



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto Privato Comparato

TUTELA E COINVOLGIMENTO DEGLI AZIONISTI  
NELLE SOCIETÀ PER AZIONI: UN'ANALISI  
COMPARATA FRA ORDINAMENTO NAZIONALE,  
INGLESE E COMUNITARIO

RELATORE

Prof. Domenico Benincasa

CANDIDATO

Chiara Sabella

Matr. 132653

CORRELATORE

Prof.ssa Barbara Santa De Donno

# INDICE

---

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>4</b>
<b>CAPITOLO 1 – FONTI DI LEGGE E CODICI DI AUTODISCIPLINA.....</b>	<b>11</b>
1.1. Fonti di legge.....	11
1.2. Hard law e soft law: l'importanza dei codici di autodisciplina.....	14
1.3. L'evoluzione della corporate governance nel Regno Unito.....	21
1.3.1. Segue: Il Corporate Governance Code del 2014.....	23
1.3.2. Segue: Lo Stewardship Code.....	26
1.4. I Non- Executive Directors (NEDs).....	27
1.4.1. Segue: I Board Committees.....	31
1.4.2. Segue: il ruolo degli investitori istituzionali nella corporate governance.....	35
1.5. L'evoluzione della corporate governance in Italia.....	37
1.5.1. I principi OCSE del 1999: il punto di partenza per il legislatore italiano.....	38
1.5.2. La c.d. Legge sul Risparmio: legge 262/2005.....	39
1.5.3. Linee guida e codici di buone pratiche.....	42
1.5.4. Il codice di autodisciplina delle società quotate.....	45
1.6. L'introduzione del voto di lista e i suoi recenti sviluppi.....	48
<b>CAPITOLO 2 – DIRITTI DELL'AZIONISTA E INFLUENZA NELLE DETERMINAZIONI SOCIALI.....</b>	<b>51</b>
2.1. Il principio <i>one share-one vote</i> .....	53
2.2. Esercizio dei diritti amministrativi e partecipazione nell'assemblea.....	59
2.3. Diritti patrimoniali.....	64
2.4. Diritto di opzione.....	68
2.5. Agevolazione nell'esercizio dei diritti dell'azionista.....	76
2.6. Non discriminazione, proporzionalità e trasparenza.....	79
2.7. Esercizio dei diritti tramite intermediari.....	85
2.8. Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.....	89

---

## **CAPITOLO 3 – RENUMERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI E**

<b>SAY – ON – PAY.....</b>	<b>99</b>
3.1. Diritto di voto sulla politica di remunerazione.....	101
3.1.1. Segue: il <i>Say on Pay</i> nel Regno Unito.....	108
3.1.2. Segue: il <i>Say on Pay</i> in Italia.....	111
3.2. Trasparenza e ruolo del <i>remuneration committee</i> .....	118
3.3. Misure di disclosure e corporate governance sulla remunerazione degli amministratori esecutivi in Europa.....	123
3.4. Contabilizzazione degli incentivi azionari fra i costi.....	126
3.5. Attribuzione degli incentivi azionari agli amministratori indipendenti.....	130
3.6. Tutela reale e tutela risarcitoria.....	135

## **CAPITOLO 4 – FORME DI ATTIVISMO E OBIETTIVI.....142**

4.1. Aree interessate e fattori che stimolano l’attenzione degli azionisti.....	143
4.2. Strategie comuni per implementare l’attivismo.....	148
4.3. Attivismo <i>low- cost</i> e investitori istituzionali.....	153
4.3.1. La <i>passivity rule</i> .....	158
4.4. Profili generali sull’ attivismo degli investitori istituzionali in un’ottica giusnormativa...163	
4.5. Attivismo <i>high-cost</i> .....	166
4.6. Lo <i>shareholder activism</i> e gli hedge fund.....	170
4.6.1. Lo <i>shareholder activism</i> nel Regno Unito.....	176
4.6.2. Lo <i>shareholder activism</i> in Italia.....	181

## **CAPITOLO 5 – NUOVE FORME DI COINVOLGIMENTO PER I DIPENDENTI**

<b>E TUTELA DELLE MINORANZE.....</b>	<b>185</b>
5.1. Diritto di partecipazione alla gestione d’impresa e rappresentanza collettiva dei lavoratori.....	186
5.2. Partecipazione azionaria dei lavoratori.....	191
5.3. Gestione collettiva della partecipazione azionaria.....	195
5.4. L’ESOP europeo e l’incremento dei piani di azionariato diffuso.....	198
5.4.1. Segue: le principali iniziative adottate nel Regno Unito.....	203
5.4.2. Segue: il quadro legale della partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia.....	207
5.5. La legislazione in materia di tutela delle minoranze azionarie nel Regno Unito e in Italia: breve cenni.....	210

---

<b>CAPITOLO 6 – PROSPETTIVE FUTURE NELL’OTTICA DELLA NUOVA</b>	
<b>DIRETTIVA UE 2017/828.....</b>	<b>221</b>
6.1. Contenuto della direttiva.....	222
6.2. Obiettivi.....	225
6.3. Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della SHRD II.....	229
6.3.1. Segue: impatto sull’Hedge fund activism.....	232
6.4. Il coinvolgimento degli azionisti nella determinazione della remunerazione dei direttori.....	237
6.4.1. Segue: l’impatto sulla disciplina del Say-on- Pay.....	239
6.5. I principali cambiamenti nell’ordinamento del Regno Unito.....	243
6.6. I principali cambiamenti nell’ordinamento italiano.....	248
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>255</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>263</b>

---

## INTRODUZIONE

L'attivismo degli azionisti (*shareholder activism*) è stata la chiave per effettuare importanti operazioni societarie negli ultimi anni e può essere descritto come un rinnovato esercizio dei diritti di proprietà (*ownership rights*) degli azionisti<sup>1</sup>.

Il concetto di "ownership" consente di definire la *governance* aziendale, in parte, in termini di istituzione del meccanismo di responsabilità per gli azionisti (*accountability*)<sup>2</sup>.

Tuttavia, la nozione di "ownership" può legittimare forme più attive di coinvolgimento degli azionisti al fine di proteggere i loro interessi residui<sup>3</sup>. L'argomento merita di essere esaminato perché anche le regole che governano il finanziamento azionario sono state oggetto di complesse riforme in Italia<sup>4</sup> e di una grande quantità di critiche e valutazioni in Inghilterra<sup>5</sup>.

Per tale motivo il presente lavoro di tesi intende offrire una prospettiva comparatistica del fenomeno, analizzando non soltanto la disciplina offerta dal nostro ordinamento, ma anche quella adottata nel sistema del Regno Unito e a livello comunitario. Nell'ordinamento del Regno Unito, le regole che governano il finanziamento azionario sono sempre state considerate molto flessibili. Le regole statutarie, in generale, che consentono l'emissione di

---

<sup>1</sup> Il Governo britannico ha sempre considerato gli azionisti come possibili detentori di un dovere fiduciario di impegnarsi con un appropriato attivismo nelle loro società partecipate. Vedi *Dep't of work and pensions, encouraging shareholder activism* (Consultation Paper, 2002), scaricabile su <http://www.dwp.gov.uk/consultations/consult/2002/myners/shareact.pdf>. Ciò è dovuto in gran parte alla tendenza degli azionisti investitori ad essere passivi e insufficientemente attivi nel governo della società partecipata. Vedi H. SHORT & K. KEASEY, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks, and Remuneration*, pp. 61-92, (Kevin Keasey et al. eds., John Wiley & Sons 1997); R. STRATLING, *General Meetings: A Dispensable Tool for Corporate Governance of Listed Companies?*, in 11 *Corp. Governance* 74 (2003).

<sup>2</sup> Non ci sono dubbi che questa visione della Corporate Governance sia basata sull'importanza della prospettiva finanziaria, principalmente esposta come problema di *agency*, in cui i proprietari sono considerati detentori del rischio residuale del fallimento della società e quindi hanno maggiori incentivi per garantire loro la responsabilità della gestione. JENSEN & MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J.Fin. Econ.* 305 (1976). Questa teoria spesso è vista dai teorici stakeholder come troppo restrittiva; ma Jensen e altri hanno spiegato che la responsabilità ultima dei dirigenti nei confronti dei proprietari comporta obiettivi manageriali per massimizzare il valore della società e che, in una certa misura, creerebbe anche benessere sociale. Vedi JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function*, ristampato in *Corporate Governance at the Crossroads*, Donald H. Chew & Stuart Gillan eds., McGraw-Hill 2005); F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHER, *The economic structure of Corporate Law*, in *The Econom*, Harvard University Press 1991. Ma vedi anche M. BLAIR, *Ownership and control*, Brookings Institution Press, 1995, che dice che gli azionisti ad esempio impiegati, sono anche detentori del rischio residuale; J. PARKINSON, *Corporate power and responsibility*, 262-71, Oxford University Press, 1994, che supporta i suoi argomenti prolifici in teoria e ideologia contro l'adozione della primazia dell'azionista come il modello dominante della responsabilità sociale.

<sup>3</sup> Vedi, e.g., L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 883 (2005); R. A. G. MONKS, *The new global investors*, Capstone Publishing 2001, che ha posto l'importanza degli investitori come fondamentali per la sostenibilità delle società e delle loro pratiche.

<sup>4</sup> D.lgs del 17 Gennaio 2003, n.6, pubblicato sulla *Gazzetta Ufficiale* del 22 Gennaio 2003, *m. 17, suppl. ord. Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, modificata by D.lgs 37 del 6 Febbraio 2004. Un secondo emendamento del Decreto n. 6 è stato effettuato adottando il *D. Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 (Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia)* pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale* del 30 Dicembre 2004, *n. 305*.

<sup>5</sup> v. P. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of modern company law*, (London 2003), p. 613 e ss.; e anche S. LAURENT, *Capital structure decision: the use of preference shares and convertible debt in the UK*, working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

una grande varietà di azioni e la riscossione delle azioni stesse, possono essere viste come uno strumento flessibile per la finanza azionaria creativa.

Il contesto italiano è molto diverso: storicamente, il codice civile italiano, che include anche le regole che regolano le società, era visto come un sistema rigido.

Forniva alle società solo regole obbligatorie e consentiva solo il rilascio di alcune classi di azioni. Di conseguenza, sia le società quotate che quelle chiuse erano spesso costrette a emettere strumenti di debito (come obbligazioni o prestiti bancari) per finanziare i loro investimenti.

Inoltre, la scarsità di strumenti azionari non suscitava l'interesse di nuovi investitori<sup>6</sup>.

Tuttavia, adesso la situazione italiana è cambiata: le riforme del diritto societario italiano (in vigore dal 1° Gennaio 2004) consentono ora alle aziende di scegliere tra una serie di opzioni e perfino di costruire una sofisticata struttura azionaria.

In particolare la scelta comparatistica con l'ordinamento britannico è dovuta non solo all'importanza assunta dal fenomeno e per i cambiamenti che l'attivismo ha determinato nella disciplina della gestione societaria, ma anche per le principali differenze fra il modello societario inglese e quello italiano.

Nel Regno Unito con il termine *company* si indica la società commerciale con personalità giuridica, in cui la responsabilità dei soci è limitata alla quota di capitale dagli stessi sottoscritta e per tale motivo si parla anche di *company limited by shares*<sup>7</sup>. In tale tipo di società la natura del rapporto con cui gli amministratori sono legati alla società è quella del *trustee* o dell'*agent* e mediante un sistema di *audit* avviene il controllo degli amministratori.

Al di là della distinzione effettuata all'interno della tipologia della *company* tra *public company* (nelle quali il numero dei soci è illimitato e le azioni sono liberamente trasferibili) e *private company* (nella quale i soci fondatori, nell'atto costitutivo, stabiliscono il numero massimo dei soci), per tutte le società commerciali il cui numero di soci sia superiore a venti vi è l'obbligo dell'*incorporation*.

Gli organi essenziali della società per azioni inglese sono due: l'assemblea degli azionisti (*general meeting*) e il consiglio di amministrazione (*board of director*).

Nella *public company* vi è, dunque, una separazione tra la proprietà (e quindi i detentori del capitale, *shareholders*) e gestione (affidata agli amministratori esecutivi, *managers*, i quali poi tendono ad esercitare anche il potere di vigilanza che spetterebbe al *board*). Le moderne tendenze, esplicitate nei codici di *corporate governance*, per ridurre i rischi di dipendenza del

---

<sup>6</sup> Ad esempio, le società non quotate non potevano emettere azioni riscattabili.

<sup>7</sup> Al fine di distinguerla dalla *company limited by guarantees*. Questa è una società in cui i soci non perseguono lo scopo di lucro. Pertanto la loro partecipazione sociale non è rappresentata da azioni. Per una veloce e riassuntiva disamina degli aspetti principali del diritto societario inglese si veda L.G. BRUNO, *Sistemi di governance, infor-mazione societaria e falso in bilancio nell'ambito dell'U.E.*, in *Società*, 2005, p. 532 sgg.

*board* dal *management* hanno avuto ad oggetto la riduzione dei posti in consiglio occupati dai *managers* in vantaggio degli amministratori non esecutivi.

Le analisi condotte sui rapporti tra i due organi societari, la divisione di poteri tra amministratori e organi di controllo e le responsabilità degli uni verso gli altri, sono state volte a verificare se il sistema monistico britannico possa essere preso come termine di paragone per comprendere il sistema monistico italiano.

Bisogna notare che nel sistema inglese è possibile che, nelle piccole società, le decisioni dei soci vengano assunte anche senza una formale assemblea, tramite la raccolta del c.d. *written consent* o di *written resolutions*. Gli azionisti possono anche evitare di convocare l'assemblea quando si abbia un *unanimous consent*.

Nella *public company*, invece, la Sez. 218 del *Companies Act* prevede la necessità di convocare l'assemblea dei soci per deliberare sulle materie di competenza degli azionisti.

La società per azioni è una società di capitali in cui per le obbligazioni sociali risponde soltanto quest'ultima con il suo patrimonio. Tale limitazione del rischio individuale dei soci e la possibilità della pronta smobilitazione dell'investimento, costituiscono gli strumenti con cui raccogliere ingenti capitali di rischio, di cui l'impresa di grandi dimensioni ha tipicamente bisogno. Questo comporta la presenza di due tipologie di soci, animati da due diversi interessi: infatti, accanto ad un ristretto numero di soci che assumono l'iniziativa economica perché animati da un forte spirito imprenditoriale (c.d. azionisti imprenditori), si rinviene un gran numero di piccoli azionisti animati solo dall'intento di investire fruttuosamente i loro risparmi (c.d. azionisti risparmiatori).

La presenza di una massa di soci eterogenei, ha come conseguenza che all'interno della società confluiscono interessi diversi, la cui tutela dà vita a costanti conflitti fra i diversi portatori degli stessi.

