

CAPITOLO PRIMO

LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA
DEGLI AZIONISTI ISTITUZIONALI NELLA PROSPETTIVA
DEL DIRITTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 1. Introduzione e delimitazione del campo di indagine: il concetto di “azionista istituzionale” e i relativi obblighi di trasparenza rilevanti in un’ottica societaria. – 2. Considerazioni preliminari: il concetto “relativo” di trasparenza. – 3. La trasparenza sulle abitudini di voto e di intervento degli azionisti istituzionali: il progressivo passaggio dall’ottica di tutela dei beneficiari dei fondi a quella di protezione di interessi di natura societaria nel dibattito e nella normativa europea. – 3.1. L’esperienza nordamericana. – 3.2. Il dibattito europeo: il *report* dell’*High Level Group of Company Law Expert* e l’*Action Plan* del 2003. – 3.3. *Segue*. I documenti sulla trasparenza dei fondi sovrani e degli *hedge funds*. – 3.4. *Segue*. L’introduzione di obbligo di trasparenza su informazioni attinenti a profili societari nell’ambito delle normative europee sulla gestione collettiva del risparmio. – 3.4.1. La trasparenza sulle strategie di voto. – 3.4.2. La trasparenza in caso di assunzione del controllo. – 3.5. *Segue*. I Libri Verdi del 2010 e del 2011 in tema di governo societario e l’*Action Plan* 2012. – 3.6. L’introduzione di forme di trasparenza su informazioni attinenti a profili societari nell’ambito delle normative europee sul diritto delle società quotate: la trasparenza sulle politiche di voto. – 3.7. *Segue*. La trasparenza sugli orizzonti temporali. Cenni. – 4. Il quadro normativo interno. – 4.1. La trasparenza sulle informazioni attinenti alle inclinazioni dell’azionista istituzionale all’intervento nella vita delle società partecipate. – 4.1.1. La trasparenza sulle strategie di voto: *background* e disciplina attuale. – 4.1.2. La trasparenza prevista nel Codice di *stewardship*. – 4.1.3. La trasparenza sulle politiche di impegno e sulle relative modalità di attuazione (art. 124-*quinquies* t.u.f.). – 4.1.4. L’esclusione degli azionisti istituzionali (SGR) dagli obblighi di pubblicazione degli orizzonti temporali. – 4.2. La trasparenza in caso di acquisto del controllo da parte di un FIA. – 5. Le teorie sulla funzione della trasparenza degli azionisti istituzionali. – 5.1. La *ratio* della *disclosure* in merito a informazioni generali sull’esercizio dei diritti sociali

(politiche di voto e di impegno). La funzione di incentivo allo *shareholder activism*. Critica. – 5.2. La *ratio* degli obblighi di *disclosure* in caso di acquisto del controllo.

1. *Introduzione e delimitazione del campo di indagine: il concetto di “azionista istituzionale” e i relativi obblighi di trasparenza rilevanti in un’ottica societaria.* – La materia dei doveri di trasparenza imposti in generale agli azionisti di società quotate è una disciplina storica del diritto societario, che per molto tempo si è essenzialmente esaurita negli obblighi di cui agli artt. 120 e 122 t.u.f.: il primo, dedicato alla *disclosure* sugli assetti proprietari, che vincola chiunque raggiunga una certa soglia partecipativa considerata rilevante dal legislatore a dichiarare (tra il resto) la propria identità al mercato (imposto, peraltro, dalla direttiva 2004/109/CE, c.d. direttiva trasparenza, o “DT”); il secondo, che getta luce su alcuni patti parasociali, sempre allorché riguardanti un numero di soci che detengono complessivamente la medesima percentuale di rilevanza.

A seguito di recenti interventi legislativi, tuttavia, il quadro normativo si è arricchito di nuove forme di *disclosure* previste nell’ambito del Titolo III, Capo II del t.u.f. dedicato alla “disciplina delle società con azioni quotate”. Si è così assistito, dapprima, all’inserimento del co. 4-*bis* nell’art. 120 (mediante l’art. 13, co. 1, lett. a, n. 1, d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, convertito con modificazioni dalla l. 4 dicembre 2017, n. 172), che ha integrato la trasparenza sugli assetti proprietari con l’ulteriore obbligo di comunicazione delle “intenzioni”, in capo a chiunque assuma partecipazioni superiori al 10%. Di poco successiva è stata la modifica con cui è stata inserita la Sezione I-*ter*, interamente dedicata alla “trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto” [tramite l’art. 3, co. 2, d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, di attuazione della direttiva 828/2017/UE (c.d. “direttiva SH2”) di modifica della direttiva 2007/36/CEE, sui diritti degli azionisti di società quotate (c.d. “direttiva SH”)]¹, la quale include diverse forme di trasparenza espressamente

¹ Per un primo commento alla direttiva SH II, avendo specifico riguardo ai profili relativi alla trasparenza degli azionisti istituzionali, cfr.: PASSADOR-RIGANTI, 571 ss. e spec. 583, ove il rilievo secondo cui «transparency of the engagement policy of institu-

rivolte, per la prima volta, ad azionisti identificati, non tanto sulla base di criteri *quantitativi* (l'ampiezza della partecipazione detenuta), bensì su parametri eminentemente *qualitativi*, ossia che fanno leva sulla natura giuridica del socio a cui si chiede di essere trasparente.

