci fossero, si tratterebbe di selezionare e incentivare i piani buoni, e scartare ed eliminare i piani cattivi. In un'economia capitalistica questa funzione viene in genere attribuita, in ultima istanza, al mercato, che si occupa anche di coordinare in maniera ottimale le decisioni individuali che gli operatori prendono in base a piani di breve periodo con quelle che altri prendono tenendo d'occhio il lungo periodo.

L'Unione sembra dare invece per scontato che il lungo periodo è meglio del breve, e non

sembra preoccuparsi molto del coordinamento complessivo tra breve e lungo.

Questo atteggiamento potrebbe legittimare anche forti interventi di politica industriale: una volta che un'Autorità ha individuato con certezza obiettivi che vale sicuramente la pena di raggiungere (in questo caso tutti quelli che favoriscono le visioni di lungo periodo), e ritiene perciò di potere fare a meno della funzione di scoperta normalmente svolta dal mercato, nulla le impedisce di sostituirsi al mercato e di imporre essa direttamente il raggiungimento degli obiettivi in questione.

In verità, non sembra affatto che le iniziative degli organi europei stiano andando nella direzione di un energico intervento di sovrapposizione, o di rigido indirizzo del mercato. Anche con riferimento al primario obiettivo di indurre i gestori di fondi ad una più attenta sorveglianza dell'amministrazione delle società in cui investono le risorse affidate loro dai risparmiatori (argomento su cui tra breve torneremo), le esitazioni e le cautele si sprecano, mentre la via maestra di introdurre un sistema di sanzioni per i gestori che non si impegnano adeguatamente in questa direzione sembra non essere stata presa in nessuna seria considerazione. Con il che a nostro avviso si manifesta un'altra ambiguità dell'orientamento dell'Unione, in bilico tra retoriche potenzialmente dirigiste (l'enfasi sul lungo periodo) e la tradizionale reverenza nei confronti del mercato.

Incentivare un maggiore impegno dei soci nelle società in cui investono.

In tutti i documenti ufficiali, viene ripetuta, con differenza di accenti e qualche variante, una storia che lamenta come una delle cause della crisi sia stato lo scarso impegno che la maggior parte dei soci ha posto nel monitorare le società e che indica come possibile soluzione la creazione di incentivi (anche sul piano istituzionale e della *moral suasion*) che inducano i gestori di patrimoni destinati all'investimento ad elevare il livello di attenzione, e potenzialmente di azione, nei confronti delle società in cui hanno investito i soldi che sono stati loro affidati.

In questa prospettiva, adeguato e giusto accento viene posto sui problemi nascenti dalla sempre maggiore complessità della catena che parte dal risparmiatore e arriva, via vari gradi di fondi e gestori, non senza qualche influenza dei *proxy advisors* (Principi OCDE, n. 53), alla società emittente (l'importanza crescente di questa catena è dimostrata da ultimo dallo sconcerto suscitato dalla opacità che si è scoperto caratterizzare il rapporto tra i fondi pen-

sione, a cominciare dal famosissimo Calpers' e i loro private *equity managers*: cfr. *Calpers' private equity woes mount*, *FTfm*, 13 luglio 2015, p.1 e 6; v. anche C. Flood, *Simmering revolt against private equity secrecy*, *ibidem*, 27 luglio 2015, p. 3,).

Sarebbe stata tuttavia necessaria una ben più completa e critica analisi delle caratteristiche dei vari tipi di investitori attualmente presenti sui mercati, dei differenti modi con cui ciascun tipo si rapporta al mercato (ad es. in ottica di investimento oppure di frenetico *trading*) e dei meccanismi che potrebbero produrre incentivi a prestare una maggiore e più attiva attenzione alle vicende delle società in cui investono (meglio si comportano a questo riguardo riguardo i Principi OCDE: v. il n.43, che sottolinea la differente attitudine che i diversi investitori istituzionali hanno nei confronti dell'impegno nella *corporate governance*).