Nel panorama italiano, accanto alle società per azioni identificate in società di grandi dimensioni con azioni diffuse dal pubblico, esistono un gran numero di società per azioni composte da un numero non elevato di soci e costituite per la gestione di imprese di dimensioni modeste. Si tratta di società (talvolta anche a carattere familiare) in cui il ricorso al pubblico risparmio per la raccolta del capitale di rischio è del tutto assente o, al più, marginale.

In tali tipi di società a ristretta base azionaria, i problemi sono quelli tradizionali di una più energica tutela dei soci di minoranza e dei creditori, di fronte agli abusi dei soci di maggioranza e degli amministratori, tra essi nominati.

Il legislatore italiano ha affidato il corretto funzionamento della società per azioni al principio cardine secondo cui si attribuisce maggior potere a chi ha più conferito e quindi più rischia,

dal momento che è pensabile che il potere sia esercitato in modo più oculato da chi corre un rischio maggiore in caso di *mala gestio*. L'operatività del suddetto principio dovrebbe assicurare la partecipazione attiva dei soci all'assemblea e l'omogeneità della compagine azionaria, ma non sempre l'effetto sortito è stato quello desiderato.

Infatti, nel ristretto numero di società che fanno istituzionalmente appello al mercato al pubblico risparmio, la presenza accanto a pochi azionisti imprenditori-attivi e competenti- di un gran numero di azionisti investitori dotati di microscopiche partecipazioni individuali, comporta l'inevitabile dominio delle società da parte di gruppi minoritari di controllo, rendendo il controllo minoritario un "*fenomeno istituzionale, fisiologico e irreversibile*".<sup>8</sup>

Nel nostro ordinamento la riforma del 2003 ha previsto tre sistemi di amministrazione e controllo:

- a. Il sistema tradizionale, basato sulla presenza di due organi di nomina assembleare: l'organo amministrativo (amministratore unico o consiglio di amministrazione) ed il collegio sindacale, con funzione di controllo sull'amministrazione.
- b. Il sistema dualistico, ispirato al modello tedesco, in cui è presente un *consiglio di sorveglianza* di nomina assembleare e un *consiglio di gestione*, alla cui nomina provvede il consiglio di sorveglianza.
- c. Il sistema monistico, di ispirazione anglosassone, che prevede l'esercizio dell'amministrazione e del controllo da parte rispettivamente del *consiglio di amministrazione*, di nomina assembleare, e dal *comitato per il controllo sulla gestione*, costituito all'interno del consiglio di amministrazione e i cui componenti devono possedere particolari requisiti di indipendenza e professionalità.

Tuttavia, bisogna notare che il legislatore italiano ha introdotto un sistema che per alcuni aspetti si discosta da quello monistico originario, il quanto il comitato per il controllo sulla gestione appare depotenziato sia per quanto riguarda i suoi poteri, sia relativamente alle garanzie di indipendenza.<sup>9</sup>

Nell'ordinamento britannico l'obiettivo principale del modello organizzativo è quello di "*tenere sotto controllo i conflitti di interesse tra azionisti e management in presenza della separazione tra proprietà e controllo; ciò ha luogo tramite la presenza di soggetti (gli amministratori indipendenti) il cui ruolo ... è simulare il comportamento di soci attivi, superando i problemi generati, in una situazione di azionariato diffuso, dalla tendenza dei soci medesimi all'apatia razionale ... Gli amministratori indipendenti, non avendo interessi*

---

<sup>8</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2. *Diritto delle società*, UTET Giuridica nona edizione (2015), p. 139.

<sup>9</sup> Secondo G. RIOLFO, *Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle companies e delle corporations* (2011), [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net)

*propri nella gestione, possono adempiere senza conflitti al mandato ricevuto dagli azionisti di vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale".*

*Un tipo di sistema come quello italiano invece è "caratterizzato dalla frequente presenza di azionisti di controllo (solitario o congiunto)" e "il tipico problema di agency riguarda il possibile conflitto non tra interesse del management e degli azionisti tout court, ma tra coalizione management-azionisti di controllo, da un lato, e piccoli azionisti-investitori, dall'altro".<sup>10</sup>*

Da sempre, infatti, compito del diritto societario è quello, non solo di stabilire la struttura della società di capitali<sup>11</sup>, ma anche di predisporre regole ausiliare finalizzate a contenere i conflitti di interesse fra i vari *stakeholder*, inclusi quelli fra *insider* della società (azionisti di controllo e massimi dirigenti) e *outsider* (azionisti di minoranza e creditori sociali). Tali conflitti rientrano nel novero dei "problemi di *agency*", detti anche problemi *principal-agent*. Problemi di tal genere sorgono ogni volta che il benessere di una parte (*principal*), dipende dagli atti posti in essere da un'altra parte (*agent*) e, dunque, la difficoltà sta nel motivare l'*agent* ad agire nell'interesse del *principal*.

Nelle società commerciali inglesi si riscontra una delle tre tipologie di problemi di *agency*: il conflitto sorge fra i proprietari dell'impresa e i *manager* da essa stessa assunti. In questo caso si nota che i proprietari sono i *principal* e i *manager* sono gli *agent*: il problema è quello di assicurare che i *manager* perseguano gli interessi dei proprietari dell'impresa e non i propri.

In Italia, invece, si riscontra una diversa tipologia di problemi *agency*: questa volta il conflitto è fra soci di che posseggono la maggioranza delle azioni o, in ogni caso, che controllano la società, e i soci di minoranza o non di controllo. I proprietari- investitori non di controllo rappresentano i *principal*, mentre gli *agent* sono i soci di controllo, e quello che si cerca di evitare è che i primi non subiscano spoliamenti dai secondi.

In entrambi i casi il diritto può svolgere un ruolo importante nella risoluzione di tali problemi e anche nella riduzione dei costi di *agency*. Le numerose strategie normative, sia regolatorie sia di "governance", sono finalizzate ad accrescere il benessere sociale aggregato, ricercando soluzioni ottimali ai problemi di *agency* nel contesto societario. Tali soluzioni mirano quindi a massimizzare il benessere aggregato delle parti coinvolte, considerando nel loro insieme *principal* e *agent*.

Sebbene sia stato fatto un tentativo di costituire un sofisticato meccanismo per garantire che le imprese operino in modo efficiente con minimi costi di agenzia, crescenti scandali aziendali,

---

<sup>10</sup> Le affermazioni riportate sono tratte dal contributo di M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.* 2005, p.856 sgg.

<sup>11</sup> KRAAKMAN e HANSMANN, *Diritto societario comparato*, cap. 2 *Problemi di "agency" e strategie normative*, ed. il Mulino, 2006.

il crollo di aziende di fama mondiale e la crisi finanziaria mondiale, hanno dato prova dell'esistenza di alcuni tipi di debolezze nei meccanismi di *governance* delle aziende.

Gli *Institutional shareholders*, con le loro ampie quote di partecipazione azionarie e la loro capacità di influenzare le società partecipate sono considerati il “farmaco miracoloso” per risolvere i problemi di *governance* aziendale, o almeno un “farmaco” che vale la pena provare.

Tuttavia la questione del ruolo che gli azionisti istituzionali dovrebbero svolgere nel governo societario è complessa e la richiesta di un maggiore attivismo istituzionale degli azionisti non è stata oggetto di unanime consenso. L'assunzione di rischi eccessivi e le azioni a breve termine hanno rafforzato le critiche nei loro confronti.

Mentre nella letteratura accademica non esiste coerenza sulla misura in cui gli azionisti istituzionali dovrebbero impegnarsi nelle loro società partecipate, gli studiosi concordano sul fatto che un certo grado di attivismo istituzionale è necessario per migliorare il governo societario.

In tale ambito il Regno Unito è stato precursore di idee e di modelli successivamente accolti anche nel nostro ordinamento, con il fine precipuo di implementare le forme di coinvolgimento degli azionisti nella vita societaria.

Infatti, consapevoli che il perseguimento dei loro interessi fosse strettamente legato ad un'efficiente gestione aziendale, negli ultimi decenni gli investitori istituzionali si sono sempre più impegnati nell'attività di *corporate governance* nel Regno Unito, in Italia e in generale in tutto il continente europeo.

Esistono diverse ragioni per comparare l'Italia con il Regno Unito e l'Unione europea.

Innanzitutto il Regno Unito, insieme con gli Stati Uniti gode della reputazione di essere un *leader* nel governo societario<sup>12</sup> e mantiene la sua posizione di vantaggio nel settore della ricerca sull'attivismo degli azionisti. Un tale confronto è utile quindi per fornire un modello per le controparti italiane.

Essendo, poi, l'Italia parte dell'Unione ed essendo obbligata a recepirne le direttive e regolamenti nel proprio ordinamento interno e a dare loro attuazione, l'analisi del fenomeno all'intero del nostro ordinamento è imprescindibilmente legata alla regolamentazione comunitaria.

Tali direttive e regolamenti emanati dall'Ue sono stati attuati anche nel Regno Unito e quindi costituiscono un *common legal framework* per i due Paesi.

---

<sup>12</sup> Il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno ottenuto il primo posto fra 49 Paesi in un sondaggio condotto alla Banca Mondiale.

Scopo del presente lavoro è, pertanto, quello di analizzare il fenomeno dell'attivismo degli azionisti nelle S.p.a., partendo dallo studio del quadro legislativo, passando poi alla disciplina dell'identificazione dell'azionista, dei suoi diritti e della politica di remunerazione degli amministratori ( con particolare attenzione della regola del *say-on-pay*); cercando di comprendere il reale oggetto delle loro rivendicazioni, le strategie di azione utilizzate per il raggiungimento dei loro interessi e le forme di tutela e coinvolgimento di meno recente e di nuova previsione.

In conclusione, saranno presentate le valutazioni finali.

## CAPITOLO 1

### FONTI DI LEGGE E CODICI DI AUTODISCIPLINA

Il monitoraggio degli azionisti e il loro attivismo è il fulcro del dibattito sulla *corporate governance*. Esso è considerato una componente fondamentale per bilanciare i poteri del *board* con quelli degli *shareholders*.

La questione non è nuova. Infatti, sin da quando si è sviluppata la *corporate law*, sono sorte diverse questioni su come effettuare tale divisione dei poteri, considerata la quintessenza per la società per permettere, in parte, la delega del potere decisionale.<sup>13</sup>

Gli azionisti in genere occupano una posizione centrale nella disciplina societaria in tutta l'Europa. Gli investitori investono denaro a rischio nella società e utilizzano il modello aziendale per strutturare legalmente la loro attività.

In considerazione del loro investimento, ricevono delle azioni, che, appunto li rendono azionisti, dotandoli di diritti incorporati nei titoli azionari.

Gli azionisti, in tal modo, utilizzeranno tali diritti per proteggere il loro investimento.

Con la creazione delle società moderne e la diversificazione della compagine azionaria, il quadro normativo di origine è mutato considerevolmente in tutti i Paesi europei.

Le fonti normative primarie e vincolanti, emanate dal legislatore interno ed europeo, sono state affiancate da codici di buone pratiche e linee guida non vincolanti, emanate dalla stessa comunità degli investitori.

Il complesso normativo attuale appare, dunque, governato da diverse fonti normative, aventi diverso valore.

#### 1.1. Fonti primarie di legge e strategie regolatorie

Nel Regno Unito il diritto societario ha sempre costituito il fondamento dei diritti degli azionisti, per difendersi dalle condotte prevaricanti del *management*.

Questo, insieme agli sforzi concentrati negli ultimi anni dei regolatori e dei legislatori britannici, per incoraggiare un impegno più attivo degli azionisti (in particolari dopo i fallimenti dei sistemi di *corporate governance* evidenziati dall'ultima crisi globale), ha costituito un quadro legale tale da rendere il Regno Unito il Paese europeo con l'ordinamento legale più favorevole all'attivismo degli azionisti.

Gli strumenti legali più importanti che tutelano l'azionista sono, in primo luogo il *Companies Act 2006*. Esso fornisce all'azionista i mezzi per ampliare la sua influenza al di là della portata della sua partecipazione (che alle volte può essere molto piccola).

---

<sup>13</sup> R. KRAAKMAN *et al.*, *Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, Oxford 2009,72.

Mette a disposizione dell'azionista anche un altro importante strumento per esercitare la sua influenza nella vita sociale, ossia il potere di richiedere la convocazione dell'assemblea generale. A condizione che l'azionista detenga almeno il 5% del capitale sociale, può convocare l'assemblea generale degli azionisti e proporre una o più delibere da prendere in considerazione in tale assemblea.<sup>14</sup>

In alternativa gli azionisti che detengano almeno il 5% del capitale sociale o un gruppo di almeno 100 azionisti, possono chiedere decisioni specifiche da prendere durante l'assemblea generale annuale.<sup>15</sup>

Oltre al diritto di convocazione dell'assemblea il *Companies Act* fornisce ulteriori diritti agli azionisti.

Esso è stato introdotto dal Parlamento inglese e si applica a tutte le società costituite nel Regno Unito.

Altre fonti primarie sono:

- a. Le *Listing Rules*;
- b. Le *Disclosure Guidance and Transparency Rules* (DTRs);
- c. Le *EU Market Abuse Regulation* (MAR);
- d. Il *City Code on Takeovers and Mergers* (the *Takeover Code*).

Le *Listing Rules* e le DTRs sono create e messe in atto dalla *Financial Conduct Authority* (FCA).

Le *Listing Rules* si applicano a tutte le società (quelle costituite sia nel Regno Unito sia altrove).

Il Capitolo 5 delle DTRs (DTR5) è particolarmente rilevante nel contesto dello *shareholder activism* e si applica: (i) a società britanniche con azioni ammesse alla negoziazione in un “*regulated market*” (come ad esempio il *Main Market of the London Stock Exchange*); (ii) a società pubbliche britanniche con azioni ammesse alla negoziazione in un “*prescribed market*” (per esempio AIM), e (iii) società non britanniche con azioni ammesse alla negoziazione in un “*regulated market*” il cui Stato di origine sia il Regno Unito.

MAR è un regolamento europeo applicato nel Regno Unito, ad opera di FCA.

Il *Takeover Code* è un insieme di regole amministrative messe in atto dal *Takeover Panel* e si applica, *inter alia*, alle offerte di acquisizione per:

- Società costituite nel Regno Unito, o nelle Isole del Canale o nell'Isola di Man se uno qualsiasi dei loro valori mobiliari è ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o in una struttura di negoziazione multilaterale (come AIM) nelle loro giurisdizioni; e

---

<sup>14</sup> Sez. 303, Companies Act (2006).

<sup>15</sup> Sez. 338, Companies Act (2006).

- *Public company* costituite nel Regno Unito, nelle Isole del Canale o nell'Isola di Man, la cui sede centrale o di controllo sia soggetta, secondo il *Takeover Panel*, ad una di tali giurisdizioni.

In Italia, il quadro legislativo disciplinante l'attivismo e il coinvolgimento degli azionisti consiste principalmente in:

- a. Codice civile italiano, relativamente ai diritti degli azionisti delle società per azioni (artt.2525 e sgg.);
- b. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, riguardante i diritti degli azionisti delle società quotate (legge italiana sui titoli);
- c. Direttiva 2007/36/CE<sup>16</sup>, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti nelle società quotate (direttiva sui diritti degli azionisti), come attuata dalle leggi e dai regolamenti nazionali.