Avendo specifico riguardo a quest'ultima innovazione, essa si pone al termine di un lungo dibattito – sviluppatosi originariamente in USA e poi approdato anche in UE – che ha avuto inizio già nel corso dei primi anni del secolo in corso, nell'ambito del quale ci si è interrogati sull'opportunità di richiedere agli investitori istituzionali di rivelare alcune informazioni circa le loro abitudini nella *corporate governance* delle società quotate partecipate, nella convinzione che ciò potesse essere di qualche aiuto per le stesse. Senonché, come meglio si vedrà nel prosieguo, un simile convincimento sembra essersi fondato più su un semplice intuito, che su approfonditi studi scientifici che dimostrassero l'effettiva utilità, in un'ottica prettamente societaria, di supplementi informativi imposti agli azionisti istituzionali, restando così aperta l'esigenza di trovare una ragione che giustifichi il diverso carico informativo attualmente previsto in capo a tali operatori e che, conseguentemente, dia un criterio per guidare l'interprete nella risoluzione dei problemi applicativi che si possono presentare. In ogni caso, è bene fin da subito sottolineare come le nuove disposizioni, inserite nell'ambito della disciplina sulle società quotate, vanno lette nella prospettiva del più generale tema del ruolo che questi peculiari soggetti possono assumere in qualità di soci di un emittente: argomento, questo, che, come noto, ha riscontrato un grandissimo interesse già a partire dagli anni '80-'90 del secolo scorso e che rimane tutt'oggi di grande attualità².

tional investors and the information exchange among shareholders, companies, institutional investors and asset managers are the key elements of the SHRD II»; nello stesso senso anche TRÖGER, 131. In relazione al relativo recepimento nel nostro ordinamento, v. VALENSISE; RIGANTI, *La nuova*, 772 ss. Si consideri che l'attuale formulazione della direttiva SH (così come modificata dalla direttiva SH2), è il risultato di un lungo *iter*, iniziato con la proposta presentata dalla Commissione il 9 aprile 2014 (modificata prima nel luglio 2015 e, poi, nel marzo 2017 e infine) approvata il 17 maggio 2017. Per alcuni commenti alle diverse versioni, antecedenti a quella definitiva, cfr. BIRKMOSE, *European*, 214 ss.; JOHNSTON-MORROW, 19 ss.; CHIU, 121 ss.; BOKLI E ALT.; CHIU-KATELOUZOU; MAUROVIĆ-HASIĆ, 253 ss.; ROBÉ, 45; DIJKHUIZEN, 47; in Italia MONTALENTI, *Mercati finanziari*, 957 ss.; ID., *Investitori*, 2 ss.; MALBERTI, 10 ss.

² Addirittura, si è ormai da tempo segnalata l'esigenza di abbandonare la visione "tra-

Ciò posto, è opportuno anzitutto intendersi sul concetto di “azionista istituzionale” assunto nel presente lavoro, tenuto conto che questo viene spesso utilizzato in letteratura con significati diversi e più o meno ampi. Talvolta, infatti, nella categoria degli “investitori istituzionali” viene accorpata una vasta e variegata platea di azionisti rappresentati da “enti” accomunati dal non poter essere incardinati nelle consuete categorie dei soci “imprenditori” (ossia società e/o famiglie) o “risparmiatori” (detti pure “cassettisti”), tra cui: banche, fondazioni bancarie, imprese assicurative, enti pubblici, fondi di investimento, fondi pensione, fondi sovrani ecc.³ Talaltra, invece, al termine “azionista istituzionale” viene assegnata una nozione più ristretta, capace di includere soltanto quei soggetti (persone giuridiche) che professionalmente si occupano di gestire in monte le risorse finanziarie che gli sono affidate dai loro clienti (soprattutto, ma non solo, risparmiatori) con l’incarico di assumere discrezionalmente decisioni di investimento/disinvestimento su titoli azionari, seguendo una strategia predeterminata e al fine di massimizzarne il valore⁴. Ed è proprio su quest’ultima classe di azionisti che viene concentrata l’attenzione del presente studio. L’obiettivo, infatti, è di analizzare le varie previsioni di trasparenza dirette alle SGR che gestiscono fondi comuni di investimento (acquistando titoli azionari quotati) grazie alle quali si divulgano notizie aventi rilevanza a livello societario. È bene, peraltro, fin da subito sottolineare che si tratta di una definizione ancora diversa da quella assunta a livello normativo nella menzionata Sezione I-ter del t.u.f., ove l’art. 124-*quater*, per un verso, declina la categoria degli “investitori istituzionali” facendo riferimento a soggetti diversi da quelli qui in analisi

dizionale” dell’azionista di una società quotata persona fisica o società, per adottare una prospettiva di analisi del diritto societario che tenga conto di come, ormai, gli azionisti (anche di controllo) siano spesso fondi di investimento: STELLA RICHTER JR., *Prefazione*, 9, il quale nota che «il fondo come socio non pone solo problemi di disciplina della condotta di colui che lo gestisce, ma impone di interpretare in modo più adeguato alla rilevanza del fenomeno la disciplina degli emittenti, la loro corporate governance e il diritto dei mercati finanziari». Tale tendenza, peraltro, è testimoniata pure da quella letteratura che si è sviluppata attorno alla direttiva SH, la quale ha spesso inteso i nuovi strumenti messi a disposizione da tale normativa come forma di aiuto rivolta proprio agli azionisti istituzionali: STELLA RICHTER JR., *L’esercizio*, 794.

