

Rivista The logo for the journal 'Rivista ODC' features the letters 'ODC' in a large, stylized, dark red serif font. The letters are slightly overlapping, with the 'O' and 'D' sharing a vertical stroke. The 'C' is positioned to the right of the 'D'. Below the letters, there is a faint, light-colored reflection effect.

PAOLO MONTALENTI

**INVESTITORI ISTITUZIONALI E AMMINISTRATORI
NELLE SOCIETÀ QUOTATE: PROBLEMI E
PROPOSTE**

1

2016

ISSN 2282 - 667X

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Direzione scientifica: *Francesco Denozza, Carlo Ibba, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Redazione scientifica: *Stefano Cerrato, Philipp Fabbio, Chiara Garilli, Alessio Scano, Andrea Vicari, Alessandra Zanardo*

Revisione scientifica: *Renzo Costi, Vincenzo Calandra Buonauro, Vincenzo Di Cataldo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Giuseppe B. Portale, Paolo Montalenti, Roberto Sacchi, Michele Sandulli, Antonio Serra, Roberto Weigmann*

**INVESTITORI ISTITUZIONALI E AMMINISTRATORI NELLE SOCIETÀ QUOTATE:
PROBLEMI E PROPOSTE.**

PAOLO MONTALENTI

SOMMARIO: 1. Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate. Il quadro internazionale. – 2. Il quadro europeo. La Proposta di Direttiva sull'impegno degli azionisti *long term*: conferme neo-istituzionalistiche. – 3. Gli emendamenti alla Proposta di Direttiva: il rafforzamento degli interessi degli *stakeholders*. – 4. L'EFAMA *Code for external governance* e i Principi italiani di *stewardship* di Assogestioni. I Codici di Autodisciplina: un timido approccio. – 5. Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana: una proposta. – 6. L'assemblea nelle società quotate: proposte di riforma. Incontri qualificati: una proposta. – 7. Una recente critica e una replica.

1. *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate. Il quadro internazionale*¹.

A livello internazionale emerge, come meglio in seguito precisato, l'interesse a valorizzare le strategie *long term* degli investitori istituzionali, a rafforzare i diritti degli azionisti, a favorire forme di rapporto più diretto e attivo tra investitori istituzionali e *management* delle società quotate.

Dall'andamento dei mercati finanziari e, più precisamente, dalle linee di *policy* d'investimento dei principali investitori istituzionali, emerge la necessità di strategie maggiormente indirizzate verso obiettivi di lungo termine, di uno sviluppo esponenziale dell'attività dei *proxy advisors*, di un confronto sistematico e puntuale con gli amministratori sugli indirizzi gestionali². Si fa strada il convincimento che il tema del ruolo delle minoranze azionarie qualificate in tema di *corporate governance* abbia assunto dimensioni e declinazioni innovative rispetto al passato.

2. *Il quadro europeo. La Proposta di Direttiva sull'impegno degli azionisti long term: conferme neo-istituzionalistiche*³.

¹ Sui temi trattati nei paragrafi 1-4 si veda già P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.

² Ho affrontato l'argomento, in un più ampio contesto, in *Società quotate, mercati finanziari e relazioni con gli investitori*, in AA.VV. "Derecho de sociedades, gobierno corporativo y relaciones con inversores" Atti del Convegno organizzato da Javier Ibáñez Jiménez e Mónica Martín de Vidales Godino, Madrid, 23/02/2015 presso l'Universidad Pontificia Comillas, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, Vol. 2, marzo 2015, 7 ss., apparso anche su *Revista de Sociedades*, 2015, 133 ss.

³ Sul tema dell'interesse sociale sia consentito il rinvio ad un mio scritto di prossima pubblicazione, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in corso di stampa.

L'Unione Europea ha formulato la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/36/CE* relativamente all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della *Direttiva 2013/34/UE* in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario, del 10 aprile 2014⁴, con emendamenti proposti il 12 maggio 2015.

L'obiettivo è «contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE».

Si indicano altresì i seguenti obiettivi più specifici: «1) aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate; 2) instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società; 3) migliorare la trasparenza e la sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) garantire l'affidabilità e la qualità delle consulenze dei consulenti in materia di voto; 5) agevolare la trasmissione delle informazioni transfontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento, in particolare mediante l'identificazione degli azionisti».