L'armonizzazione della disciplina europea, avvenuta tramite la suddetta direttiva, costituisce un importante punto di partenza per un'analisi comparata sullo sviluppo della disciplina legale a tutela degli *shareholder rights*.

La direttiva è finalizzata a “consentire agli azionisti di esercitare effettivamente i loro diritti in tutta la Comunità”<sup>17</sup>. Essa richiede che le società forniscano tempestivamente le informazioni sull'orario e sul luogo della riunione, che gli azionisti abbiano il diritto di mettere all'ordine del giorno gli argomenti, che gli azionisti non debbano depositare le loro azioni prima della riunione, che gli azionisti abbiano il diritto di porre domande e di votare per delega e che le società comunichino il risultato delle votazioni.

La *Shareholder Directive*, però, non conferisce agli azionisti maggiori diritti di controllo.

Gli argomenti all'ordine del giorno, su cui gli azionisti hanno il potere di votare, non sono identici nei diversi Paesi.

La necessità di identificare i diritti dell'assemblea generale degli azionisti permane ancora, dal momento che gli sforzi di armonizzazione europea non si sono concentrati sull'organizzazione interna della società.

Negli anni Settanta la Commissione europea ha avviato un dibattito per armonizzare la struttura interna della società attraverso la proposta della quinta direttiva sul diritto societario. Inizialmente si è ritenuto che il sistema dualistico (*two-tier system*) fosse superiore, ma poi la Commissione ha riconosciuto che le caratteristiche di un sistema monistico (*one-tier system*), in determinate circostanze, possono essere accettate. La proposta è stata modificata durante le successive discussioni avvenute negli anni, ma alla fine, come è apparso evidente che

---

<sup>16</sup> Adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio l'11 luglio 2007.

<sup>17</sup> Considerando 14 della Direttiva 2007/36/CE

entrambi i sistemi avevano i loro meriti e i loro punti deboli, la Commissione europea ha ritirato la proposta. Molti altri argomenti di discussione sono stati scelti successivamente, come ad esempio il governo societario e la libertà di (ri)incorporare. Di conseguenza, gli sforzi di armonizzazione nei confronti della posizione e dei poteri dell'assemblea generale degli azionisti si sono conclusi o con la previsione dell'approvazione obbligatoria di un certo numero di diritti, o con la riorganizzazione della società.

Nel giugno del 2017 è entrata in vigore la direttiva 2017/828/UE, che modifica la direttiva sui diritti degli azionisti.

Essa costituisce la risposta della Commissione europea alle carenze individuate nel governo societario delle società quotate. Gli emendamenti, che gli Stati membri dell'Unione Europea dovranno recepire entro giugno 2019, sono focalizzati sull'incoraggiamento degli azionisti a lungo termine e sul miglioramento della trasparenza degli investitori e delle imprese.

- d. Il Regolamento della Commissione di Borsa Italiana (Consob) sulle società quotate n. 11971 del 14 maggio 1999, come di volta in volta modificato (Regolamento Emittenti).

In questo settore gli organi italiani competenti ad emanare leggi e regolamenti sono gli organi legislativi (Parlamento e Governo) e la Consob. Sul rispetto delle leggi e dei regolamenti disciplinanti gli emittenti e i mercati di capitali, compresi quelli che riguardano l'attivismo degli azionisti, vigilano sia i tribunali competenti sia la Consob. Le decisioni della Consob possono essere impugnate davanti al tribunale competente.

Si deve aggiungere, poi, che gli intermediari finanziari italiani (fondi comuni di investimento, hedge fund, ecc.) sono anche governati e controllati dalla Banca centrale nazionale (la Banca d'Italia) e i loro investimenti e le loro azioni sono regolati da diverse disposizioni, fra cui anche quelle contenute nel Regolamento sugli investimenti collettivi di gestione, adottato dalla Banca d'Italia il 19 gennaio 2015.

## **1.2. *Hard law* e *soft law*: l'importanza dei codici di autodisciplina**

Il verificarsi di azioni scorrette perpetrate dai vertici aziendali di alcune società, poi sfociate nei conseguenti scandali finanziari, ha messo in luce la necessità di una maggiore regolamentazione al livello di governo d'impresa.

Accanto alla forte reazione delle istituzioni, che ha comportato l'emanazione di nuovi regolamenti contenenti disposizioni sempre più penetranti al fine di garantire una maggiore efficacia del sistema di controllo; sul panorama legislativo europeo sono sorti nuovi protagonisti animati dall'obiettivo di aggiornare e rafforzare le disposizioni dimostratesi più deboli, con particolare riguardo alle mancanze o inefficienze avvertite nei controlli interni.

La regolamentazione riguardante il tema della tutela degli azionisti, dunque, percorre due diversi filoni di intervento:

- L'intervento legislativo statale, a cui corrisponde l'emanazione di leggi, che prevedono sanzioni in caso di mancato rispetto delle relative disposizioni (*compliance* obbligatoria);
- L'intervento da parte dello stesso mercato finanziario, tramite autoregolamentazione o autodisciplina, che solitamente consiste nell'istituzione di una commissione composta da numerosi esperti trasversali della comunità economica, la quale ha lo scopo di redigere un codice composto da diverse disposizioni o *best practices*. L'adozione di tale codice è suggerita, attraverso un approccio *comply or explain*, all'insieme delle aziende quotate. Viene richiesto inoltre di rendere conto pubblicamente del grado di adozione delle disposizioni del codice, tramite la relazione sul governo societario.

L'adozione di queste disposizioni è del tutto volontaria (*compliance* volontaria) ed è basata sulla persuasione morale degli amministratori.

Il settore dei mercati finanziari è, infatti, il regno della *soft regulation* e dell'analogo fenomeno della *self regulation*, definita anche *reflexive* o *autoregulation*.

Secondo il parere del Comitato economico e sociale europeo per *soft law* si intende un "diritto non vincolante", che si identifica negli "atti preparatori o informativi (ad esempio i libri bianchi e i libri verdi, i piani d'azione e i programmi), gli atti interpretativi..., le conclusioni, le dichiarazioni, le risoluzioni e, infine, le raccomandazioni e i pareri".

È chiaro che si tratta di atti fra loro eterogenei, ma accomunati tutti dal fatto di essere emanati da pubblici poteri e non da soggetti privati.

Detto altrimenti, è *soft law* "a wide range of quasi legal instruments that differ from hard law as they lack immediate, uniformly binding, direct effects, precision, and clearly delineated monitoring, dispute settlement, and enforcement authorities".<sup>18</sup>

Alcune volte si riscontra un legame di alternatività tra autoregolamentazione e regolazione flessibile.

La Consob nel 2009 ha deciso di rinviare l'adozione di un proprio atto di *soft law* (la comunicazione contenente raccomandazioni relative alla valutazione dell'organo amministrativo di società quotate sulla sussistenza dei requisiti per i propri dipendenti che si sono dichiarati indipendenti) con il fine di fare una stima degli sviluppi

---

<sup>18</sup> C. KOUTALAKIS-A. BUZOGANY-T. BÖRZEL, *When soft regulation is not enough: The integrated pollution prevention and control directive of the European Union*, in *Regulation and Governance*, 2010, pp. 329-330.

dell'autoregolamentazione prendendo atto dell'intenzione di Borsa italiana di dare avvio ad una revisione del codice di autodisciplina che tenesse conto delle migliori prassi in materia.<sup>19</sup>

La regolamentazione del settore è frutto di un continuo intreccio, sia a livello europeo sia a livello internazionale, fra *self regulation*, *soft regulation*, *hard law* e *soft law*.

Il Parlamento europeo, infatti, in un primo momento, nella sua risoluzione del 29 marzo 2012, si è espresso favorevolmente circa l'obbligo di aderire a un determinato codice di autodisciplina del governo societario e ha ritenuto che qualsiasi comportamento non conforme al codice sarebbe dovuto essere motivato nel modo opportuno e che a ciò si sarebbero dovute aggiungere anche la descrizione e la spiegazione della misura adottata in alternativa (in applicazione del principio del *comply or explain*).<sup>20</sup>

In un secondo tempo, la Commissione europea, tramite la Raccomandazione del 9 aprile 2014, relativa alla qualità dell'informativa sul governo societario, premettendo che i codici di governo societario mirano a stabilire nelle società quotate in Europa "*principi di buon governo societario basati sulla trasparenza, sulla responsabilità e su una prospettiva a lungo termine*" e che questi codici "*forniscono norme e buone pratiche alle società*", ha specificato che il pieno rispetto del codice può diffondere un messaggio positivo al mercato, ma potrebbe anche non essere l'approccio migliore per una società nella sua prospettiva di governo societario e questo comporterebbe che, in alcuni casi, discostarsi da una disposizione del codice consentirebbe a un'impresa di organizzare la propria gestione in modo più efficace.<sup>21</sup>

In tal modo i codici di autodisciplina, che sono atti di *self regulation*, vengono ad assumere rilevanza diretta per l'ordinamento giuridico in virtù di altri atti tipici di *soft law*: una Risoluzione del Parlamento europeo e una Raccomandazione della Commissione europea.

Tuttavia, il processo di emersione di un vincolo giuridico al rispetto dei codici di condotta non si è fermato al livello sovranazionale. Infatti nel momento del passaggio dal livello sovranazionale a quello nazionale il vincolo diventa sempre più stringente, in ragione delle frequenti crisi economiche e degli incalzanti scandali finanziari, perché è proprio il contesto economico ad influenzare l'approccio regolamentare.

---

<sup>19</sup> CONSOB, *Proposta di comunicazione avente ad oggetto Raccomandazioni relative alla trasparenza delle valutazioni dell'organo amministrativo sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza dei propri componenti*, del 26 febbraio 2009.

<sup>20</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, 2011/2181(INI).

<sup>21</sup> «L'approccio rispetta o spiega offre una certa flessibilità alle società, consentendo loro di adeguare il sistema di governo societario alle dimensioni, alla struttura dell'azionariato e a specificità settoriali. Al tempo stesso occorre promuovere una cultura della responsabilità, incoraggiando le società a riflettere maggiormente sui dispositivi di governo societario»; così il settimo considerando della Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, sulla qualità dell'informativa sul governo societario (2014/208/UE), ma si vedano anche il secondo e il sesto considerando. Cfr. altresì art. 20 della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio

Perciò, specificamente, il contenuto del suddetto atto europeo di *soft law* è stato recepito in un atto nazionale di *hard law*, ossia il T.U.F.; attualmente l'articolo 123-bis, comma 2, lett. a, impone agli emittenti di informare il mercato sul grado di osservanza delle raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina e consente loro di disattenderle a patto che forniscano le motivazioni sottese a tale scelta organizzativa<sup>22</sup>. Invece, l'art. 192-bis ha reso vincolante il principio del "rispetta o spiega", tramite la previsione di sanzioni amministrative in caso di violazione di questo principio.<sup>23</sup>

Questo dimostra come, talvolta, gli atti di *self regulation* abbiano la forza di porre vincoli diretti, mediante il filtro della *soft law* o dell'*hard law*. Questo particolare tipo di *enforcement*, però, produce due conseguenze preoccupanti: da un lato, esso dà vita ad un processo di stratificazione *fatalmente disordinato*, data la grande articolazione delle fonti giuridiche e la risultante complessità del dato normativo<sup>24</sup>; dall'altro, conduce a una sorta di pubblicizzazione occulta della *self regulation*, con un problematico snaturamento del fenomeno originario, espressione d'autonomia privata.<sup>25</sup>

La *soft law* nasce nel diritto internazionale pubblico e si sviluppa in modo particolare nel diritto dell'Unione europea. Essa si radica storicamente nella distinzione tra comandi e consigli, secondo cui, mentre il destinatario di un comando è obbligato ad eseguirlo, il destinatario del consiglio ha la libertà di scegliere di seguirlo o no, "ossia si trova in quelle situazioni che i giuristi chiamano *facoltà*"<sup>26</sup>; oppure, a preferenza, affonda storicamente le sue radici nella distinzione fra *commands*, le regole riconosciute aventi forma vincolante, e

---

<sup>22</sup> «La relazione sulla gestione delle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati contiene in una specifica sezione, denominata: "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari", informazioni dettagliate riguardanti: (...) a) l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. La società indica altresì dove il codice di comportamento in materia di governo societario al quale aderisce è accessibile al pubblico» (art. 123-bis, comma 2, lett. a, del T.U.F., come risultante dalle modifiche apportate dall'art. 5, comma 1, del d. lgs. 3 novembre 2008, n. 173).

<sup>23</sup> Da notare che la regolamentazione bancaria in materia di esponenti aziendali (art. 26 T.U.B.) riproduce, accentuandola, l'impostazione –sommariamente indicata nel testo– seguita per la generalità delle società quotate, con uno stretto connubio tra normativa primaria (art. 26, comma 1 e 2, T.U.B.), normazione di grado secondario, con poche linee guida a corredo (art. 26, comma 3, T.U.B.), e un residuale spazio per l'autoregolazione.

<sup>24</sup> M. EREDE-F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata*, cit., spec. pp. 920-921

<sup>25</sup> Così P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo*, cit., p. 33 ss., che parla di un *enforcement* pubblico che «aguzza i denti»; sulla commistione fra fonti di autoregolamentazione privata e regolatori pubblici cfr. anche F. VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca imprese e società*, 2004, p. 468 ss.; M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 599 ss

<sup>26</sup> Distinzione che si deve a N. BOBBIO, *Comandi e consigli*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, p. 369 ss., e di recente ripresa a G. MORBIDELLI, *Linee guida dell'ANAC: comandi o consigli?*, in corso di pubblicazione su *Dir. Amm.*

*precepts*, le regole vincolanti per la convinzione della bontà del loro contenuto e dell'autorevolezza del soggetto che le pone.<sup>27</sup>

Come osservato, la *soft law* si manifesta in diverse forme: linee guida, comunicazioni, chiarimenti interpretativi e applicativi, atti tipo, risposte ai relativi quesiti e indirizzi.

Essa non è dotata di coercibilità in senso tradizionale, ponendo precetti privi di sanzione, la cui ottemperanza, cioè, è volontaria. Da questo ne dovrebbe conseguire che è *soft regulation* la *soft law* tipica di ambiti caratterizzati dalla presenza di autorità di regolazione, stabilendosi tra le due nozioni un rapporto di genere e specie<sup>28</sup>.

Tuttavia, anche se inizialmente sembrerebbe pleonastico aggiungere l'aggettivo *soft* al sostantivo *regulation*, tale aggettivo è importante. Infatti la regolamentazione nasce come un'attività intrinsecamente *soft, flessibile*, che si può modificare nel tempo, che ha l'obiettivo di verificare il suo impatto in concreto, che assegna un ruolo partecipatorio ai suoi stessi destinatari e che pone a presidio della sua osservanza non la cogenza nel senso tradizionale, ma piuttosto la capacità persuasiva che comporta una spontanea ottemperanza<sup>29</sup>.