³ DACCÒ, *Il ruolo*, 1783; COSSU, 398 ss.

⁴ COSTI, *Il mercato*, 185; BORDIGA, *Partecipazione*, 202; GIUDICI, (voce) *Società di gestione del risparmio*; GUIZZI, *Gli investitori*, 115; ALVARO-MAUGERI-STRAMPPELLI, 11 nota 24; ÇELIK-ISAKSSON, 7.

(in particolare, fondi pensione e imprese di assicurazione operative nel ramo vita), mentre, per altro verso, include le SGR tra i c.d. “gestori di attivi”, ai quali vengono rivolte solo alcune delle forme di trasparenza previste dalla citata sezione e, in particolare, quella che chiede loro di divulgare le proprie politiche di impegno (o *engagement policies*).

Invero, la portata del termine “azionista istituzionale” qui assunta consente di rintracciare nell’ordinamento giuridico altri obblighi di *disclosure*, che, pure se collocati sistematicamente nella disciplina afferente alla gestione collettiva del risparmio, hanno sicuro rilievo societario.

A questo riguardo, giova una precisazione. Le regole di trasparenza imposte a tale categoria di operatori nella normativa settoriale agli stessi dedicata sono spesso state giustificate alla luce di interessi diversi rispetto a quelli che vengono in rilievo in ambito societario e, segnatamente, facendo leva sulle esigenze di protezione dei clienti di tali operatori⁵, nonché di tutela del mercato in generale⁶. In questo senso, la trasparenza si pone nel solco dei generali obblighi di condotta imposti alle SGR nella loro qualità di fiduciarie dei propri clienti ed è vista come uno strumento diretto a rimediare alle asimmetrie informative esistenti tra le prime e i secondi, così da mettere questi ultimi nelle condizioni di decidere consapevolmente a chi affidare le proprie personali risorse economiche, nonché incentivare l’afflusso del risparmio verso i mercati finanziari. Si collocano in questa visuale tutte quelle informative che, in buona sostanza,

⁵ In generale, per il rilievo che la disciplina societaria e quella della gestione collettiva del risparmio siano funzionali a proteggere interessi diversi: MULA, *Processo*, 495. Sul rapporto fiduciario intercorrente tra investitore professionale e cliente v. per tutti GINEVRA, *Il problema*, 99 ss.

⁶ Si consideri che, a seguito della grande crisi finanziaria, si sono sviluppati una serie di studi volti a comprendere (in una prospettiva macroeconomica) l’impatto che l’operatività degli investitori istituzionali (stante la loro capacità di movimentare grandi quantità di risorse) e le strategie di investimento seguite da alcuni di essi (in particolare dagli *hedge funds*, che fanno spesso ricorso al *leverage*) dispiegano sulle dinamiche dei mercati finanziari, anche al fine di individuare eventuali rimedi per tutelare l’integrità del mercato, messa a repentaglio dai rischi sistemici che possono provocare. Si è così da più parti prospettata, in un’ottica *de jure condendo*, l’opportunità di introdurre forme di trasparenza *ad hoc* su tali soggetti, al fine di consentire alle autorità di vigilanza di accorgersi di eventuali comportamenti distorsivi e/o latori dei menzionati rischi sistemici: ZINGALES, *Non separate*; sul dibattito statunitense in tema di regolamentazione degli *hedge funds* (ivi incluso il profilo della trasparenza) v. NIGRO-ROMANO, 201, ove ampi riferimenti della letteratura americana; v. anche ALVARO-ANNUNZIATA, 11; ALVARO-SICILIANO.

si applicano trasversalmente a tutti questi veicoli di investimento a prescindere dal direzionamento delle risorse al mercato azionario.

Cionondimeno, accanto a queste, ve ne sono altre che hanno senso soltanto qualora si abbia riguardo non a qualunque investitore istituzionale, bensì a quelli che investono le risorse in gestione in titoli azionari quotati, ai quali viene imposta la divulgazione (più o meno ampia) di dati attinenti alle dinamiche interne alle società quotate partecipate. In quest'ottica si possono leggere, anzitutto, quelle informative volte a gettare luce sulle c.d. "strategie di voto" seguite dall'azionista istituzionale [art. 112 del regolamento Consob adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 (c.d. regolamento intermediari, "RI"), che rinvia all'art. 37 della direttiva 61/2011/UE in tema di gestori di fondi alternativi (c.d. direttiva AIFM)], le quali si sono sempre poste a metà strada tra la disciplina dell'intermediazione finanziaria (tesa alla tutela del cliente delle SGR) e quella degli emittenti azioni quotate. Tuttavia, in tempi più recenti, sembra essere proprio quest'ultima lettura a prevalere⁷, tanto che, come si avrà modo di approfondire, le strategie di voto rappresentano l'antecedente storico delle attuali *engagement policies*.

Oltre alla *disclosure* sulle strategie di voto, nell'ambito della disciplina delle società quotate si può riportare pure l'art. 46 t.u.f. (così come sostituito dall'art. 4, co. 6, d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, di attuazione della direttiva AIFM) che impone degli specifici obblighi di trasparenza alle SGR che aggregano (per conto di uno o più fondi dalle stesse gestiti) una partecipazione di controllo in un emittente quotato. Anche tale previsione, infatti, a discapito della sua collocazione sistematica, lungi dal porsi a tutela degli interessi dei beneficiari dei fondi di investimento, si risolve in un dovere che deriva dalla peculiare posizione societaria assunta dall'azionista istituzionale, il quale, assumendo le vesti del socio di maggioranza, diviene destinatario di peculiari doveri informativi verso lo stesso emittente, i suoi principali azionisti e i rappresentanti dei lavoratori, oltre che nei confronti di Consob.