In mancanza, resta alquanto dubbia la potenziale efficacia dello strumento, immaginato come principale, costituito dall'imposizione agli investitori istituzionali e agli *asset managers* dell'obbligo di elaborare e rendere pubblica una politica di "*shareholder engagement*" che possa costituire un punto di riferimento e anche il parametro in rapporto al quale valutare la coerenza nell'orientamento dei voti di volta in volta esercitati nelle società partecipate (art. 3. f, anche qui, beninteso, non in prospettiva di obbligo inderogabile, ma nell'ambito dell'usuale quadro c.d. di *comply or explain*).

Manca altresì un'analisi critica dei poteri di cui i soci esclusi dal controllo possono disporre nelle società dei vari ordinamenti dell'Unione (ricordiamo che il n. 19 dei Principi OCDE prevede a questo riguardo che i soci devono essere informati e chiamati ad approvare le decisioni di modifica dello statuto, di emissioni di nuove azioni, di compimento di operazioni straordinarie, ivi compresa la cessione di una parte sostanziale degli *assets*).

Sembra che gli organi europei diano per scontato che tali poteri sono già più che sufficienti, e che il problema sia solo quello di facilitarne e incentivarne l'uso (non senza, peraltro, qualche significativa eccezione, come quella relativa all'approvazione delle operazioni con parti correlate e quella delle decisioni relative alla remunerazione degli amministratori, dove invece si pensa che un rafforzamento dei poteri degli azionisti possa favorire "...*une gouvernance plus équilibrée, orientée vers le long terme...*", così Barnier; si noti, peraltro, che nell'ultimo testo, quello uscito dal Parlamento, sembra essere data agli Stati la possibilità di stabilire che il voto sia semplicemente consultivo, v. 4, 9 a 1 e 9 b 3).

Nel complesso, sembra allora che il potenziale intervento degli investitori sia pensato più come una forma di pressione generalizzata su tutte le società quotate per indurle ad adottare prassi più trasparenti, e potenzialmente efficienti, che non come un intervento selettivo, in grado di confrontarsi con i problemi specifici di ciascuna società. L'orientamento sembra realistico in rapporto alla natura di investitori, molto più interessati alle caratteristiche complessive dei mercati su cui operano che non alle peculiarità delle singole società. Il che spinge però il rapporto tra investitori, mercati e gestori delle società emittenti verso peculiari schemi di "democrazia", in cui questa sembra manifestarsi più che nei termini di un'influenza organizzata e articolata (degli investitori-popolo) sulle specifiche decisioni dei governanti (amministratori-soci di comando), in quelli di un'esposizione dei governanti all'osservazione e al potenziale, più o meno generico, dissenso dei governati.

Accrescere gli obblighi di trasparenza di tutti gli attori principali.

L'aumento della trasparenza sembra restare un obiettivo centrale che riguarda tutti: le società emittenti, gli azionisti, gli investitori istituzionali, i gestori di patrimoni, i *proxy advisors*. Nella mente delle istituzioni europee sembra restare incrollabile la fiducia nella capacità del mercato di orientare in maniera efficiente i comportamenti di tutti gli attori. In questa prospettiva, il problema principale sembra essere semplicemente quello di evitare che gli attori riescano a nascondere, o per lo meno a rendere opachi, i propri comportamenti, riuscendo in tal modo a sottrarsi alle pressioni del mercato.

Può darsi allora che la trasparenza cambi a poco a poco natura e che si trasformi, da semplice strumento, in vero e proprio fine. Nel senso che essa non sia più, o non sia più solo, funzionale all'obiettivo di facilitare scelte oculate e consapevoli da parte dei destinatari dell'informazione, ma serva invece soprattutto ad esporre coloro che devono fornirla alla costante osservazione del pubblico (il c.d. mercato).