Per il raggiungimento dei loro scopi le autorità di regolazione necessitano anche di strumenti di tipo tradizionale (come autorizzazioni, sanzioni, eccetera). Quindi l'attività regolatoria può fondarsi su un intreccio tra misure *hard* e misure *soft* e quindi tra strumenti autoritativi classici e altri caratterizzati dalla flessibilità e dal consenso.

Questa combinazione tra *hard regulation* e *soft regulation* è un tratto particolarmente accentuato nell'attuale disciplina della *corporate governance*.

---

<sup>27</sup> Distinzione che si deve invece a H.U. KANTOROWICZ, *The Definition of Law*, Cambridge, 1958, p. 30 ss., e successivamente ripresa da S. LUCATTINI, *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, 2013, p. 39 ss.; come è stato efficacemente osservato (E. SELINGER e K.P. WHYTE, *Nudging cannot solve complex policy problems*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2012, p. 26), «*nudging is best seen as an emerging form of soft law*». Sul fenomeno della c.d. spinta gentile (*nudge*) cfr., per tutti, R.H. THALER e C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, trad.it., Feltrinelli, Milano, 2008; C.R. SUNSTEIN, *Simpler. The Future of Government*, Simon & Schuster, New York, 2013; S. CONLY, *Against Autonomy – Justifying Coercive Paternalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, sui quali due ultimi cfr. A. SPINA, *Recensione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 1/2014.

<sup>28</sup> Il termine “regolazione flessibile” (o, almeno in un primo momento, di “regolamentazione flessibile”) è stato utilizzato dal nostro legislatore e più precisamente dalla legge di delega del codice dei contratti pubblici (art. 1, comma 1, lett. *t*, della legge n. 11/2016) e poi dal codice stesso (art. 213, comma 2, del d.lgs. n. 50/2016), per indicare il carattere proprio di una serie di atti di competenza dell'Anac (linee guida, bandi tipo, contratti tipo), la cui natura non è d'immediata comprensione. In tema, oltre al già menzionato G. MORBIDELLI, *Linee guida*, cit., cfr. altresì M.P. CHITI, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Il sistema delle fonti nella nuova disciplina dei contratti pubblici*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 436 ss.; S. VALAGUZZA, *La regolazione strategica dell'Autorità Nazionale Anticorruzione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 1/2016; S. VALAGUZZA, *Sustainable Development in Public Contracts. An example of Strategic Regulation*, *Editoriale scientifica*, Napoli, 2016; N. LONGOBARDI, *L'Autorità Nazionale Anticorruzione e la nuova normativa sui contratti pubblici*, in [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it); L. TORCHIA, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Regole, procedimento, processo*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 605 ss.; L.TORCHIA, *La regolazione del mercato dei contratti pubblici*, *Rivista della regolamentazione dei mercati*, 2016.

<sup>29</sup> B. TONOLETTI, *Il mercato come oggetto della regolazione*, in *Rivista della regolamentazione dei mercati*, n. 1/2014, p. 5 ss., e bibliografia *ivi* riportata; in tema cfr. altresì R. BALDWIN, *Is better regulation smarter regulation?*, in *Public Law*, 2005, p. 485 ss.

La risposta istituzionale alla crisi finanziaria mondiale, durante la seconda parte degli anni Novanta del secolo scorso, è stata tesa all'incentivazione del modello di regolazione flessibile, che si è configurata come regolazione per *standard*.

Si identifica nella creazione a livello internazionale di *standards*, *guidelines*, codici di condotta e raccomandazioni, elaborate soprattutto, ma non solo, dalla IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) e corredate da una forma di adeguamento spontaneo, volontario ed occasionale, rimessa alla scelta del legislatore domestico e dell'interprete, senza alcuna garanzia di precisa applicazione delle regole create a livello globale<sup>30</sup>.

Le crisi finanziarie, economiche e il debito sovrano verificatesi in quest'ultimo decennio hanno provocato una diversa reazione istituzionale. Al fine di rimediare alle conclamate carenze del precedente modello di regolazione e supervisione finanziaria si è affiancata la *soft regulation* con la *hard regulation*.

Questo processo, però, nonostante i notevoli vantaggi, non è esente da problematiche.

Altamente problematica, infatti, risulta l'ipotesi in cui l'atto di *soft regulation* non generi un auto-vincolo per il regolatore, ma si rivolga a un soggetto terzo, producendo un effetto diretto nella sfera giuridica soggettiva di quest'ultimo. Nel sistema di un atto europeo di *soft regulation* terzo può essere pure un soggetto pubblico che opera a livello nazionale, come i Parlamenti degli Stati membri o le autorità nazionali di regolazione e di vigilanza.

Questa pluralità di potenziali destinatari trova spiegazione nel fatto che i modelli di *governance* sono molteplici. Di conseguenza sono tanti i soggetti istituzionali coinvolti nella regolamentazione, che trova il suo vertice nella regolamentazione europea alla quale quella nazionale si deve adeguare.

Si nota così come la *soft regulation*, e, prima ancora, la *soft law* siano anche mezzi di gestione e coordinamento dei rapporti tra i pubblici poteri. Detto altrimenti, le regole *soft* si collocano a metà strada tra il sistema delle fonti del diritto e la *governance* istituzionale<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Così A. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*; ma cfr. anche S. PELLIZZARI, *La regolazione globale del mercato assicurativo: la International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, entrambi in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007, rispettivamente p. 77 ss. e p. 173 ss.; nonché M. DE BELLIS, *Gli standard globali per i servizi finanziari: concorrenza e reciproco rafforzamento tra diversi modelli di amministrazione globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, p. 153 ss.; in senso fortemente critico cfr. G. ROSSI, *Un'autorità sovranazionale per i mercati finanziari?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 188; sull'ideologia alla base del precedente modello di regolazione cfr., da ultimo, M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo finanziario*, Bologna, 2016.

<sup>31</sup> Sul tema che si sviluppa formalmente a partire dalla *Comunicazione* della COMMISSIONE EUROPEA, 25 luglio 2001, COM (2001) 428 def., *La Governance europea – Un libro bianco*, trovando poi suggello nel Metodo aperto di coordinamento (MAC), si rinvia a K. JACOBSSON, *Soft Regulation and the Subtle Transformation of States: The Case of EU Employment Policy*, in *Journal of European Social Policy*, 2004, p. 355 ss.; S. DEL GATTO, *Il metodo aperto di coordinamento. Amministrazioni nazionali e amministrazione*

Il campo privilegiato della manifestazione di questo fenomeno sono le materie che non sono oggetto di armonizzazione a livello europeo oppure per le quali sono previste solo forme di armonizzazione minima.

Di conseguenza la *soft regulation* soddisfa non solo l'esigenza di uniformità, ma anche quella di flessibilità e adattabilità della disciplina regolatoria alle differenti condizioni politiche, economiche, sociali e normative degli stati membri, sollecitando convergenze che non possono essere oggetto di un'armonizzazione dettagliata.

Infine bisogna stabilire se ed eventualmente quali vincoli scaturiscano da tali particolari atti di *soft law* e se ed eventualmente quali strumenti di tutela siano previsti dall'ordinamento a garanzia dei terzi destinatari.

In primo luogo, anche se per definizione l'atto di *self regulation* è privo di coercibilità in senso tradizionale, questo può talvolta diventare formalmente vincolante. Ciò avviene in virtù del determinato fenomeno di trasformazione per cui l'*hard law* evolve verso la direzione auspicata dagli atti di *soft law*, che vengono assorbiti in esso.

Per esempio, le regole fissate dal Comitato di Basilea in tema di vigilanza prudenziale sono state poi riprese dalle Direttive e dai Regolamenti adottati in materia dall'Unione europea, oppure, passando dal livello sovranazionale a quello domestico, i Regolamenti delle autorità nazionali di vigilanza spesso hanno incorporato contenuti di loro precedenti Comunicazioni, come avvenuto con il Regolamento emittenti Consob<sup>32</sup>.

In tale ottica la *soft law* assolve principalmente una funzione preparatoria alla creazione di una *hard law* e il successivo rafforzamento risolve alla base il problema della giustiziabilità, dal momento che contro atti che sono tipicamente di *hard law* (come le Direttive e i Regolamenti) si applicano gli strumenti tradizionali di tutela giurisdizionale.

---

*europa*, Jovene, Napoli, 2012; F. CORTESE, *Il coordinamento amministrativo. Dinamiche e interpretazioni*, Franco Angeli, Milano, 2012, spec. p. 107 ss.; F. GIGLIONI, *Governare per differenza*, cit., spec. p. 52 ss.

<sup>32</sup> Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e più volte modificato (con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006, n. 15915 del 3 maggio 2007, n. 15960 del 30 maggio 2007, n. 16515 del 18 giugno 2008, n. 16709 del 27 novembre 2008, n. 16840 del 19 marzo 2009, n. 16850 del 1° aprile 2009, n. 16893 del 14 maggio 2009, n. 17002 del 17 agosto 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010, n. 17326 del 13 maggio 2010, n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 17592 del 14 dicembre 2010, n. 17679 del 1° marzo 2011, n. 17730 del 31 marzo 2011, n. 17731 del 5 aprile 2011, n. 17919 del 9 settembre 2011, n. 18049 del 23 dicembre 2011, n. 18079 del 20 gennaio 2012, n. 18098 dell'8 febbraio 2012, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 18214 del 9 maggio 2012, n. 18470 del 20 febbraio 2013, n. 18523 del 10 aprile 2013, n. 18612 del 17 luglio 2013, n. 18671 dell'8 ottobre 2013, n. 19084 del 19 dicembre 2014, n. 19094 dell'8 gennaio 2015, n. 19430 del 29 ottobre 2015, n. 19446 del 25 novembre 2015, n. 19548 del 17 marzo 2016, n. 19614 del 26 maggio 2016 e n. 19770 del 26 ottobre 2016).

### 1.3. L'evoluzione della corporate governance nel Regno Unito

Nella tradizione inglese i rapporti fra le diverse categorie di agenti economici si sono realizzati nella quasi totale assenza di obblighi regolamentari. Infatti, essendo un sistema di *common law*, l'autoregolamentazione tra gli operatori di obblighi finanziari e non, rappresenta l'unico impulso all'instaurarsi di un rapporto di fiducia duraturo nella gestione delle dinamiche produttive e degli scambi.

L'autodisciplina permette di sviluppare in maniera efficace le vie di comunicazione e di informazione fra i diversi attori societari, per soddisfare le esigenze conoscitive dei fenomeni economici, finanziari e aziendali.

Tuttavia, le crisi finanziarie e di fiducia delle imprese mira del pubblico mercato, hanno avuto come conseguenza la creazione di strumenti di monitoraggio dei manager, predisposti su iniziativa della *London Stock Exchange*, ma richiesti anche dall'autorità di controllo sull'informazione societaria e dall'Associazione di categoria delle imprese industriali. In generale, tali raccomandazioni contenute nel *Cadbury Report*, nel *Greembury Recommendation*, nell'*Hampel Rapport* e nel *Combined Code*, disciplinano la legittimità di partecipazione alle decisioni dei diversi soggetti protagonisti della vita aziendale.

Il *Cadbury Report* 1992, è stato prodotto per la prima volta dalla Commissione sugli aspetti finanziari della Corporate Governance (*Comitato Cadbury*), che è stata istituita nel maggio 1991 per affrontare le preoccupazioni sollevate in merito all'informativa finanziaria e alla contabilità delle società quotate in borsa del Regno Unito. Il rapporto è stato pubblicato per la prima volta nel Dicembre 1992. È senza dubbio che il Rapporto Cadbury del 1992 ha fornito legittimamente un quadro per la retorica del governo societario alla base dell'evoluzione della *governance*. Nel loro libro *Spira e Slinn* (2013), affermano che lo scopo principale del comitato Cadbury era quello di ripristinare la fiducia nei mercati dei capitali del Regno Unito alla luce dei molti fallimenti etici<sup>33</sup>. Inoltre, il rapporto di Cadbury era teso anche a migliorare il modo in cui le aziende sono gestite e quindi "*contribuiscono positivamente alla promozione del buon governo societario*"<sup>34</sup>. Il Consiglio per la rendicontazione finanziaria del Regno Unito, la Borsa di Londra e la professione contabile erano i principali sostenitori del Comitato di Cadbury. L'obiettivo principale del rapporto Cadbury del 1992 è rappresentato dalla definizione di misure per migliorare l'affidabilità aziendale basata sul miglioramento delle

---

<sup>33</sup> Vedi DEWING e RUSSELL, *Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron*, in *Journal of Common Market Studies*, pp. 289-319, Giugno 2004; JONES e POLLITT, *Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review*, in *Corporate Governance An International Review*, pp. 162-171, Aprile 2004; BRUNO S., *Lineamenti del diritto societario inglese e principi della riforma*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, 2004.

<sup>34</sup> Cadbury report, 1992, p. 10.

informazioni trasmesse, sull'autoregolamentazione continua, da maggiore indipendenza per il consiglio di amministrazione e maggiore indipendenza del revisore.

Il rapporto di Cadbury è il primo di una serie di importanti linee guida che saranno adottate per l'istituzionalizzazione del governo societario dei membri dell'Unione Europea e sarà adottato come schema delle migliori pratiche nell'UE:

*The Cadbury Report may therefore be regarded as the cornerstone of the comply-or-explain framework in Europe, long before this system was introduced in European law.*<sup>35</sup>

Il *Cadbury Report* è stato universalmente ricevuto e potrebbe, a ben vedere, considerarsi il fondamento della *corporate governance*. Nei venticinque anni trascorsi da questo rapporto, in tutto il mondo, la crescita di interesse verso la *corporate governance* è stata costante.

Tale Report ha contribuito significativamente a perfezionare le pratiche di governo societario sotto tre aspetti: la definizione di *corporate governance*, l'adozione volontaria del codice e il principio "*comply or explain*". Il progresso del *Cadbury Report* è stato rafforzato dal requisito stabilito dalla *London Stock Exchange* (LSE) per tutte le società quotate nel Regno Unito, con il quale si richiede a tali società di essere conformi al codice oppure di fornire spiegazioni in caso di mancato allineamento alle disposizioni dello stesso (*Cheffins*, 1997). Attualmente il codice sulla *corporate governance* non è obbligatorio, ma si applica soltanto a quelle società quotate nella borsa di Londra. Il report identifica tre temi per rafforzare la struttura organizzativa comune a tutte le società quotate e sintetizza le raccomandazioni relative a questi ambiti in un codice di buone pratiche: la struttura e le responsabilità del consiglio di amministrazione; il ruolo dei revisori e le raccomandazioni per la professione contabile; e i diritti e le responsabilità degli azionisti.