⁷ L'esigenza di un cambio di prospettiva nell'analisi degli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali era stata inizialmente fatta presente da PALMITER, 1422; di recente, v. GINEVRA-PRESCIANI, *Sovereign*, 815 ss. Tale angolo visuale pare essere poi stato implicitamente accolto da quanti hanno proposto l'introduzione di forme di trasparenza più stringenti per gli *hedge funds* al fine di evitare distorsioni nella *governance* degli emittenti: nel sistema italiano v. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari*, 885.

Si può dire, allora, che se per molto tempo la disciplina degli obblighi di trasparenza degli azionisti istituzionali è stata confinata nell'ambito di provvedimenti normativi volti a regolare l'attività di gestione collettiva del risparmio nell'ottica di tutelare chi investe in fondi di investimento, con l'andare del tempo ci si è progressivamente accorti che l'operatività di tali investitori istituzionali può assumere particolare interesse pure dal punto di vista societario⁸. E ciò ha condotto alle recenti modifiche normative che hanno inserito nel diritto delle società quotate delle norme di trasparenza espressamente rivolte ai soli azionisti istituzionali (artt. 124-*quater* e ss. t.u.f.)⁹ e che si affiancano agli obblighi di *disclosure* già da tempo previsti in capo a tutti gli azionisti, in tema di assetti proprietari e patti parasociali (artt. 120 e 122 t.u.f.). La disciplina appena citata, che ha avuto il pregio di "codificare" un supplemento informativo in capo agli azionisti istituzionali, ha altresì aperto la strada alla possibilità di adottare la medesima visuale attenta ai profili societari anche avendo riguardo agli obblighi di trasparenza sopra citati, accomunati dal rivelare dati strettamente connessi alle partecipazioni azionarie in società quotate gestite per conto dei vari fondi di investimento.

Chiarito, dunque, il passaggio da una prospettiva di tutela del risparmiatore a una maggiormente attenta alla protezione di interessi di natura societaria, si pone allora il problema di individuare, nello specifico, quali questi siano. Si deve infatti notare che la trasparenza, pur essendo spesso considerata come un principio generale della disciplina dei mercati finanziari¹⁰, non è un valore in sé da perseguire sempre e comunque, sì da po-

⁸ Per tale rilievo v. GINEVRA-PRESCIANI, *Sovereign*, 995 ss.; v. anche CIAN, *I fondi*, 136 ss.

⁹ Così GINEVRA-PRESCIANI, *Sovereign*, 1006; v. anche la Relazione al d.lgs. n. 49/2019, la quale sottolinea che il recepimento della disciplina sulla trasparenza degli azionisti istituzionali «è realizzato mediante l'introduzione delle relative disposizioni nella disciplina degli emittenti con azioni quotate contenuta nel TUF; ciò per ragioni sistematiche e in coerenza con l'approccio del legislatore comunitario che ha inserito tale disciplina nella direttiva sui diritti degli azionisti delle società quotate – tenuto conto della rilevanza dell'operato di questi soggetti sulla corporate governance degli emittenti quotati – [...]». In relazione alla disciplina euro-unitaria, v. CHIU-KATELOUZOU, 12, ove la notazione che si tratti di forme di trasparenza che nulla hanno a che vedere con la tutela dei beneficiari dei fondi di investimento.

¹⁰ V. *ex multis*, MONTALENTI, *Società per azioni*, 25, che considera la trasparenza un "architrave" dei mercati finanziari; CERA, *L'informazione*, 26, il quale qualifica la stessa come un «principio assiale» nel diritto delle società quotate.

ter semplicisticamente considerare positiva ogni integrazione informativa normativamente imposta, ma rappresenta uno strumento mediante il quale si dà risposta a specifiche esigenze¹¹. In altre parole, ci si deve interrogare sul *perché* si è sentito il bisogno di gravare la specifica classe degli azionisti istituzionali di obblighi di *disclosure* aggiuntivi rispetto a quelli previsti per gli altri azionisti¹², nonché spiegare *come* questi contribuiscono concretamente al raggiungimento del risultato avuto di mira. Solo attraverso il chiarimento di tali aspetti è possibile risolvere, in una prospettiva *de jure condito*, i problemi applicativi posti dalle citate discipline, nonché formulare, in una prospettiva *de jure condendo*, eventuali proposte di miglioramento.

Ed è proprio questo il fine che si pone il presente lavoro, il quale, nel primo Capitolo, dopo avere dimostrato il cambio di prospettiva che si è registrato nelle istituzioni unioniste sul tema che ci occupa, procederà dapprima all'illustrazione delle varie disposizioni interne sopra genericamente richiamate dando altresì conto dei principali problemi interpretativi che hanno posto, per poi ricostruire le diverse opinioni che sono state espresse in merito alla *ratio* delle stesse. Dallo studio condotto, lo si può anticipare, emergerà una certa insoddisfazione, che apre la strada all'esigenza di meglio chiarire le ragioni sottese alle varie informative. A questo fine, si ritiene necessario ampliare la visuale e collocare la *disclosure* degli azionisti istituzionali nel più ampio contesto degli obblighi di trasparenza dell'azionariato rilevante e, pertanto, nel secondo Capitolo, si

¹¹ In questi termini, di recente, ANGELICI, *Sul caleidoscopio*, 315.