La valutazione di impatto effettuata dai servizi della Commissione ha individuato cinque aree problematiche principali: 1) insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; 2) insufficiente correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori; 3) mancanza di sorveglianza sulle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto e 5) difficoltà e onerosità dell'esercizio da parte degli investitori dei diritti conferiti dai titoli».

3. *Gli emendamenti alla Proposta di Direttiva: il rafforzamento degli interessi degli stakeholders.*

Anche gli emendamenti presentati alla Direttiva nella seduta del 12 maggio 2015 (Relatore Sergio Cofferati; Relatore per parere: Olle Ludvigsson) contengono precisi riferimenti ad interessi-altri nella prospettiva *long term*.

In via generale si prevede che «dal momento che i diritti degli azionisti non sono l'unico fattore a lungo termine di cui si deve tenere conto nel Governo delle imprese, è opportuno che siano accompagnati da misure supplementari tese a garantire un maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare i dipendenti, le autorità locali e la società civile» (Considerando n. 2 *bis*).

Si prevede altresì che «i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi i fattori ambientali, sociali e di Governo» (Considerando n. 15).

In particolare si prevede ancora che «i portatori di interesse, in particolare i dipendenti, dovrebbero avere il diritto di esprimere attraverso i loro rappresentanti, il loro

⁴ Il testo è reperibile sul sito

[http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/\\$FILE/08847_14_it.pdf](http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/$FILE/08847_14_it.pdf)

punto di vista in merito alla relazione sulle retribuzioni prima che sia sottoposta al voto degli azionisti» (Considerando n. 17).

L'attenzione dell'Unione Europea agli interessi dei lavoratori riemerge dopo un periodo in cui era rimasto in secondo piano – prevalente essendo il tema della *corporate governance* rispetto ai tempi del dibattito sulla democrazia industriale⁵.

Di particolare interesse le disposizioni che definiscono l'«"impegno degli azionisti" (come): monitoraggio, da parte di un azionista o di un gruppo di azionisti, delle società su questioni rilevanti tra cui strategia, risultati finanziari e non finanziari, rischio, struttura del capitale, risorse umane, impatto sociale e ambientale e governo societario, mediante un dialogo con le società e i rispettivi portatori di interesse su tali questioni e l'esercizio dei diritti di voto e di altri diritti associati alle azioni» (art. 2, lett. h).

In altre parole si prevede espressamente che «gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppino una politica di impegno degli azionisti (di seguito "politica di impegno"). La politica di impegno stabilisce le modalità secondo le quali gli investitori istituzionali e i gestori di attivi:

- a) integrano l'impegno degli azionisti nella strategia di investimento;
 - b) controllano le società partecipate, compresi i loro risultati non finanziari e la riduzione dei rischi sociali e ambientali;
 - c) dialogano con le società partecipate;
 - d) esercitano i diritti di voto;
 - e) utilizzano i servizi forniti dai consulenti in materia di voto;
 - f) collaborano con altri azionisti.
- f *bis*) dialogano e cooperano con altri portatori di interesse della società partecipata» (art. 3 *septies*).

Possiamo trarre due sintetiche conclusioni:

- (i) il diritto europeo è nettamente orientato non solo verso una prospettiva *long term* ma anche nel senso di una limitazione delle strategie *profit oriented* ad opera degli interessi degli *stakeholders*: una valorizzazione dell'interesse dell'impresa in chiave di neo-istituzionalismo debole;
- (ii) il diritto europeo contiene una indicazione espressa, sia pure in termini di principio, verso la introduzione di strumenti appropriati e istituzionalizzati per realizzare forme di dialogo tra azionisti qualificati e *management*.

⁵ Per uno sguardo ai temi centrali del dibattito in quegli anni si possono leggere due interventi – storicamente “datati”–: F. GALGANO, *Stato e sistema delle imprese*, P. MONTALENTI, *Soggetti sociali, programmazione, riforma delle imprese: appunti per una discussione*, in CRS Centro di Studi e Iniziative per la riforma dello stato, Convegno 28 novembre 1980 su *Soggetti sociali e programmazione*, materiali e documenti. Da ultimo si veda, anche per onorarne la memoria, lo studio, postumo, di G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende* (rectius *delle imprese*), in *Riv. soc.*, 2015, 1298 ss.