Con la sua divulgazione, il *Cadbury Report* e il suo quadro legale hanno iniziato ad apparire in molti scritti sulla *corporate governance* e l'*OCSE 1999 Corporate Governance* ha stabilito un uso più ampio di tale quadro. A partire dal *Cadbury Report*, più di 90 paesi hanno istituito codici nazionali sulla *corporate governance*. I due grandi obiettivi di ogni codice tendevano alla convergenza nelle aree di miglioramento della qualità della *governance* delle imprese e all'aumento della responsabilità delle società nella massimizzazione del valore degli azionisti. Il *Cadbury Report* (1992) e le relazioni successive del Regno Unito sul governo societario

---

<sup>35</sup> Studio sul monitoraggio e la messa in atto delle pratiche di corporate governance negli Stati membri, condotta dal RiskMetrics Group for the EU (23 Settembre 2009), scaricabile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf) (accessed 1 April 2016).

sono rimasti nell'ambito della *soft law*. Finora, abbiamo visto poca regolamentazione, ma la FRC ha adottato una posizione precauzionale con revisioni continue dei codici di governo societario per affrontare i nuovi sviluppi, facendo in modo che non sorgesse la necessità di una regolamentazione del governo societario del Regno Unito mediante l'uso dell'*hard law*. Sebbene ci possano essere somiglianze con quelle della “legge dura”, le raccomandazioni relative al governo societario, i codici e l'uso della *soft law* consentono una maggiore flessibilità rispetto alla legislazione. L'impegno di *soft law* nel Regno Unito evidenzia che gli azionisti eserciteranno la loro influenza, in particolare, ora che è stato introdotto l'ulteriore impegno, per gli investitori istituzionali, di rendere pubblica la loro politica sul coinvolgimento degli azionisti (*Institutional Shareholders Committee Principles 2002*)<sup>36</sup>. Questo riferimento è stato approvato con riferimento al *Combined Code* del 2003, il quale accoglie il principio “*comply or explain*” introdotto dagli *Institutional Shareholders Committee Principles* nel 2002 e poi sviluppato ulteriormente nello *Stewardship Code* del 2010.

I successivi aggiornamenti del rapporto di Cadbury, relativi anche questi alle linee guida per l'autoregolamentazione delle società quotate alla borsa valori, furono contenuti nel rapporto *Greembury* del 1995 e, di seguito, nel rapporto *Hampel* del 1998.

Il rapporto *Hampel* nasce dalla combinazione dei due documenti precedenti, *Cadbury* e *Greembury*, e proprio per tale motivo viene denominato *Combined Code*.

Questo codice, aggiornato nel 2003, conteneva disposizioni sulla *corporate governance* rivolte alle società quotate nella borsa di Londra, secondo cui tali società dovevano dare atto, con pubblicazione nel documento di relazione sulla *corporate governance*, dell'adozione per lo meno delle disposizioni suggerite dal codice e, in caso di mancata adozione, giustificarne i motivi in applicazione del concetto di *comply or explain*.

Il codice è diviso in due sezioni: la prima indirizzata alle società quotate e la seconda agli investitori istituzionali. Esso comprende disposizioni relative al consiglio di amministrazione, alle retribuzioni, all'*accountability* e all'*audit*, alle relazioni con gli amministratori e agli investitori istituzionali.

### **1.3.1. Segue: il Corporate Governance Code del 2014**

Il Codice di Corporate Governance del Regno Unito del 2014 della FRC va oltre le previsioni del tradizionale *Cadbury report* e, pur mantenendo la maggior parte del contenuto e le norme e le regole del rapporto, si concentra sul cambiamento comportamentale tra i principali attori

---

<sup>36</sup> Citata nello *UK Stewardship Code 2012*, su <https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>; 17 Maggio 2016.

di governo societario, piuttosto che sull'introduzione di nuovi aspetti tecnici. (PwC)<sup>37</sup>. Quindi, come recita la prefazione al Codice di Corporate Governance del Regno Unito 2014:

*One of the key roles for the board includes establishing the culture, values and ethics of the company. It is important that the board sets the correct 'tone from the top'. The directors should lead by example and ensure that good standards of behaviour permeate throughout all levels of the organisation. This will help prevent misconduct, unethical practices and support the delivery of long-term success.*<sup>38</sup>

L'altro cambiamento chiave del *Cadbury Report* è che le società devono implementare le loro pratiche societarie nelle aree di monitoraggio della propensione al rischio, di gestione del rischio e il controllo interno e i modi in cui gestiscono la valutazione e la segnalazione delle relative problematiche. La pervasività di questo cambiamento è sottolineata nel comunicato stampa, come afferma *Stephen Hadrill*, CEO della FRC:

*The changes to the Code are designed to strengthen the focus of companies and investors on the longer term and the sustainability of value creation. The changes on going concern implement the reforms proposed by Lord Sharman whose work has stimulated a sea change in thinking about the assessment and reporting of risk and business prospects.*

Il Codice di Corporate Governance del Regno Unito del 2014 così modificato, cambia in relazione all'andamento delle preoccupazioni che richiede nuove dichiarazioni formali o conferme da parte degli amministratori, così da rientrare in linea con gli *standard* contabili e di revisione. Questo cambiamento non è stato preso alla leggera e ha provocato una forte discussione durante il periodo di consultazione. I direttori ora devono confermare, per quanto riguarda la continuità aziendale, come segue:

*In annual and half-yearly financial statements, the directors should state whether they considered it appropriate to adopt the going concern basis of accounting in preparing them, and identify any material uncertainties to the company's ability to continue to do so over a period of at least twelve months*

---

<sup>37</sup> <http://www.pwc.co.uk/finance/corporate-governance/the-2014-uk-corporate-governance-code-time-to-actnow.html>.

<sup>38</sup> Uk Corporate Governance Code 2014, Prefazione, p.2.

*from the date of approval of the financial statements.*<sup>39</sup>

In aggiunta a quanto sopra dichiarato, sorge ora la necessità di effettuare altre due dichiarazioni. In primo luogo, in relazione alla “solida valutazione dei principali rischi” che richiede ai direttori di confermare tale valutazione, il punto di vista della FRC in merito alla solvibilità e al rischio di liquidità è stato formalmente integrato nel principale rischio e nel quadro di controllo interno all'interno delle aziende, richiedendo così una descrizione del modo in cui i rischi vengono mitigati:

*Confirm in the annual report that they have carried out a robust assessment of the principal risks facing the company, including those that would threaten its business model, future performance, solvency or liquidity. The directors should describe those risks and explain how they are being managed or mitigated.*<sup>40</sup>

In secondo luogo, è richiesta una “dichiarazione di redditività”, in cui i direttori, nella relazione annuale, spiegheranno la loro valutazione aziendale come segue:

*Over what period they have done so and why they consider that period to be appropriate. The directors should state whether they have a reasonable expectation that the company will be able to continue in operation and meet its liabilities as they fall due over the period of their assessment, drawing attention to any qualifications or assumptions as necessary.*<sup>41</sup>

Questa è, probabilmente, la questione più controversa in quanto il periodo coperto dev'essere lungo significativamente dodici mesi. Nel tempo, il mercato finirà per decidere il periodo e il valore aggiunto.

Oltre alle modifiche al rischio e al controllo interno che riguardano direttamente la continuità aziendale, la disposizione del codice (disposizione del codice 2014 C.2.3) definisce il ruolo del Consiglio nel corso del monitoraggio come è nel caso di soggezione alla *Turnbull Guidance*. Altre modifiche riguardano la relazione del revisore, la remunerazione e le relazioni con gli investitori.

---

<sup>39</sup> Corporate Governance Code, 2014, C.1.3.

<sup>40</sup> Corporate Governance Code, 2014, C.2.1.

<sup>41</sup> Corporate Governance Code, 2014, C.2.2.

Inoltre, il *Financial Reporting Council* ha apportato integrazioni e adattamenti allo *UK Corporate Governance Code*, in particolare riguardo alla divulgazione delle informazioni.

Il rapporto annuale dovrebbe contenere una descrizione della politica del consiglio di amministrazione sulla diversità degli obiettivi misurabili, che il consiglio di amministrazione ha stabilito nell'attuazione della politica e dei progressi nel conseguimento di questi obiettivi.

Infatti si afferma che ci siano due compiti fondamentali che il vertice di ogni società *public* deve assolvere: la gestione del consiglio di amministrazione e la responsabilità esecutiva per la gestione delle attività commerciali della società. Dovrebbe esserci una chiara divisione delle responsabilità in capo a tutti i membri della società, al fine di garantire un equilibrio di potere e autorità, tale che nessuno individuo abbia poteri decisionali illimitati.

Apparentemente, questo principio sembra proibire l'unione dei ruoli di CEO e presidente.

Tuttavia, le disposizioni del codice suggeriscono che i ruoli possono essere combinati purché la logica sottostante tale decisione, sia divulgata. Indipendentemente dal fatto che i ruoli siano combinati o no, c'è un modo per considerare qualcuno un forte elemento non esecutivo indipendente nel consiglio di amministrazione. Si può identificare qualcuno come *senior independent director* (talvolta chiamato anche *lead director*), attraverso il quale le problematiche aziendali possono essere trasmesse al consiglio di amministrazione.

### **1.3.2. Segue: lo Stewardship Code**

Il *UK Stewardship Code* è stato adottato dal *UK's Financial Reporting Council* (FRC), in quanto la *Walker Review* del 2009 ha sottolineato l'importanza di aderire ad un codice, basato, a sua volta sul *Code of Responsibilities of Institutional Investors* elaborato dall'ISC<sup>42</sup>. Proprio in conseguenza di tale *report*, il *Financial Reporting Council*, all'inizio del 2010, ha lanciato una proposta di consultazione poi culminata nello *UK Stewardship Code*. In tal modo si è cercato di dare una soluzione ai problemi, già rilevati dal *Cadbury Report 1992*, relativi al coinvolgimento negli affari sociali degli azionisti e, in maniera particolare, degli investitori istituzionali.

Questi ultimi sono stati considerati essere parte del problema, sin da quando i vari *report* succedutisi nel tempo, avevano fatto intuire che essi avrebbero controllato più intensamente la società e avrebbero segnalato e richiesto l'attenzione del *management* su ogni pratica e decisione ritenuta rischiosa.

Tuttavia, l'*House of Commons Treasury* ha riscontrato che gli investitori istituzionali sono stati carenti nell'adempimento della loro essenziale funzione di esaminare scrupolosamente e

---

<sup>42</sup> *Institutional Shareholder Committee* ora rinominato *Institutional Investor Committee*.

monitorare costantemente le decisioni del *management* riguardanti o indirettamente collegate al settore bancario.<sup>43</sup>

Così, nel 2009, in piena crisi finanziaria, vista la riluttanza degli investitori istituzionali, è stato pubblicato l'*Institutional Shareholder's Committee Code*, successivamente usato come base ideologica e fonte d'ispirazione per lo *UK Stewardship Code*. Esso è basato sui principi di responsabilità degli investitori istituzionali e dei loro agenti.

La prima versione dello *UK Stewardship Code* è entrata in vigore nel luglio del 2010 e rappresenta un primo tentativo di rendere l'esercizio delle responsabilità gestorie più trasparente e di incoraggiare effettivamente il coinvolgimento attivo degli azionisti nella vita della società<sup>44</sup>. Il *Code*, dopo un periodo di consultazioni, è stato revisionato nel 2012 per poi entrare di nuovo in vigore il 1° ottobre 2012.

Fra i contributi più preziosi di tale revisione ricordiamo l'approfondimento e l'arricchimento delle linee guida, l'introduzione di una sezione finanziaria che chiarisce la nozione di *stewardship* e l'uso del principio "*comply or explain*" nel contesto in esame.

Il *UK Stewardship Code* è un codice di autodisciplina, che contiene principi di *best practice*, e si rivolge agli investitori istituzionali e ai soggetti che in concerto ne gestiscono le attività (gli *asset* o *money manager*) al fine di accrescere l'*engagement* tra investitori istituzionali e le società partecipate, per migliorare i rendimenti di lungo termine per tutti gli azionisti e l'efficiente gestione societaria.

In quest'ottica, il *Code* conferisce ai suoi destinatari un ruolo di supervisione e di guida verso gli amministratori della società partecipata, con cui cercare di instaurare un dialogo improntato sui temi legati alla strategia e ai risultati dell'attività d'impresa, alla gestione dei rischi e, inoltre, sugli argomenti oggetto di discussione in sede assembleare.

Le disposizioni del *Code* sono, pertanto, mirate ad individuare e mettere in luce buona parte delle situazioni problematiche che coinvolgono gli investimenti, nonché incentivare la gestione sociale della gran parte dei partecipanti al mercato coinvolti nel contesto dello stesso investimento.

#### **1.4. I Non- Executive Directors (NEDs)**

Le linee guida sulla corporate governance nel Regno Unito hanno enfatizzato il ruolo degli amministratori non esecutivi, aumentandone le responsabilità e rafforzando i requisiti per la

---

<sup>43</sup> "Investors have failed in one of their core tasks, namely the effective scrutiny and monitoring the decisions of boards and executive management in the banking sector [...]". Si veda, in proposito, HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE, *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City*, 2008-2009, consultabile su <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/519/519.pdf>, p. 64.

<sup>44</sup> M. MCKERSIE, *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders 272 with listed companies*, in *5 Capital Markets Law Journal*, 2010, p. 439.

loro indipendenza. *Cadbury* (1992) ha introdotto requisiti minimi per il numero di amministratori non esecutivi indipendenti nei consigli di amministrazione. Inoltre, ha raccomandato la separazione delle posizioni di CEO e di *Chairman* e la formazione di sottocomitati di consiglio, alcuni dei quali devono essere composti interamente da amministratori non esecutivi indipendenti, per rafforzare il monitoraggio dei dirigenti. Il rapporto di *Greembury* (1995) ha chiesto l'istituzione nei consigli di amministrazione di comitati retributivi composti interamente da amministratori non esecutivi indipendenti, considerandoli un meccanismo di monitoraggio della retribuzione dei dirigenti. La relazione *Turnbull* (1999) ha ulteriormente aggiunto le revisioni delle procedure di controllo interno, tra cui conformità e gestione dei rischi, alla competenza del consiglio di amministrazione. I rapporti *Higgs* (2003) e *Tyson* (2003) raccomandano maggiore indipendenza e diversità nel processo di selezione del direttore, evidenziando l'omogeneità, la mancanza di indipendenza, e la mancanza di diversità di genere nei consigli di amministrazione. Successivamente il Rapporto *Davies* (2011) si è concentrato sull'aumento della diversità di genere nelle commissioni del Regno Unito e ha raccomandato che le schede FTSE 100 puntino a una rappresentanza femminile minima del 25% entro il 2015. Dal punto di vista regolamentare, queste raccomandazioni suggeriscono che i consigli indipendenti e di genere diversi trarranno beneficio da nuove prospettive, nuove idee e una più ampia esperienza, che rafforzerebbe il controllo dei dirigenti e ridurrebbe il rischio di dare vita ad azioni mirate all'interesse di un solo gruppo.