¹² In dottrina si sta facendo spazio l'idea che sia necessario procedere a un ripensamento del principio di "parità tra azionisti", che transiti da un sistema che fa leva sulla parità delle azioni, a uno maggiormente attento alle caratteristiche oggettive dei soci (v. STRAMPELLI, *Engagement*, 414 s.). Un esempio di questa tendenza è dato senz'altro dalla disciplina delle *loyalty shares*, che attribuisce agli azionisti di lunga data la possibilità di accedere a maggiorazioni di voto (art. 127-*quinquies* t.u.f.) o di utili (art. 127-*quater* t.u.f.). Ma la medesima logica risulta sottesa pure alle argomentazioni addotte da chi ha prospettato la possibilità di prevedere trattamenti diversificati tra azionisti in base all'entità della partecipazione detenuta (v. MONTALENTI, *Investitori*, 7): come, invero, già avviene proprio avendo riguardo alla trasparenza sugli assetti proprietari. Nello stesso solco si pongono, quindi, pure le nuove norme di trasparenza pensate *ad hoc* per gli azionisti istituzionali (v. RIGANTI, *La nuova*, 783 e 793, il quale addirittura ritiene che la disciplina abbia portato a un «ripensamento del [...] principio di parità ed "uguaglianza" tra azionisti»), che si giustificano proprio avendo riguardo alla loro peculiare natura, che, come si vedrà meglio nel prosieguo, li distingue profondamente dagli altri azionisti.

approfondirà l'art. 120 t.u.f., comparandolo con quanto avviene in altri sistemi (in particolare in USA) e, mediante una analisi economica del diritto, si prenderà posizione circa la relativa funzione. I risultati ottenuti permetteranno, nel terzo Capitolo, di comprendere meglio gli interessi tutelati dalle forme di trasparenza previste *ad hoc* per gli azionisti istituzionali, consentendo, da un lato, di dare risposta ai vari problemi che esse hanno posto, e dall'altro lato, di individuare gli aspetti più critici della disciplina.

Prima di avviare l'indagine indicata è tuttavia opportuno spendere qualche parola sul generale concetto di "trasparenza", al fine di fornire alcuni chiarimenti preliminari, necessari per comprendere correttamente la portata delle norme giuridiche che ci occupano.

2. *Considerazioni preliminari: il concetto "relativo" di trasparenza.* – Il termine "trasparenza", pure essendo ampiamente utilizzato nel linguaggio giuridico (non solo, peraltro, nell'ambito del diritto societario), e finanche considerato un principio cardine dei mercati finanziari¹³, non trova una specifica definizione normativa¹⁴. Facendo leva sul significato letterale della parola¹⁵, si può dire che la "trasparenza" altro non è che la facoltà di avere accesso a una data informazione, la quale viene rivelata da parte di chi la detiene. Applicando tale nozione allo specifico settore del mercato azionario, si ottiene che per "trasparenza" si intende – banalmente – la possibilità di conoscere vari dati e notizie inerenti alle società emittenti azioni quotate. Giova, tuttavia, precisare che la trasparenza non

¹³ V. *supra*, nota 10.

¹⁴ Alcuni tentativi di definizione sono stati effettuati dalla dottrina in ambiti diversi dal mercato finanziario: v., ad esempio, BRAVO, 267 «la trasparenza del mercato, funzionale all'efficienza dei traffici e all'instaurazione di migliori dinamiche concorrenziali, si traduce in un diritto di informazione a favore dell'intero mercato, ossia di tutti i soggetti che nel mercato operano, siano essi consumatori, contraenti privi dello status di consumatori, altri imprenditori concorrenti o autorità pubbliche che presidiano il mercato. A tali diritti di informazione corrispondono dunque in maniera speculare gli obblighi informativi gravanti sul prestatore di servizi della società dell'informazione». Nella dottrina giuscommercialista, però, si è recentemente sottolineato come nell'ambito del diritto societario e dei mercati finanziari il tema dell'informazione sia "caleidoscopico", per sottolinearne la poliedricità: ANGELICI, *Sul caleidoscopio*, 315 ss.

¹⁵ Dal latino *trans parere* ovvero far apparire.

è un attributo del mercato valutabile in termini assoluti, ma è piuttosto un concetto relativo, che dipende da: *i*) le informazioni rese accessibili (profilo *oggettivo*); e *ii*) il numero di soggetti che possono visionarle (profilo *soggettivo*). In questo senso, dunque, il mercato sarà tanto più trasparente quante più informazioni rilevanti sono rivelate, e tanto più alto è il numero di coloro che possono conoscerle.