Indicazioni che costituiscono, a mio parere, un serio argomento a sostegno delle proposte (i) di riforma dell'istituto dell'assemblea; (ii) della introduzione di istanze istituzionalizzate di confronto tra investitori istituzionali – e azionisti qualificati nel nostro ordinamento. Come preciserò poco oltre.

4. *L'EFAMA Code for external governance e i Principi italiani di stewardship di Assogestioni. I Codici di Autodisciplina: un timido approccio.*

Nel 2011 l'EFAMA – *European Fund and Asset Management Association* – ha approvato un *Code for external governance*⁶ allo scopo di formulare principi e raccomandazioni di *best practice* diretti a migliorare la trasparenza e l'interazione tra *Investment Management Companies* e società in cui le stesse investono.

I principi prevedono che le Società di Investimento «*should have a documented policy available to the public on whether, and if so how, they exercise their ownership responsibilities*» (Principle 1), «*should monitor their investee companies*» (Principle 2), «*should establish clear guidelines on when and how they will intervene with investee companies to protect and enhance value*» (Principle 3), «*should consider cooperating with other investors, where appropriate, having due regard to applicable rules on acting in concert*» (Principle 4), «*should exercise their voting rights in a considered way*» (Principle 5), «*should report on their exercise of ownership rights and voting activities and have a policy on external governance disclosure*» (Principle 6).

Assogestioni, nel 2013, ha approvato un documento – *Principi italiani di stewardship*⁷ – rivolto alle «società che prestano servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli al fine di stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono».

I principi sono allineati e del tutto analoghi ai principi contenuti nel *Code for external governance* dell'EFAMA di cui sono, sostanzialmente, una traduzione⁸.

I principi contengono sicuramente una indicazione di *policy* apprezzabile, perché sono volti a stimolare strategie di investimento fondate su di una valutazione della gestione delle società in cui gli investitori istituzionali investono, sull'esercizio “ragionato” e motivato dei

⁶ Disponibile sul sito http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG_final_6%20April%202011%20v2.pdf

⁷ Disponibile sul sito http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,815,0,59/stewardship_ita-ing.pdf.

⁸ I principi stabiliscono infatti che le società di gestione «adottano una politica documentata, a disposizione del pubblico, che illustri la strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti» (Principio 1), «monitorano gli emittenti quotati partecipati» (Principio 2), «definiscono chiare linee guida sulle tempistiche e le modalità di intervento negli emittenti quotati partecipati al fine di tutelarne e incrementarne il valore» (Principio 3), «valutano, se del caso, l'ipotesi di una collaborazione con altri investitori istituzionali, ove ciò risulti adeguato, prestando particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto» (Principio 4), «esercitano i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti in modo consapevole» (Principio 5), «tengono traccia dell'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti e adottano una politica sulla divulgazione delle informazioni in materia di governance esterna» (Principio 6).

diritti di voto e, quindi, sulla elaborazione di linee di indirizzo *long term*, che possono favorire gestioni da parte delle imprese quotate non meramente mirate allo *shareholder value* inteso in chiave speculativa.

I “*Principi*” sono emanazione delle società di investimento per cui non possono esprimere, volutamente, linee di comportamento delle società quotate: da queste dovrebbero muovere iniziative volte a favorire il confronto con gli investitori qualificati al di là del rito obsoleto delle assemblee o dei *roadshow*.

In questa prospettiva i Codici di Autodisciplina potrebbero svolgere un ruolo propositivo mentre, sino ad ora, hanno dedicato ancora scarsa attenzione al tema, con un certo ritardo, a mio parere, rispetto alla realtà dei mercati.

5. *Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana: una proposta.*

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana s.p.a. contiene un riferimento alle prospettive *long-term oriented*, ma non fornisce raccomandazioni specifiche sul rapporto con gli investitori istituzionali, anche perché si ritiene «che non rientri nella sua competenza prendere in considerazione i comportamenti degli investitori istituzionali».