Le aziende sono inoltre tenute a comunicare gli interessi proprietari degli amministratori non esecutivi come parte della Relazione annuale sulla remunerazione degli Amministratori (DRRR, 2002) e comunicano al mercato le loro quote di azioni della società, ai sensi delle Regole di Autorità per la quotazione nel Regno Unito. Mentre non ci sono restrizioni sulle partecipazioni azionarie, il *Combined Code* raccomanda sulla base del principio *comply or explain* che gli amministratori non esecutivi non dovrebbero ricevere opzioni su azioni come parte del loro pacchetto di remunerazione annuale. Poiché gli amministratori non esecutivi svolgono compiti relativi al controllo, forniscono servizi al consiglio di amministrazione per prendere decisioni e apportano risorse alla società, la capacità di adempiere a ciascuna di queste funzioni influisce sulla loro remunerazione. Le imprese assumono direttori in base alla loro capacità di svolgere queste funzioni e quindi la remunerazione può essere influenzata dal valore percepito e dalle risorse che i dirigenti apportano al consiglio di amministrazione nelle loro funzioni non esecutive. I direttori sperano anche di avere diversi costi di opportunità del loro tempo, fornendo loro diversi livelli di potere contrattuale durante la negoziazione della loro remunerazione. Gli amministratori non esecutivi svolgono una serie di importanti

funzioni nel consiglio di amministrazione, come il monitoraggio dei *senior manager* e contribuiscono al processo decisionale strategico. Contribuiscono anche a creare un prezioso insieme di risorse e portano esperienza alla società.

Il ruolo degli amministratori non esecutivi può essere generalmente classificato come controllo (monitoraggio), contribuendo al processo decisionale strategico (servizio) e miglioramento del set di risorse del consiglio (dipendenza dalle risorse). Innanzitutto, la ricerca degli amministratori non esecutivi che si basa sulle necessità di ridimensionare i costi di agenzia considera il loro ruolo di osservatori nel mitigare i problemi di *agency*. Un monitoraggio rigoroso dovrebbe garantire, infatti, che l'impresa sia più efficiente nel contrattare con i dirigenti, riducendo i costi di agenzia. In secondo luogo, gli amministratori non esecutivi, attraverso la loro esperienza e competenza, dovrebbero fornire servizi al consiglio sotto forma di consulenza, consulenza e competenza su questioni di strategia, allocazione delle risorse, gestione del rischio, successione, pianificazione, remunerazione e *standard* di condotta. In terzo luogo, la teoria della dipendenza dalle risorse suggerisce che il consiglio di amministrazione è fornitore di risorse e opportunità per l'impresa, attraverso set di informazioni dei direttori, collegamenti ad altre organizzazioni e rete di legami con altre imprese. Pertanto, il contributo dato dai singoli amministratori, in base alle loro capacità ed esperienze, sono importanti per l'efficacia del consiglio.

Si deve poi notare come l'attuale assetto proprietario influisca sull'equilibrio di poteri all'interno della società e, in particolare, sulla relazione tra management e azionisti. Nelle società di proprietà disperse il primato dei gestori solleva potenziali conflitti di interesse tra questi ultimi e la classe degli azionisti. Inoltre, gli azionisti si trovano di fronte a problemi di coordinamento e di apatia razionale nell'esercizio dei loro diritti. Nelle società proprietarie concentrate, gli azionisti di controllo (o le coalizioni dominanti di azionisti) esercitano effettivamente il loro potere di nominare e rimuovere amministratori e sono quindi in grado di controllare meglio i costi delle agenzie dei dirigenti. Tuttavia, in queste società sorge un problema di agenzia diverso nel rapporto tra maggioranza e azionisti di minoranza, nella misura in cui il primo può trarre benefici privati dalla società a scapito degli azionisti di minoranza<sup>45</sup>. Questo problema di agenzia è aggravato dalla divergenza tra contanti diritti di flusso e diritti di controllo, che si verificano quando il maggiore azionista è in grado di controllare una società pubblica con una partecipazione relativamente piccola nei suoi diritti

---

<sup>45</sup> S. JOHNSON, R.LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Tunneling*, 90 (2000) *Am. Econ. Rev.*, 22; A.DYCK, L.ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 64 (2004) *Jour. Finance*, 537; R.J.GILSON, J.N.GORDON, *Controlling shareholders*, 152 (2004) *U. Pa. L. Rev.*, 785; R.J.GILSON, *Controlling shareholders and the corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, 119 (2006) *Harv. L. Rev.*, 1641.

di cash flow, ad es. attraverso una struttura piramidale o azioni a doppia classe<sup>46</sup>. Studi empirici mostrano che il valore relativo dell'impresa (misurato dal rapporto tra attività e portafoglio di mercato) aumenta con la quota dei diritti di flusso di cassa nelle mani del maggiore azionista<sup>47</sup>. Nel modello *one-tier*, il *board* dovrebbe svolgere sia funzioni gestionali che di monitoraggio. Tuttavia, la differenza tra sistemi monistici e dualistici non dovrebbe essere eccessivamente enfatizzata. In effetti, la delega dei poteri ai dirigenti è una pratica generale nei consigli di amministrazione unitari e porta a identificare due categorie di amministratori. Gli amministratori esecutivi sono investiti di ampi poteri manageriali e guidano il *management team* della società, mentre gli amministratori non esecutivi sono principalmente incaricati di funzioni di monitoraggio e spesso svolgono le medesime funzioni attraverso la partecipazione a comitati consiliari, composti solo da membri non esecutivi e prevalentemente indipendenti). Questa separazione di fatto tra compiti manageriali e di supervisione si riflette anche nelle sessioni "executive" del consiglio, dove solo i direttori non esecutivi si incontrano per discutere le prestazioni dei dirigenti. In breve, l'organizzazione interna del sistema monistico riflette in larga misura il modello a due livelli e la sua separazione delle funzioni di gestione e di vigilanza. Tuttavia, la distinzione tra valore per gli azionisti e gli approcci degli *stakeholder* non dovrebbe essere sottovalutata principalmente per due ragioni. In primo luogo, questa distinzione è spesso più formale che reale, poiché le pratiche aziendali non sono necessariamente conformi alla dichiarazione legale degli obiettivi aziendali, ma dipendono da altri fattori, tra cui, ad esempio, la cultura, l'ambiente competitivo e il settore industriale. Pertanto, l'orientamento delle parti interessate del diritto societario non prevede che i consigli di amministrazione adottino una filosofia del valore per gli azionisti nella pratica, in particolare quando gli investitori istituzionali esercitano pressioni su di essi in tale direzione. Allo stesso tempo, i consigli potrebbero seguire un approccio da parte degli *stakeholder*, anche in sistemi guidati dalla filosofia del valore degli azionisti, sia a causa della natura dell'azienda (ad esempio un'utilità pubblica) o nel caso di imprese di proprietà dello stato. In secondo luogo, i confini tra il valore per gli azionisti e l'approccio degli *stakeholder* sono spesso sfumati, nella misura in cui le stesse azioni aziendali possono, nel lungo periodo, massimizzare sia la ricchezza degli azionisti che il valore dell'impresa. In effetti, si dovrebbe piuttosto operare una distinzione tra strategie a breve e a lungo termine, riconoscendo che quest'ultima può effettivamente conciliare gli interessi degli azionisti con quelli delle parti

---

<sup>46</sup> L. BEBCHUK, R. KRAAKMAN e G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (Chicago 2000), p. 445

<sup>47</sup> S. CLAESSENS, S. DJANKOV, J. FAN, e L. LANG, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings* (2002) *57 J. Fin.*, p. 2741.

interessate<sup>48</sup>. Il ruolo degli amministratori indipendenti nelle società controllate è, in linea di principio, diverso da quello svolto nelle grandi società. Alcune delle funzioni che gli amministratori indipendenti esercitano quando l'azionariato è diffuso, come assumere e licenziare i dirigenti o fissare la loro remunerazione, sono sostanzialmente svolte dagli azionisti di controllo. Gli amministratori indipendenti sono spesso chiamati a ratificare le decisioni già adottate all'interno della società (dagli amministratori esterni che rappresentano gli azionisti di controllo nel consiglio di amministrazione) o al di fuori delle stesse (ad esempio, dagli azionisti che partecipano a un patto parasociale). Questa funzione di ratifica ha lo scopo di proteggere gli azionisti di minoranza dai costi di agenzia degli azionisti di maggioranza. Quando costi simili sono potenzialmente più gravi, come nel caso delle operazioni con parti correlate, gli amministratori indipendenti dovrebbero avere un ruolo maggiore nel valutare l'impatto di transazioni simili dal punto di vista degli azionisti di minoranza. Pertanto, il ruolo degli amministratori indipendenti nelle società controllate è limitato per alcuni aspetti (nella misura in cui ci si aspetta che gli azionisti di controllo svolgano la maggior parte del lavoro necessario - ad esempio, nella selezione del nuovo CEO) e per altri più ampi, come in il caso di transazioni tra la società e i suoi azionisti di controllo. Infine bisogna notare che la figura dell'amministratore di minoranza nelle società britanniche non è in contraddizione né con la figura dell'amministratore indipendente né con quella dell'amministratore non esecutivo, potendo rappresentare un sottogenere di quest'ultimo<sup>49</sup>. Le previsioni ad esso dedicate sarebbero un'occasione utile per chiarire meglio alcune perplessità che attualmente circondano la definizione di amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti, nel Codice di Corporate Governance del Regno Unito. In definitiva, per dirla con le parole dell'opinione prevalente, gli amministratori indipendenti continueranno essere la "principale strategia di amministrazione fiduciaria (...) per proteggere gli interessi degli azionisti disaggregati - così come gli azionisti di minoranza e le circoscrizioni societarie di non azionisti"<sup>50</sup>.

#### **1.4.1 Segue: i Board Committees**

La *Corporate governance* nel Regno Unito, a partire dal *Cadbury Report* del 1992 ha posto grande enfasi sulla continuazione di una struttura unitaria del consiglio di amministrazione.

---

<sup>48</sup> FERRARINI, *Independent directors and controlling shareholders*, in Riv. ODC, 2013.

<sup>49</sup> Così DE POLI e DE GIOIA CARABELLESE, *The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimera or a possibility?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2017, p. 44-59.

<sup>50</sup> ENRIQUES, HANSMAN e FRAAKMAN, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional*, ed. Oxford, 2017, p. 64.

Infatti, la riforma del consiglio di amministrazione è stato uno dei problemi principali di *corporate governance*. Nel sistema anglosassone la struttura dei poteri societari è caratterizzata dallo *one tier system*, secondo cui il direttore esecutivo, il *Chief executive officer*, è responsabile delle decisioni strategiche aziendali e le sue scelte sono prevalentemente volte a realizzare gli obiettivi dei principali azionisti e degli investitori istituzionali.

Accanto a lui è possibile la presenza del *Chairman*, le cui responsabilità sono strettamente legate alla complessità della natura degli affari d'impresa.

Il *Chief executive officer* è supportato, nelle sue decisioni, dal *Board*, i cui membri hanno il compito di controllare ex- post la valenza delle politiche aziendali prescelte. Tale struttura è completata dalla presenza di sotto-comitati, rappresentativi dei diversi interessi d'impresa. La loro funzione di sostenere l'organizzazione del business aziendale e quella di controllare e verificare i piani aziendali, che devono consentire la realizzazione degli interessi rappresentati.

Tra i comitati, hanno notevole importanza:

- L'*audit committee*, finalizzato alla nomina di *auditor* esterni per il controllo dell'operato del direttore esecutivo e la verifica dell'efficienza del sistema aziendale di controllo interno. Lo *Uk Corporate Governance Code* prevede che essa sia composta da almeno tre amministratori non esecutivi indipendenti, o due da società esterne al FTSE 350. Il presidente di una società di minori dimensioni può essere un membro aggiuntivo del comitato a condizione che sia considerato indipendente quando è stato nominato presidente, ma non dovrebbe presiedere la commissione. Il principio C. 3 afferma che: "Il consiglio di amministrazione dovrebbe stabilire accordi formali e trasparenti per valutare come dovrebbero applicare i principi di reporting aziendale e di gestione dei rischi e di controllo interno e per mantenere una relazione appropriata con i revisori della società". Le principali funzioni svolte dal comitato, secondo le disposizioni del *Code* sono: (i) monitoraggio sull'integrità delle dichiarazioni e degli annunci finanziari della società; (ii) riesame sui controlli finanziari interni e (a meno che esista un comitato rischi separato) sui sistemi di gestione dei rischi; (iii) monitoraggio e controllo della funzione di revisione interna; (iv) raccomandare la nomina o la sostituzione di revisori esterni e riesaminare l'efficacia del loro lavoro; (v) sviluppo e attuazione di una politica sull'uso dei revisori per i servizi non di revisione.
- Il *remuneration committee*, per conoscere il sistema dei compensi dei *top executives*. Il nuovo Codice di Corporate Governance del Regno Unito (2018), richiede che le società predispongano una procedura formale e trasparente per sviluppare la politica

sulla remunerazione dei dirigenti e per fissare i pacchetti retributivi dei singoli amministratori e che nessun direttore dovrebbe essere coinvolto nella decisione sulla propria remunerazione. Le società quotate, pertanto, dovrebbero istituire un comitato per la remunerazione separato del consiglio di amministrazione per garantire il rispetto di questo principio principale. Il comitato per la remunerazione dovrebbe essere composto da tre o, nel caso di società minori (ossia al di fuori del FTSE 350), due amministratori non esecutivi indipendenti (NED). Il suo ruolo principale è quello di definire la politica retributiva della società, determinare il pacchetto retributivo individuale di ciascun amministratore esecutivo (compresi stipendio, sussidi, indennità e diritti pensionistici e partecipazione a azioni e altri sistemi di incentivi) e fissare gli obiettivi per le prestazioni e la retribuzione correlata. Il Codice, inoltre, richiede che il comitato per la remunerazione disponga di termini di riferimento, spiegando il ruolo del comitato e l'autorità ad esso delegata, che il comitato dovrebbe "rendere disponibile" (ad esempio, mediante pubblicazione sul sito web della società). *L'Institute of Chartered Secretaries and Administrators*, quindi, pubblica i termini di riferimento e le linee guida per i comitati retributivi.