È noto, però, che la trasparenza del mercato non viene rimessa alla libera determinazione del “titolare” delle informazioni, ma ogni ordinamento giuridico si preoccupa di stabilire forme di *disclosure* che chiedono a detti soggetti di svelare i dati in loro possesso a una cerchia più o meno ampia di destinatari, nella convinzione che ciò sia utile al fine di tutelarne i relativi interessi. In questo senso, il legislatore si assume, anzitutto, il compito di selezionare l’*oggetto* della trasparenza, individuando quelle notizie che ritiene rilevanti (“*material*”) e che meritano di essere conosciute. Si tratta di un profilo delicato, atteso il rischio di c.d. *overloading* informativo¹⁶, ossia di propagare notizie inutili che offuscano quelle di reale interesse, con l’effetto di ridurre, anziché incrementare, il grado di trasparenza. Ne deriva che, le informazioni che gli azionisti istituzionali sono chiamati a comunicare (affiancandosi a quelle diffuse dagli azionisti “comuni” e dalle stesse società emittenti), incrementano il livello di trasparenza del mercato azionario, almeno nei limiti in cui esse possano essere considerate *material* per i soggetti che vi operano. È bene precisare, però, che il livello di trasparenza del mercato dipende altresì dalla tecnica normativa utilizzata per richiedere la divulgazione delle informazioni: così, si possono avere obblighi cogenti di comunicazione previsti in norme qualificabili come *hard law*, oppure casi in cui la trasparenza risulta meramente raccomandata nell’ambito di codici di *soft law*. Si capisce, tuttavia, che quest’ultima tecnica ha un senso solo là dove consenta di evitare la diffusione di notizie inutili, che possono portare a quel sovraccarico informativo di cui si è detto. Ogniqualvolta, invece, non sia prevista alcuna disposizione che preveda l’accesso a una data informazione, questa può essere tenuta “riservata”.

Oltre a stabilire quali dati vanno comunicati, le norme in tema di trasparenza si occupano anche di individuare a chi va indirizzata l’informativa (*sub ii*). Questo secondo aspetto, in realtà, è scarsamente tenuto in

¹⁶ STRAMPELLI, *L’informazione*, 1010; GRECO, 0398B; PAREDES, 417.

considerazione dagli studi condotti sulle varie forme di trasparenza previste nell'ambito della disciplina del mercato azionario, giacché queste in genere prevedono la *pubblicazione* delle informazioni, così da renderle accessibili a un numero indeterminato di soggetti¹⁷. Talvolta però il legislatore individua in modo puntuale i destinatari necessari dell'informativa, sul presupposto implicito che essi siano interessati a conoscerla. Si tratta, senza dubbio, di un dato di particolare importanza poiché individua i soggetti che si intende proteggere mediante la trasparenza. Nondimeno, molto dipende pure dalla tecnica utilizzata al fine di portare ai loro occhi l'informazione, poiché questa potrebbe consentirne la conoscenza pure ad altri soggetti. Così, ad esempio, il frequente utilizzo dei siti internet da parte degli investitori istituzionali per comunicare con i quotisti rende la notizia, in realtà, pubblica. Allo stesso modo, pure là dove l'informazione sia comunicata a un numero elevato di soggetti, essa può agilmente circolare, senza che possa realmente considerarsi "riservata". Oltretutto, l'utilizzo di tecniche di comunicazione che rendono l'accesso all'informazione maggiormente oneroso¹⁸ per soggetti diversi dai destinatari (ancorché non impossibile), denotano la volontà di consentire una certa opacità del mercato: o perché si ritiene che siano informazioni non *material* per il pubblico, ma rilevanti solo per i destinatari; oppure perché la trasparenza potrebbe pregiudicare altri interessi meritevoli di tutela del soggetto tenuto alla comunicazione¹⁹.

In conclusione, si può dire che la trasparenza può avere diversi gradi

¹⁷ Nell'ambito della trasparenza degli emittenti, il tema si era posto soprattutto avendo riguardo alla originaria formulazione letterale dell'art. 127-ter t.u.f (che, come noto, riconosce ai soci il diritto di porre domande prima dell'assemblea), ove ci si era chiesti se le risposte fornite in anticipo rispetto al contesto assembleare dovessero essere rese pubbliche o potessero essere direzionate esclusivamente a chi aveva formulato il quesito: sul tema cfr. BUSANI, *Il diritto*, 434; MULA-BRUNO, 188; PASQUARIELLO, *Art. 127-ter, 707*; ASSONIME, *La disciplina*, 27; MONTALENTI, *La direttiva*, 685; INNOCENTI, 367 s. Prima dell'inserimento di tale disposizione, v. BELVISO, 834, il quale già evidenziava come nelle società quotate le informazioni direzionate specificamente agli azionisti risultavano di fatto pubbliche.

¹⁸ Sui costi dell'informazione, v. GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanism* [1984], 609 ss.

¹⁹ Ad esempio, la necessità di calibrare i due interessi contrapposti è stata ampiamente analizzata in relazione alla disciplina *price sensitive*: cfr. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza*; MONTALENTI, «*Disclosure*», 245 ss.; COSTI, *L'informazione*, 151 ss. Ma lo stesso problema di bilanciamento si è posto pure in relazione alla trasparenza sugli assetti proprietari: v. *infra*, Cap. II, §§ 3.4.1, 5.3 e 6.2.2.

di intensità, ove il più elevato è rappresentato dal caso in cui l'informazione deve obbligatoriamente essere pubblica, mentre il più debole è quello di comunicazione direzionata specificamente a un dato destinatario, mediante mezzi che consentono di escludere chiunque altro dalla relativa conoscenza, e che si pone al limite della riservatezza.