Ritengo, per contro, che una posizione “attiva” nei confronti degli investitori istituzionali assunta dagli amministratori di società quotate, nel quadro degli orientamenti comunitari, non sia incoerente con gli obiettivi del Codice.

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana s.p.a. potrebbe cioè fornire un contributo “anticipatore”.

Si potrebbe inserire una indicazione, anche soltanto di carattere programmatico del seguente tenore:

«Gli amministratori, allo scopo di favorire un rapporto più intenso e continuativo con gli investitori qualificati, promuovono incontri periodici con i soci detentori di partecipazioni significative, in particolare con gli investitori istituzionali, per un confronto sulle linee strategiche di gestione, nel rispetto della disciplina delle informazioni privilegiate».

6. *L'assemblea nelle società quotate: proposte di riforma. Incontri qualificati: una proposta.*

6.1. Da tempo si osserva da più parti che l'assemblea nelle società quotate rischia di svilirsi in un inutile rito.

In realtà i segnali di cambiamento, in sede sovranazionale ed interna, non sono irrilevanti.

Dalla evoluzione della Direttiva *Shareholders' Rights* alla disciplina dell'informativa preassembleare un processo di razionalizzazione è avviato.

Il punto critico che permane consiste, a mio parere, nell' “ugualitarismo” vigente in materia di diritto di intervento in assemblea.

L'azionista minimo dispone, in base ai regolamenti assembleari, del medesimo *spatium temporis* del socio detentore di partecipazioni qualificate.

La realtà dimostra – purtroppo – che la qualità e significatività degli interventi è, di regola, direttamente proporzionale alla rilevanza della partecipazione.

Un'attenta analisi empirica sulle prime 10 società italiane non assoggettate a controllo di diritto e sulle prime 10 assoggettate a controllo di diritto, con riferimento alle assemblee di bilancio 2013, ha dimostrato che i soci rilevanti e gli investitori qualificati non colgono l'occasione dell'assemblea per manifestare la propria posizione sulla *policy* gestionale delle società: l'assemblea rimane terreno elettivo di azionisti individuali e, al più, di rappresentanti di associazioni di azionisti per manifestare «il proprio parere (generalmente negativo) sulla conduzione della società»⁹.

Come ho già avuto modo di sostenere¹⁰, si dovrebbe allora prevedere che, anche in materia di diritto di intervento in assemblea, è legittimo graduare il diritto di partecipazione in misura proporzionale alla quota azionaria posseduta.

Si potrebbe, ad esempio, consentire, con una norma espressa, di introdurre clausole statutarie che consentano di *subordinare il diritto di intervento ad un possesso azionario minimo e di regolarlo, sopra la soglia, a scaglioni attraverso il regolamento assembleare*.

Analogamente è stato proposto di subordinare «il diritto di partecipazione alla discussione» «al raggiungimento (anche da parte di più azionisti insieme) di una determinata soglia, pari a quella richiesta per le impugnazioni delle deliberazioni assembleari (0,1% del capitale)»¹¹.

La qualità del dibattito, lo stimolo a confronti di rilievo, il contraddittorio efficiente ed efficace non possono che rappresentare, a mio parere, un progresso nella *corporate governance*.

6.2. Anche in assenza di specifiche innovazioni legislative o di previsioni espresse del Codice di Autodisciplina come sopra proposto, credo che sia opportuno istituzionalizzare forme di incontro tra investitori istituzionali e amministratori per un confronto qualificato sulle strategie gestionali delle grandi imprese quotate.

Si tratta di proposte articolate formulate oltreoceano in termini di *Shareholder-Director Exchange* e di creazione di *Shareholder Relations Committees*¹², anticipate da significative esperienze concrete realizzate in Nord America, nel Regno Unito, in Australia, in diversi Paesi Europei anche se con eccezione dell'Italia¹³.

⁹ Si tratta dell'attento studio di M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 247 ss.

¹⁰ Cfr. P. MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: proposte di restyling*, in *NDS, Italia Oggi*, n. 11/2014, 12; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085.

¹¹ Da M. NOTARI, (nt.9).