- Il *nominative committee*, per supportare il direttore esecutivo nella nomina dei consiglieri del *Board*. Secondo il Principio B.2 del Codice di Corporate Governance del Regno Unito, dovrebbe esserci una "procedura formale, rigorosa e trasparente" per la nomina dei nuovi amministratori. Il Codice attribuisce il compito di reclutamento a un comitato per le nomine, la maggioranza dei cui membri dovrebbero essere amministratori non esecutivi indipendenti. Non vi è alcun divieto per l'amministratore delegato di essere un membro. Il suddetto comitato dovrebbe essere presieduto da uno degli amministratori non esecutivi indipendenti o dal presidente della società, anche se quest'ultimo non dovrebbe essere coinvolto nella nomina del suo successore. Il comitato dovrebbe adempiere ai seguenti compiti: (i) esprimere una valutazione sull'equilibrio delle abilità, delle conoscenze e dell'esperienza del *board* e, alla luce di ciò, stilare una descrizione del ruolo che sta cercando di riempire e delle capacità richieste; (ii) accertarsi che vi sia una pianificazione delle successioni in atto per i direttori e l'alta dirigenza e per assicurare il "progressivo aggiornamento" del consiglio di amministrazione; (iii) utilizzare consulenze esterne di ricerca o pubblicità aperta nella ricerca di candidati per il ruolo di presidente e per i posti non esecutivi. (la mancata diffusione della rete così ampia deve essere spiegata nella relazione annuale); (iv) effettuare nomine solo in base al merito e previa valutazione dei candidati mediante criteri obiettivi; (v) assicurare che i candidati per la presidenza e i ruoli non

esecutivi dispongano del tempo necessario per dedicarsi alla società; (vi) stabilire i termini e le condizioni per la nomina degli amministratori non esecutivi, incluso l'impegno temporale previsto, e renderli pubblicamente disponibili (di solito sul sito web della società).

*Lo Accountants International Study Group (AISG)* aveva fatto notare che nel Regno Unito le commissioni di audit frequentemente non erano costituite, anche se tale concetto non era sconosciuto.

L'introduzione dell'*audit committee* è un fondamentale per una più efficace gestione societaria. Esso diviene fondamentale nel favorire non solo le relazioni fra l'impresa e gli *auditor* esterni, ma anche la realizzazione di un migliore sistema di controllo interno, che si basa su un bilanciamento equilibrato fra l'obiettivo imprenditoriale e la massimizzazione del valore del capitale d'impresa.

L'*Internal Control and Financial Reporting*, allegato al *Cadbury Report*, richiede a tutte le società di istituire un adeguato sistema dei controlli interni. Viene evidenziata l'importanza di: produrre e conservare i documenti aziendali come prova dell'operatività aziendale; costituire sistemi e procedure di comunicazione per consentire un'affidabile trasmissione delle informazioni rilevanti per la società fra i membri del *Board*; creare una struttura di controllo e definire le procedure di monitoraggio dei rischi aziendali.

Il sistema di controlli interni deve mirare anche, in linea con il dettato del *Code of Best Practice*, a salvaguardare gli investimenti degli azionisti nelle strategie in corso e in quelle che si vorranno mettere in atto in futuro.

La Commissione Cadbury, poi, raccomandava a tutte le società del Regno Unito, di istituire un comitato di revisione contabile e ad oggi tale sollecitazione rimane incorporata nei codici volontari di Cadbury e nell'attuale UK CG2014.

La funzione del *Remuneration Committee* è quella di evitare qualunque tipo di conflitto di interessi connesso alla definizione dei compensi degli amministratori, da desumersi, possibilmente, da un rapporto allegato alla relazione annuale.

I concetti di commissione di revisione contabile e di direttori non esecutivi non erano nuovi, lo stesso *Cadbury Report* stava raccogliendo le disposizioni relative alle regole della quotazione della borsa di New York. Tuttavia la differenza è che negli Stati Uniti è un requisito obbligatorio per tutte le società quotate al NYSE, a differenza dell'approccio "*comply or explain*" nel Regno Unito. Dal SOX 2002 il requisito del comitato di revisione contabile è ora statuito ed è applicabile a tutte le società quotate in borsa.

Nel 2011 *Hopt* ha sottolineato che le riforme legislative, che includono le codificazioni, mirano a ridurre al minimo il conflitto intrinseco *principal-agent* che sorge tra gli azionisti e i gestori.

A seguito del lavoro seminariale di *Berle e Means* (1932) sulla "separazione della proprietà e controllo", in cui sostengono che la proprietà azionaria dispersa all'interno della società si dimostrava che erano i *manager*, piuttosto che gli azionisti, a controllare le società.

Però, le difficoltà che sorgono nella relazione agente-principale, esistono anche tra varie parti, ad esempio, fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza, e tra l'azionista e le altre parti interessate, come i creditori e gli obbligazionisti. Un esempio di codificazione in tal senso è la Legge sulle società del Regno Unito del 2006 (*Companies Act*).

L'evoluzione di *Best Practice* in tale ambito, altro non è se non la conseguenza della necessità di sviluppo e corretto funzionamento dei mercati finanziari, tali da garantire la tutela degli *stakeholder* e la massimizzazione del capitale investito.

#### **1.4.2. Segue. Il ruolo degli investitori istituzionali nella Corporate Governance**

La *London Stock Exchange* regola le relazioni economiche e industriali del cosiddetto capitalismo popolare inglese e permette la partecipazione di diversi soggetti nel capitale d'impresa il quale, conseguentemente, risulta fortemente frazionato in parti di entità molto modesta.

Gli investitori istituzionali rivestono un ruolo predominante fra i partecipanti al capitale sociale. La centralità della loro posizione è dovuta alla loro capacità di indirizzare le risorse finanziarie verso obiettivi di rendimento del capitale, sostenendo e rafforzando lo sviluppo finanziario dei processi d'impresa e apportando un contributo decisivo all'evoluzione del sistema produttivo.

Nel Regno Unito, la partecipazione degli investitori istituzionali nel sistema finanziario ed economico e, di conseguenza la loro influenza sul capitale sociale, è aumentata costantemente. È passata da un possesso di circa il 30% negli anni Sessanta ad oltre il 60 % nei giorni nostri.

Per loro le azioni rappresentano degli elementi di un portafoglio, finalizzato alla massima valorizzazione da realizzarsi ricadendo anche sugli assetti istituzionali delle imprese partecipate, con il conseguente coinvolgimento implicito del *management*.

Gli investitori istituzionali, infatti, partecipano alle assemblee dei soci e promuovono iniziative strategiche o di cambiamento della compagine manageriale. Questo è risultato evidente nelle svariate operazioni di *merger and acquisition* avutesi negli anni '90.

Tali soggetti sono rappresentati, nel contesto britannico, soprattutto da *merchant banks* e da società di *venture capital*<sup>51</sup> che, attraverso le loro strategie di posizionamento strategico del capitale d'impresa, sono portate a trasferire al mercato finanziario il controllo delle società, non solo con offerte di azioni, ma anche con richieste di capitale di debito. In particolare, favoriscono fusioni e acquisizioni al fine di contendere al *management* il potere di indirizzo dell'attività d'impresa e conferendo al mercato il potere di giudicare l'operato dello stesso.

Le azioni, strumento tramite cui si esercita il controllo sulle strategie aziendali, vengono scambiate continuamente in volumi considerevoli, comportando un elevato grado di diffusione e frazionamento dei diritti di proprietà fra tutti gli investitori. Essi infatti, tramite l'acquisto e la vendita di titoli mobiliari, riescono a controllare e esprimere un giudizio sul potere direttivo nelle mani del *management*, in caso di *public company*.

Per attenuare i problemi di partecipazione democratica degli *shareholder* alle decisioni dell'impresa, il mercato finanziario, in determinate situazioni di non ottimale conduzione d'impresa, può attuare meccanismi di scalata, i *takeover hostile*.

Tali situazioni sono evidenziate, ad esempio, da forti variazioni negative della quotazione del titolo dovute ad importanti carenze strutturali di natura organizzativa e/o operativa.

Per cercare di ovviare a questi problemi il *Financial Reporting Council* ha apportato integrazioni e adattamenti al Codice di Corporate Governance del Regno Unito, in particolare riguardo alla divulgazione delle informazioni.

Il rapporto annuale dovrebbe contenere una descrizione della politica del consiglio di amministrazione sulla diversità, misurabile degli obiettivi che il consiglio di amministrazione ha stabilito nell'attuazione della politica e dei progressi nel conseguimento di questi obiettivi.

Il vertice aziendale di una *public company* deve svolgere due compiti principali: gestire il consiglio di amministrazione ed essere responsabile per la gestione dell'attività commerciale della società. Dovrebbe esserci una chiara divisione delle responsabilità nella società, per garantire un equilibrio fra potere e autorità, tale da fare in modo che nessun individuo abbia poteri illimitati.

Apparentemente, questo principio sembrerebbe proibire di unire i ruoli di CEO e presidente.

---

<sup>51</sup> Le *merchant bank*, di solito, effettuano delle acquisizioni con capitale proprio di quote rilevanti e cospicue di capitale di altre società, collocandole poi sul mercato, non acquisendo la conduzione dell'impresa, sperando di ottenere rendimenti in conto capitale.

Le società di *venture capital* in genere sono società definite *captive*, cioè soggetti giuridici di proprietà di istituzioni finanziarie (banche, compagnie di assicurazione e fondi pensioni), che offrono alle imprese consolidate un servizio di crescita nelle loro dimensioni di capitale di rischio, costituendo dei fondi comuni di investimento di tipo chiuso, attraverso cui dirigere il pubblico risparmio verso le attività produttive, predisponendo contemporaneamente delle adeguate clausole di uscita degli investitori per la monetizzazione dei guadagni.

Tuttavia, le disposizioni del Codice di Corporate Governance del Regno Unito suggeriscono che i ruoli possono essere combinati purché la logica di tale decisione sia divulgata. Indipendentemente dal fatto che i ruoli siano combinati o no, non c'è un requisito per individuare un forte elemento non esecutivo indipendente nel consiglio di amministrazione, incluso un identificato *senior independent director* (a volte indicato come *lead director*), attraverso cui trasmettere al consiglio di amministrazione le preoccupazioni aziendali.

### **1.5. L'evoluzione della corporate governance in Italia**

Nel panorama italiano la regolamentazione è avvenuta per opera di interventi non solo legislativi, ma anche dal gestore del mercato del capitale di rischio (Borsa italiana S.p.a.). L'evoluzione si deve sia ad eventi esterni sia ad eventi interni al mercato italiano.

Si possono riassumere in tal modo le fasi principali del processo evolutivo italiano:

- La legge 58/1998, detta “legge Draghi” introduce l'espressione “sistema di controllo interno” nella nostra legislazione, con una portata generale per tutte le società quotate, e affida al collegio sindacale il compito di vigilare sulla relativa adeguatezza. Tale nuovo organo, dunque, acquista una posizione centrale nel sistema dei controlli endosocietari.
- Il D.lgs. n. 231/2001 si colloca proprio nel quadro di tali controlli interni andando a valorizzarne la funzione. Esso rileva, in particolare, sotto il profilo dell'assetto organizzativo e della gestione sociale. Statuisce la responsabilità amministrativa dell'ente per i reati commessi nel suo interesse da parte di soggetti riferibili allo stesso ente.
- Successivamente il D.lgs. n. 6/2003 ha riformato organicamente la disciplina delle società di capitali, contribuendo nella determinazione dell'attuale sistema di controllo interno: grazie a tale intervento normativo si è conferito al consiglio di amministrazione di tutte le società azionarie, incluse quelle quotate, il compito di monitorare l'attività gestionale posta in essere dagli amministratori esecutivi, ampliando la platea dei soggetti e degli organi che costituiscono il sistema dei controlli endosocietari.
- A causa degli scandali finanziari avvenuti all'inizio del millennio, si rileva una crescente attenzione sul tema dell'adeguatezza del sistema amministrativo- contabile, visto come l'insieme delle procedure finalizzate a garantire l'attendibilità delle informazioni aziendali di bilancio (Gasparri, 2013). Fimmamò (2005) sostiene, infatti, l'inevitabilità dell'importanza assunta, nell'ambito dei vari scandali finanziari italiani, delle ricorrenti falsificazioni della contabilità aziendale effettuate dagli amministratori e dai direttori finanziari. Il legislatore intervenne con la legge 262/2005, finalizzata a responsabilizzare il management aziendale e

ad inserire norme volte a garantire l'indipendenza delle società di revisione rispetto alle attività di audit.

- A partire dalla fine degli anni '90 si rileva un ampliamento del ruolo dei controlli endosocietari nel panorama delle elaborazioni scientifiche dedicate al governo d'impresa. Questo è dovuto anche all'autodeterminazione di una serie di disposizioni dirette alle società quotate ad opera del comitato costituito dai rappresentanti più importanti della società stessa, di operatori finanziari, di associazioni di categoria, la cui coordinazione dei lavori è stata presieduta dal presidente della Borsa italiana. Ci si riferisce al Codice di Autodisciplina delle società quotate, il codice Preda, redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance presso la Borsa Italiana S.p.a. e aggiornato in seguito nel 2002, nel 2006, nel 2011 e infine nel luglio del 2014. Rappresenta un tentativo di sistematizzare, adattandole alle caratteristiche del diritto societario italiano, le *best practices* recepite nelle più importanti esperienze straniere, che spesso definiscono modelli introdotti a livello di normativa primaria. L'iniziativa ha l'obiettivo programmatico di fornire "stimolo, sostegno e rafforzamento delle migliori pratiche al servizio del mercato", individuando modelli organizzativi e di articolazione interna, principi ordinatori e regole concrete di comportamento degli organi di gestione e di controllo, oltre che requisiti strutturali e funzionali di elementi dell'organizzazione aziendale rilevanti per il governo della società, in modo particolare con riguardo al sistema di controllo interno (Gasparri, 2013).

Di seguito verranno approfonditi i Principi OCSE del 1999 e i dettami delle disposizioni relative alla legge 262/2005 c.d. "legge sul risparmio" e del codice di autodisciplina per le società quotate emanato nel 2006 e successivamente aggiornato nel 2011.

### **1.5.1. I principi OCSE del 1999: il punto di partenza per il legislatore italiano**

All'interno della letteratura capitalista, i sistemi di governo societario sono convergenti e posizionati verso il modello anglosassone del governo societario o del valore per gli azionisti. Questo si allinea, con la teoria dell'agenzia, in cui il ruolo delle *corporation* è creare ricchezza per i propri azionisti. Questi ultimi sono anche a più alto rischio rispetto ad altre parti interessate, suggerendo inoltre che gli amministratori aziendali siano singolarmente responsabili nei confronti degli azionisti. Il rapporto di Cadbury ha costituito il quadro per lo sviluppo della *corporate governance* internazionale fornita dalle istituzioni internazionali, ad esempio l'OCSE, il Fondo europeo e l'*Asset Management Association*. Nel 1999, l'OCSE ha pubblicato un documento, i *Principi OCSE di Corporate Governance*, che sottolinea che le società dovrebbero essere gestite nell'interesse degli azionisti. In particolare il cambiamento riflette la competitività e l'accesso al capitale a *standard* elevati di comportamento aziendale e

responsabilità del Rapporto di Cadbury. È interessante notare che il comitato dell'OCSE comprendeva rappresentanti dei paesi con forti mercati finanziari, come Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Sir Adrian Cadbury era uno dei membri chiave di questo comitato. I principi dell'OCSE di Corporate Governance (1999) assistono i paesi membri e non membri nella valutazione e nel miglioramento del loro quadro giuridico, istituzionale e normativo per perfezionare la *governance* societaria.