3. *La trasparenza sulle abitudini di voto e di intervento degli azionisti istituzionali: il progressivo passaggio dall'ottica di tutela dei beneficiari dei fondi a quella di protezione di interessi di natura societaria nel dibattito e nella normativa europea.* – Al fine di ripercorrere le tappe con cui si è progressivamente modificata la prospettiva di lettura delle norme di trasparenza degli azionisti istituzionali (transitando da una visione per lo più concentrata sul piano del rapporto cliente-SGR a quella che si focalizza sulla relazione SGR-società partecipata) è bene anzitutto partire dall'esperienza USA, dalla quale ha evidentemente tratto ispirazione il dibattito successivamente sviluppatosi nel sistema UE²⁰.

3.1. *L'esperienza nordamericana.* – Negli Stati Uniti la possibilità di sottoporre gli azionisti istituzionali a obblighi di trasparenza che gettino luce sulle relative inclinazioni nell'ambito delle società partecipate ha iniziato a essere oggetto di attenzione già negli anni '70 del secolo scorso, quando la SEC presentò due distinte proposte normative per imporre agli stessi di comunicare le proprie politiche e pratiche di voto²¹. La prima risale al 1971 quando la Commissione prospettò di modificare l'*Investment Company Act* del 1940 «to require investment companies [...] to disclose with greater specificity their policies of involvement in the affairs of their portfolio companies»²². A causa dello scarso supporto ottenuto in sede di consultazione, l'autorità decise di abbandonare l'iniziativa nel 1976, per poi riprenderla già nel corso del 1978 mediante la predisposizione di un nuovo disegno di riforma, finalizzato questa volta a modificare il *Security Exchange Act*, attraverso l'inserimento di una previsione

²⁰ Per un parallelismo tra il sistema europeo e quello statunitense v. SCHMOLKE.

²¹ Su tali proposte v. PALMITER, 1454; SCHMOLKE, 9 ss.

²² Investment company Act Release No. 6,853 [1971-1972 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 80945 (dec. 1, 1971).

grosso modo analoga a quella precedente, diretta a rivelare al mercato le politiche di voto seguite dai *mutual funds*, nonché i voti dagli stessi esercitati²³. Senonché i tempi non erano ancora maturi e pure questo tentativo si risolse con un nulla di fatto. In ogni caso, è possibile notare una certa ambivalenza tra le due proposte di riforma: si trattava, infatti, di progetti simili, che tuttavia miravano a modificare due plessi normativi differenti (l'*Investment Company Act* il primo, e il *Security Exchange Act* il secondo) e posti a tutela di interessi diversi.

A seguito del naufragio delle citate iniziative, si dovette aspettare oltre un ventennio prima che il tema della trasparenza sulle prassi di voto degli azionisti istituzionali tornasse in auge. È nel 2003 che la SEC – anche in accoglimento degli auspici manifestati da un'autorevole dottrina²⁴ – approvò la prima forma di c.d. *mandatory voting disclosure* rivolta agli azionisti istituzionali, sancita dalla *Rule 30b1-4* dell'*Investment Company Act* del 1940 e in alcuni *Form* per la pubblicazione di informazioni²⁵. In dettaglio, a seguito di questo intervento normativo si è resa obbligatoria per ogni “*registered management investment company*” (ossia *mutual funds* e *close-end funds*) la comunicazione di alcune informazioni alla Commissione, affinché le rendesse accessibili sul proprio sito internet: *i*) le c.d. *voting policies*; *ii*) i c.d. *proxy voting records*²⁶. Si tratta, quindi, della prima forma di trasparenza cogente con cui viene rivelato all'intero mer-

²³ Exchange Act Release No. 14,970 at. 43-47 [1978 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 80,574 (July 18, 1978) (Proposed Rule 14a-3(b)(11)).

²⁴ PALMITER, 1419 ss.

²⁵ V. SEC, *Final Rule: Disclosure*. Sulla disposizione in parola, cfr. NICHOLSON, 687 ss.; HULICK, 31 ss.; CLARKE-MILLER, 22 ss.; WATT, 23 ss.; STEWARD, 233 ss. In Italia un cenno in MORINI, 762.

²⁶ La disciplina regolamentare prevede che i *mutual funds* indichino le proprie *voting policies* nell'ambito delle c.d. *statements of additional information* (“SAIs”), una sorta di “lato B” del prospetto che i diversi fondi sono tenuti a predisporre in sede di registrazione presso la SEC tramite i *Form* N-1. La medesima informazione è chiesta pure ad altri veicoli di investimento (mediante la compilazione dei *Form* N-2 e *Form* N-3). Le SAIs sono poi rese accessibili al pubblico presso il *database* gestito dalla stessa Commissione. Con specifico riferimento ai *close-end management investment company*, viene poi previsto un obbligo di comunicazione annuale delle *voting policies* nell'ambito della relazione annuale ai clienti (*Form* CSR), anch'esso liberamente consultabile dal pubblico sul sito della SEC. Per una critica sull'inserimento delle *voting policy* nelle SAIs v. STEWARD, 248. Invece, i *voting records* vengono indicati nel *Form* N-PX, il quale andrà inoltrato (entro il 31 agosto di ogni anno) alla Commissione, che a sua volta provvederà alla relativa divulgazione.

cato il comportamento di voto che l'azionista istituzionale tiene nelle società partecipate.

Più in particolare, le *voting policies* sono un documento che illustra le regole adottate dall'azionista istituzionale al fine di decidere come e quando votare, nonché garantire che i voti siano sempre espressi per soddisfare gli interessi dei beneficiari, senza essere contaminati da eventuali altri interessi in conflitto. In sostanza, tale disposizione, pure lasciando liberi gli azionisti istituzionali di determinare a proprio piacimento i criteri e le procedure da seguire nell'assumere le proprie scelte di voto, sono chiamati a dotarsi e rendere pubbliche tali politiche di voto²⁷.