A livello strutturale il declino del numero delle scalate ostili, a livello ideologico la delusione relativa alla (mancata) funzione disciplinatrice del c.d. mercato del controllo, tutto sembra concorrere a far sì che alla trasparenza non sia più attribuita (solo) la funzione di fornire agli operatori di mercato gli strumenti necessari a compiere singole scelte, ma (anche) quella di sottoporre i gestori delle società emittenti ad un controllo costante che magari non si traduce in decisioni immediate (come quella di scalare la società o di aderire all'offerta di

uno scalatore), ma che opera nondimeno come uno strumento di continuo potenziale scrutinio del loro operato.

La breve estate degli *stakeholders* e dei soci di ... lungo corso.

In queste prime riflessioni non è ancora il momento di esaminare i dettagli della disciplina relativa a ciascuno degli argomenti oggetto dell'intervento della *Direttiva*. Questo è un compito che potrà essere utilmente assolto quando si potrà disporre di un testo definitivo. Allora sarà anche molto interessante il confronto tra i vari testi che si saranno a quel tempo succeduti (per adesso ne abbiamo fondamentalmente tre: quello, originario, presentato dalla Commissione; quello, ampiamente modificato, presentato al Parlamento e quello, a sua volta cospicuamente diverso da quello presentato, approvato da quest'ultimo nel luglio di quest'anno).

Qui ci limitiamo a un paio di temi.

Il primo riguarda quello di eventuali premi da assegnare ai *soci di lungo corso* (chiamiamo, provvisoriamente, così i soci che conservano il possesso di certe determinate azioni per un periodo relativamente lungo, a prescindere dal fatto che si tratti di *soci con una visione di lungo periodo*). Il testo presentato dalla Commissione nell'aprile dello scorso anno non riservava particolari apprezzamenti e premi ai soci di lungo corso, sembrando molto più interessato all'emersione sul mercato di una visione di lungo periodo che non al fatto in sé che le azioni vengano possedute per tempi più o meno lunghi. Nel testo del maggio di quest'anno, quello poi presentato al Parlamento Europeo, i soci di lungo corso sono invece oggetto di espresso apprezzamento (v. art. 9.a) e gli Stati membri sono pressati (art. 3.a) a concedere loro un qualche premio, di tipo fiscale o societario, a scelta del singolo Stato. Nel testo uscito dal Parlamento nel luglio 2015, i soci di lungo corso sembrano essere invece tornati nel limbo in cui si trovavano all'origine.

Come già detto, i commenti specifici è meglio che aspettino il testo definitivo.

Al momento, si può solo osservare che non esiste necessaria contraddizione tra l'esaltazione del lungo periodo e il rifiuto di premiare i soci di lungo corso. Non è infatti detto che i soci che conservano a lungo la proprietà delle azioni di una certa società siano sempre, necessariamente, interessati ai piani di lungo periodo della società stessa. Anche per loro può arrivare, in qualsiasi momento, l'ora in cui è più opportuno arraffare qualcosa

e vendere, piuttosto che continuare ad aspettare. Il premio ai soci di lungo corso non è perciò scevro dal rischio di dare potere a chi potrà in momenti cruciali approfittarne per imporre la propria visione diventata, più o meno improvvisamente, di brevissimo periodo.

Il tema merita di essere approfondito, ma l'impressione è che possa essere distinta una visione di lungo periodo a livello di mercato (tutti gli, o la maggioranza degli, operatori impongono a tutte le società certi comportamenti, come l'oculata gestione dei rischi, il mantenimento di certi equilibri finanziari, una certa organizzazione dei controlli, ecc.) e una visione di lungo periodo a livello imprenditoriale, in cui singoli investitori fanno piani specifici per specifiche società. E' possibile che l'Unione abbia a cuore molto più la prima visione che non la seconda.

Grandi assenti, nel testo originario della *Direttiva* (e nell'elenco dei soggetti di cui si è fatto cenno nel paragrafo precedente), sono anche gli *stakeholders* diversi dai soci.