¹² F. WILLIAM MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in Vanguard, on Wednesday, June 24, 2015.

¹³ Si veda l'interessantissimo contributo di J. KIM and J. D. SCHLOETZER, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, in www.conference-board.org/directornotes, October, 2015.

In conclusione il *Mandating board-shareholder engagement* è davvero, a mio parere, la prospettiva innovativa in materia di *corporate governance* verso la quale ci si deve orientare come la più attenta dottrina americana ha ancora recentemente sottolineato¹⁴.

7. Una recente critica e una replica.

In un articolo di recente pubblicazione¹⁵ dal titolo accattivante – *Tersite in assemblea?* – (che ho potuto leggere anticipatamente per cortesia dell'autore) Marco Spolidoro critica la proposta da me recentemente formulata, che riprende anche un intervento di Mario Notari in un convegno del 2013¹⁶, per la graduazione del diritto di intervento in assemblea e cioè la attribuzione del diritto di intervento in termini proporzionati al possesso azionario¹⁷.

Preciso che la proposta da me formulata prevede anche di distinguere due fasi dell'assemblea – la prima aperta a tutti ma con diritto di intervento riservato agli investitori istituzionali e agli azionisti qualificati, la seconda a tutti gli azionisti – e di istituzionalizzare incontri intermedi tra azionisti rilevanti e *management*.

In sintesi le critiche di Spolidoro possono così sintetizzarsi:

- (i) la limitazione del diritto di intervento è – se ho ben compreso – compressione di un diritto fondamentale di “espressione”;
- (ii) gli investitori istituzionali non partecipano all'assemblea perché o ricorrono alla *Wall Street Rule* o al mero voto contrario o a pressioni extra assembleari;
- (iii) tutta la questione si risolve nel “polso del presidente”;
- (iv) il diritto di intervento è espressione dell'attività in comune, dello scopo comune anche con valore etico.

Gli argomenti di critica non mi paiono convincenti.

In sintesi, per le seguenti ragioni.

¹⁴ Si veda L. M. FAIRFAX, *Mandating board-shareholder engagement*, in *University of Illinois law review*, [Vol. 2013], 822 ss.; C. DOIDGE, A. DYCK, H. MAHMUDI, AND A. VIRANI, *Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action?* in http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/doidge_et_al_april_2015.pdf, September 2015; M. LIPTON, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *The New Paradigm for Corporate Governance*, in <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/02/03/the-new-paradigm-for-corporate-governance/>, on Wednesday, February 3, 2016; M. LIPTON, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Responding to Institutional Investor Requests for Access to Independent Directors*, in <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/07/15/responding-to-institutional-investor-requests-for-access-to-independent-directors/>, on Wednesday, July 15, 2015.

¹⁵ M. S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.

¹⁶ M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, (nt.9).

¹⁷ P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, (nt.1).

-
- (i) il diritto di intervento di Tersite è stato limitato anche nel diritto costituzionale che non si fonda più, da tempo, sulla ἀγορά ma sulla democrazia rappresentativa;
 - (ii) l'equiparazione tra democrazia politica e democrazia societaria, come tra i molti ci ha dimostrato Galgano, è del tutta impropria;
 - (iii) il diritto di intervento in assemblea è già disciplinato sia in base ai principi – il diritto del singolo non può conculcare il diritto di tutti gli altri azionisti – sia in base ai regolamenti assembleari che fissano un tempo contingentato;
 - (iv) in fondo si tratta di una questione di *policy*: o si vuole mantenere un rito curiale e obsoleto ed allora si può mantenere lo *status quo* o si vuole rivitalizzare l'assemblea ed allora qualche intervento razionalizzatore pare opportuno;
 - (v) l'idea dell'*engagement* degli investitori qualificati in incontri istituzionalizzati con il *management* assistiti da precise regole di trasparenza, come ci dimostra l'esperienza internazionale, mi pare più efficace che la tutela del piccolo azionista e dei suoi supposti diritti fondamentali prospettata da Spolidoro come difesa dei valori che «contribuiscono alla *Bildung* cioè alla formazione e alla crescita delle qualità umane prima di tutte la libertà»; valori forse degni di migliore allocazione.