I *proxy voting records*, invece, si risolvono in una tabella riepilogativa dei voti espressi dal gestore nel corso dell'anno, con l'indicazione, per ognuno, di una serie di informazioni, quali: il nome dell'emittente, la data dell'assemblea, una breve descrizione delle materie all'ordine del giorno, la provenienza delle proposte di delibera (se dall'emittente o da altri azionisti), l'eventuale voto espresso con la precisazione se è stato a favore o contro il *management*. Tramite la loro divulgazione, pertanto, si consente di comprendere in che termini le regole astratte contenute nelle *voting policies* sono state concretamente attuate²⁸.

Ciò posto, preme sottolineare come la *mandatory voting disclosure*, ancorché contenuta nell'ambito della normativa dedicata alle *investment companies* è sempre stata intesa da SEC in senso polifunzionale. Rinviando al prosieguo l'analisi (e la critica) delle dettagliate argomentazioni adottate dalla Commissione al fine di giustificare l'inserimento della disposizione in parola, preme qui anticipare come essa avesse inteso perseguire due distinti obiettivi: da un lato, offrire una maggiore tutela ai clien-

²⁷ V. SEC, *Final Rule: Disclosure*, «We have determined not to prescribe more specific guidelines or requirements for the proxy voting policies and procedures that a fund must disclose in its SAI or Form N-CSR for closed-end funds. The intent of our proposal is to promote transparency with respect to proxy voting information, and not to mandate the content of a fund's policies or procedures. Therefore, we believe that funds should be allowed the flexibility to determine the content that would be appropriate for this disclosure».

²⁸ Sotto quest'ultimo profilo, peraltro, nella proposta normativa originariamente presentata dalla SEC veniva altresì previsto l'obbligo per l'investitore istituzionale di giustificare espressamente al mercato i voti espressi in contrasto con la propria *policy*. Previsione, questa, che non è stata riprodotta nella versione definitiva della norma: STEWARD, 240.

ti dei fondi di investimento, mettendo a loro disposizione le informazioni necessarie per scegliere a chi assegnare le proprie personali risorse e tenere monitorato il rispetto dei relativi doveri fiduciari²⁹; dall'altro, soddisfare l'interesse di natura eminentemente societaria a stimolare la partecipazione degli azionisti istituzionali nella vita delle stesse società partecipate³⁰.

3.2. *Il dibattito europeo: il report dell'High Level Group of Company Law Experts e l'Action Plan del 2003.* – Come si è detto, l'esperienza americana ha fatto sì che anche a livello europeo ci si iniziò a interrogare

²⁹ Cfr. SEC, *Final Rule: Disclosure*, che limpidamente riconosce che gli «[i]nvestors in mutual funds have a fundamental right to know how the fund casts proxy votes on shareholders' behalf» e ancora afferma «we believe that requiring management investment companies to disclose their proxy policies and procedures as well as voting records will result in greater transparency for fund shareholders regarding the overall management of their investments». V. anche MORINI, 762 nt. 15. Pone l'accento sull'esigenza di scongiurare conflitti di interesse anche NICHOLSON, 693 ss. Nel sistema americano, poi, il problema dei conflitti di interesse è particolarmente spiccato atteso il frequente ricorso da parte dei *mutual funds* a consulenti esterni, non solo per la gestione dei propri patrimoni (c.d. *investment advisors*) ma altresì per la determinazione e/o l'esercizio del voto da esprimere (c.d. *proxy advisors*), i quali potrebbero avere delle relazioni commerciali con l'emittente o essere latenti di altri interessi nei confronti di una specifica società partecipata (PALMITER, 1425; MORINI, 760, dove anche l'affermazione secondo cui in Italia gli investitori istituzionali farebbero raramente ricorso alla figura del *proxy advisor*; conforme ALVARO-LUPINI, 100). La trattazione delle problematiche connesse ai *proxy advisors* esula dai fini della presente indagine. Qui basti semplicemente ricordare come la disciplina americana non solo chiede che, in caso di esternalizzazione del voto, venga resa nota anche la politica di voto seguita dall'*investment advisor*, ma contestualmente all'introduzione della *mandatory voting disclosure* per le *investment companies*, la SEC ha altresì introdotto la *Rule 206(4)-6* sotto l'*Advisers Act* del 1940, ai sensi della quale gli *investment advisers* non possono esercitare il voto per delega dei propri clienti salvo che essi rispettino alcune precise richieste: «(a) Adopt and implement written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that you vote client securities in the best interest of clients, which procedures must include how you address material conflicts that may arise between your interests and those of your clients; (b) Disclose to clients how they may obtain information from you about how you voted with respect to their securities; and (c) Describe to clients your proxy voting policies and procedures and, upon request, furnish a copy of the policies and procedures to the requesting client». Sulla norma, v. SCHMOLKE, 21; HULICK, 31 ss.; MORINI, 763.

³⁰ SEC, *Final Rule: Disclosure*, ove la notazione che «requiring greater transparency of proxy voting by funds may encourage funds to become more engaged in corporate governance of issuers held in their portfolios, which may benefit all investors and not just fund shareholders»; così anche PALMITER, 1476; MORINI, 761.