Nel progetto del maggio di quest'anno (quello messo in votazione al Parlamento Europeo nel luglio) agli *stakeholders* viene invece affidato un qualche non irrilevante ruolo. Non si tratta ovviamente di un ruolo da grandi protagonisti, sullo stesso piano degli investitori e dei *managers*, ma non manca qualche spunto in cui si comincia ad ipotizzare un loro ruolo quasi di terzo polo dialettico tra i due principali (ad es. in materia di remunerazione, art.9 a 1,3 quarto comma primo periodo).

Al di là delle enormi difficoltà di avviare, quasi surrettiziamente, un rafforzamento della posizione degli *stakeholders*, che (quasi) tutti dichiarano in teoria di amare, ma che, in concreto, sembrano (almeno sinora) non piacere ad alcun legislatore (o quasi), l'evocazione di questi soggetti poteva avere, nella prospettiva del lungo – breve termine di cui si è già detto, un qualche senso. Ciò non perché sia verosimile assumere che gli *stakeholders* abbiano mediamente orizzonti di periodo più lungo di quello che hanno i soci, quanto perché si può ragionevolmente ipotizzare che l'aumento delle parti interessate che devono confrontarsi tra loro, e trovare adeguati compromessi, potrebbe costituire di per sé un fattore suscettibile di costringere tutti i soggetti coinvolti ad elaborare piani in cui una concessione immediata fatta all'interesse di qualcuno possa trovare senso, e potenziale compensazione, nella promessa di un futuro beneficio. Piani, insomma, in cui la contrapposizione tra breve e lungo possa trovare una qualche sistemazione adeguata.

Di tutto ciò nel testo approvato dal Parlamento è rimasta, come al solito, la retorica (negli innocui accenni all'importanza degli *stakeholders*, contenuti nei considerando), ma sono sparite tutte le norme che potevano comportare l'assegnazione ad essi di un qualche rilevante potere di intervento (ad es., 3 a ; 9 a 3 quarto comma, primo periodo e settimo comma; 9 b 1 aa; 9b1 3, secondo comma).

Rapporto tra meccanismi regolatori e meccanismi di mercato.

Un ultimo e generale aspetto riguarda il rapporto tra il ricorso a meccanismi di tipo regolatorio e meccanismi di tipo mercantile. Stando alle valutazioni contenute nei diversi documenti ufficiali (comprese le indagini d'impatto e le ricerche), la preferenza sembrerebbe andare decisamente a favore dei secondi, almeno nel senso che ai primi sembrerebbe ufficialmente attribuita una semplice funzione di stimolo e di ausilio all'attivazione delle forze di mercato. Ad esempio, nello *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* del 2009 il ruolo dei c.d. *wide-market monitors* (sostanzialmente le borse e le diverse autorità di vigilanza nazionali) viene presentato come un ruolo di supplenza, nei mercati in cui gli investitori non sono ancora in grado di svolgere la loro funzione di controllori in ultima istanza, e come un ruolo ausiliario, negli altri.

Questo orientamento, se si considera come prioritario l'obiettivo di importare nelle società visioni di lungo periodo, ha un senso preciso. L'obiettivo in questione (il mercato impone alle società visioni di lungo periodo) può essere perseguito (forse) per il tramite dell'intervento di investitori di un certo tipo, ma ben difficilmente può essere affidato ad autorità pubbliche (a meno di non pensare di affidare alle stesse un - attualmente molto improbabile- intervento di tipo programmatico).

Anche su questo piano potrebbe essere interessante verificare se nel dibattito interno esista analogo consapevolezza dei limiti dei compiti che possono essere assolti dalle autorità di regolazione o sia invece anche qui presente qualche elemento di distonia rispetto agli orientamenti dell'Unione. Resta poi comunque da vedere se non esistano comunque altri obiettivi che potrebbero richiedere un maggiore controllo da parte di autorità pubbliche, concepite, allora, come portatrici di interessi pubblici, e non come semplici facilitatori del potenziale controllo degli investitori.