Il codice OCSE ha seguito il modello anglo-americano di azionisti ampiamente dispersi, problemi di agenzia, struttura unitaria del consiglio e solo una piccola attenzione è stata dedicata agli azionisti.

Il rapporto OCSE fornisce un quadro normativo ai paesi membri considerando obbligatoria o volontaria l'adozione delle raccomandazioni sulla *corporate governance*. Il rapporto sostiene che il quadro della *governance* societaria dovrebbe garantire, ad esempio, equità, trasparenza, *accountability* e responsabilità e un ridotto intervento normativo (*Cadbury, 2000*).

Oltre ai Principi OCSE del 1999, la dottrina sulle origini legali ha accolto favorevolmente anche gli studi di *La Porta*<sup>52</sup>. Questa letteratura ha individuato due principali sistemi legali nella tradizione dei paesi sviluppati, i quali comprendono i sistemi Anglo-Americani di *common law* e quello di *civil law* o di tradizione legale Romano-Germanica. Il sistema di *common law* inglese ha una lunga tradizione di autoregolazione ed è aperto a iniziative specifiche del settore, che non prendono forma legislativa. All'interno del sistema di *common law*, la legislazione è stata generalmente vista come ultima risorsa. Invece, nei sistemi giuridici dell'Europa continentale domina la legislazione scritta, che può avere diverse forme come la costituzione, i codici civili e commerciali.

Secondo *Jordan* (2013) il concetto di natura volontaria del codice nei paesi con una legge civile è visto come un ossimoro, poiché i codici sono visti come una forma di regola legale scritta, formale, che evita i conflitti. Tuttavia, all'interno dei moderni mercati finanziari si richiedono categoricamente entrambe le forme di regolamentazione, cioè l'autoregolamentazione e i meccanismi di governo societario basati su regole stabilite.

### **1.5.2. La c.d. legge sul Risparmio: legge 262/2005**

La legge del 28 dicembre 2006 n. 262, altrimenti nota come Legge sul Risparmio, rappresenta uno dei processi di riforma più importanti e concitati della storia economica italiana. Infatti il suo processo di emanazione è durato più di un anno e mezzo e ha apportato numerosi e considerevoli cambiamenti in materia di disciplina societaria e ha introdotto nuove

---

<sup>52</sup> LA PORTA, LOPEZ- DE- SILANES, SHLEIFER e VISHNY, *Journal of Political Economy*, ed. *The University of Chicago Press*, 1998, pp.1113-1155.

disposizioni sul risparmio e sui mercati finanziari. Notevoli sono state anche le modifiche in materia di corporate governance, revisione contabile, intermediazione mobiliare e sanzioni, introducendo delle disposizioni che di fatto si rifanno a norme già precedentemente create negli Stati Uniti.

Dopo la sua entrata in vigore del 12 gennaio 2006, mediante il Decreto Legge del 17 gennaio 2006, sono state introdotte disposizioni relative al differimento di alcune norme in materia di obbligazioni bancarie, prodotti finanziari e assicurativi e l'obbligo di prospetto per le sollecitazioni all'investimento. La legge è articolata in 44 articoli e le novità da essa introdotte possono essere riassunte nei seguenti punti:

1. Disposizioni in merito alla nomina e alla composizione del consiglio di amministrazione.

Si prevede che gli statuti delle società debbano garantire che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati che vengono presentate dagli azionisti, e devono determinare la quota minima di partecipazione necessaria per la presentazione di queste liste.

Qualsiasi soggetto coinvolto nelle funzioni di amministrazione direzione e controllo, poi, deve possedere i requisiti di onorabilità che il Ministero di Grazia e Giustizia ha stabilito per i membri degli organi di controllo e, nel caso in cui non li possieda, verrà destituito.

2. Disposizioni in merito al collegio sindacale e agli organi corrispondenti nei modelli monistico e dualistico.

Vengono introdotte disposizioni secondo cui, la Consob stabilirà, con apposito regolamento, le modalità per eleggere i membri effettivi del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza. Nello specifico, il presidente del collegio sindacale deve essere nominato dall'assemblea scegliendolo tra i soggetti indicati nelle liste di minoranza. Inoltre i dipendenti e i soggetti che intraprendono relazioni di carattere economico o professionale con un amministratore della società o con un membro della sua famiglia, non possono essere nominati nel collegio sindacale di quella stessa società. La Consob introduce anche un nuovo regolamento con cui si stabiliscono i limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e controllo che possono essere assunti dai componenti degli organi di controllo delle società quotate e delle società emittenti strumenti finanziari per il pubblico risparmio. Questi soggetti sono sottoposti a doveri di informativa al riguardo.

Infine, i componenti degli organi di amministrazione e controllo, presso società non quotate, devono comunicare all'assemblea il numero degli incarichi di amministrazione e controllo assunti presso altre società in anticipo rispetto all'accettazione del nuovo incarico.

3. Disposizioni in materia di azione contro gli amministratori della società.

L'azione sociale di responsabilità può essere promossa anche a seguito di una delibera da parte del consiglio sindacale assunta a maggioranza del due terzi dei sindaci in carica. Solo per le società quotate è stato rivisto il quorum necessario per la deliberazione dell'azione sociale di responsabilità ed è stato fissato ad un quarantesimo (2,5%) del capitale sociale.

4. Disposizioni in materia di tutela delle minoranze

Gli azionisti che rappresentano almeno un quarantesimo del capitale sociale possono chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno, indicando agli amministratori i punti aggiuntivi da prendere in considerazione.

5. Disposizioni in materia di società off-shore.

Le società italiane controllanti società estere che registrano la sede in nazioni che non garantiscono la trasparenza societaria, devono allegare al proprio fascicolo di bilancio di esercizio anche il bilancio della società estera, redatto secondo i principi e le regole contabili applicabili alle società italiane, oppure secondo i principi contabili internazionali. Inoltre, il bilancio della società estera dev'essere sottoscritto dagli organi di amministrazione, dal direttore generale e dal dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari di questa. Il bilancio della società italiana, poi, deve essere corredato da una relazione scritta degli amministratori attinente ai rapporti intercorsi tra la società e la società estera di cui sopra, a cui si deve allegare una relazione contenente il parere espresso in merito dall'organo di controllo. Infine, il bilancio della società estera deve essere sottoposto alla revisione della società di revisione del bilancio della controllante. Queste disposizioni si devono applicare anche alle società estere (con caratteristiche analoghe a quelle fin ora descritte) che controllano società italiane. Gli organi direttivi della società sono sottoposti a responsabilità civile, penale e amministrativa, secondo la legge italiana in materia di redazione dei bilanci.

6. Disposizioni relative ai diritti di voto per le fondazioni bancarie.

Le fondazioni bancarie non possono esercitare diritti di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie delle società partecipate in misura superiore al 30% del capitale sociale, anche nel caso in cui la quota di partecipazione fosse superiore.

7. Disposizioni in merito al conflitto di interessi tra società e banche.

Le banche dovranno attenersi alle disposizioni redatte dalla Banca d'Italia, in conformità con quanto deliberato dal CICR, per le attività di rischio nei confronti di: società direttamente o indirettamente in possesso di una partecipazione rilevante o di controllo della banca, o della società capogruppo; soggetti con il potere di nominare uno o più componenti degli organi amministrativi o di controllo della banca o della società capogruppo; soggetti che svolgono la funzione di amministrazione, direzione e controllo della banca o della società capogruppo;

società controllate da soggetti che rientrano tra le categorie di cui sopra, o presso le quali svolgono attività di direzione, amministrazione o controllo.

8. Disposizioni in merito ai piani di stock option.

Le stock option delle società quotate, una volta approvate con delibera del consiglio di amministrazione, devono essere anche approvate dall'assemblea degli azionisti e comunicate alla Consob e al pubblico.

9. Disposizioni per la modifica della revisione dei conti.

La durata massima dell'incarico del revisore contabile è di sei esercizi, rinnovabile una sola volta e non rinnovabile se non è decorso almeno un triennio dal precedente incarico, con sostituzione del responsabile della revisione. L'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di una società, se quotata, non può essere affidato ad una stessa persona per più di sei esercizi e sono stabiliti rigidi criteri di incompatibilità. Questi obblighi si estendono anche alle società non quotate che controllano società quotate nei mercati regolamentati.

10. Disposizioni in materia di tutela degli investitori.

Il governo deve introdurre un decreto legge che prevede: introduzione di misure di conciliazione e arbitrato, un sistema di indennizzo per i risparmiatori, nel caso di controversie con gli intermediari finanziari o in caso di dubbi sugli adempimenti per gli obblighi informativi, correttezza e trasparenza.

11. Disposizioni in materia di reati societari e sanzioni.

Oltre al reato di falso in bilancio, si introduce anche il reato di omessa comunicazione di conflitto di interessi che prevede il raddoppio delle sanzioni penali per violazioni commesse da società aventi titoli quotati o diffusi al pubblico. Un gravoso aumento delle pene si ha anche in materia di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche.<sup>53</sup>

### **1.5.3. Linee guida e codici di buone pratiche**

La *self regulation* costituisce un esercizio di autonomia privata e si ha quando un gruppo di soggetti e /o una formazione sociale esponenziale di questo gruppo fissano in maniera autonoma regole che li riguardano. Essa si esplica, prevalentemente, nell'elaborazione di *standard* da parte di soggetti privati che spontaneamente s'impegnano ad osservarli e che possono poi essere seguiti da terzi, in virtù di una loro scelta volontaria.

Secondo quanto affermato dal Comitato economico e sociale europeo sul tema, nel suo parere del 4 settembre 2015 sul tema "Autoregolamentazione e co-regolamentazione nel quadro legislativo dell'UE", con il termine autoregolamentazione (o, meglio, autoregolazione), "si

---

<sup>53</sup> Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari- Consob; Zattoni, 2006; legge 262/2005.

*designa generalmente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni".* (punto 3.2).

Tuttavia, spesso l'autoregolamentazione avviene tramite processi non rispettosi del principio di trasparenza e di pubblicità e l'inottemperanza in tal senso non è giuridicamente sanzionata. Questa non sanzionabilità sul piano giuridico dei comportamenti devianti è bilanciata da altre misure di reazione, che l'aggregazione privata autrice della *self regulation* può prendere nei confronti di coloro che, pur avendo volontariamente aderito, la violano. Tali misure spesso sono sanzioni di tipo reputazionale oppure fattuale, come per esempio l'esclusione dalla lista degli aderenti all'aggregazione privata.

Si deve dire, però, che questo particolare tipo di *enforcement* tra pari in concreto non risulta molto adeguato ed efficace, tant'è che spesso la *self regulation* tende a "farsi norma", nel senso che, la regola di origine privata viene elevata a rango primario.<sup>54</sup>

La *self regulation* a volte si manifesta in un contesto di assoluto vuoto normativo, altre invece si esplica entro una cornice di principi già fissati dal legislatore. In questo caso però sarebbe meglio parlare di co-regolazione o di regolazione di tipo cooperativo<sup>55</sup>. Per co-regolazione, sempre secondo il Parere del Comitato economico e sociale europeo menzionato sopra, s'intende: "*una forma di regolamentazione delle parti interessate (stakeholder) che è promossa, orientata, guidata o controllata da una terza parte (sia essa un organismo ufficiale o un'autorità di regolamentazione indipendente) di norma dotata di poteri di esame, di controllo e, in alcuni casi, sanzionatori*" (punto 3.4).

La *co-regulation* si può anche definire come *audited self regulation* (autoregolazione monitorata), termine che mette ancor più in evidenza la circostanza per cui, se da una parte, le regole di disciplina sono poste in essere da soggetti privati o da loro organismi associativi, dall'altra, esse sono assoggettate a un controllo indiretto da parte della pubblica autorità<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33 ss.; M. EREDE-F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata nella composizione del consiglio di amministrazione di società quotate: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 919 ss.

<sup>55</sup> In questo senso F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Pol. dir.*, 2001, p. 547 ss.; F. CAFAGGI, *Self regulation in European Contract Law*, 2007, in [www.eui.eu](http://www.eui.eu).

<sup>56</sup> Cfr. M. CLARICH, *I procedimenti di regolazione*, in AA.VV., *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino, 1999, pp. 16-17, che ricorda come un sistema di autoregolazione monitorata fosse stato previsto dal T.U. delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria del 24 febbraio 1998, n. 58, agli artt. 61 e ss.; un esempio più recente di co-regolazione è dato, questa volta in materia di contratti pubblici, da quella attività di «vigilanza collaborativa attuata previa stipula di protocolli di intesa con le stazioni appaltanti richiedenti, finalizzata a supportare le medesime nella predisposizione degli atti e nell'attività di gestione dell'intera procedura di gara» nel caso di affidamenti di particolare interesse (art. 213, comma 3 del d. lgs. 18 aprile 2016, n. 50).

In questo contesto meritano poi essere almeno menzionati altri due tipi di "regolazione alternativa": a) la *regulatory negotiation*, introdotta in via normativa negli Stati Uniti nel 1990, che si estrinseca nell'istituzione, su

Il ruolo propulsivo svolto dalla *self regulation* assume spesso una particolare sfumatura nel suo significato sperimentale, in quanto consente di appurare nel corso del tempo l'efficacia di una soluzione prospettata e, se necessario, di cambiare approccio nel caso in cui sorgano nuovi dati e informazioni.

La comunità degli investitori ha emanato numerose linee guida non vincolanti e codici di buone pratiche, sempre più spesso adottati dai professionisti di questo settore. A questi si aggiungono anche i principi emessi dalle Associazioni di gestione dei patrimoni italiani, che sono significativamente degni di nota e si possono citare:

- I Principi di *Stewardship* italiano per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto degli intermediari finanziari nelle società quotate, i quali forniscono un catalogo di migliori pratiche di alto livello, finalizzate a promuovere la discussione e la cooperazione tra gli intermediari finanziari e gli emittenti quotati; e
- I Principi "per la selezione dei candidati per gli organi sociali delle società quotate".

Bisogna considerare anche che le principali società di consulenza per procura hanno sviluppato le linee guida per il voto tramite delega relativamente alle società quotate italiane, che hanno formulato raccomandazioni di voto per situazioni particolari di voto da sottoporre a votazione durante l'assemblea degli azionisti. Tali linee guida sono basate su quello che queste aziende ritengono essere la miglior pratica e divengono sempre più frequenti fra gli investitori istituzionalizzati.

Si deve ricordare, a tal proposito, che durante la stagione *proxy* 2017, 21 emittenti facenti parte dell'indice FTSE MIB, ossia il principale indice di riferimento per i mercati azionari italiani, che catturavano circa l'80% della capitalizzazione di mercato nazionale, hanno ricevuto almeno una contraria o si sono astenute dalla raccomandazione dell'ISS, per un totale di 32 risoluzioni, e 16 emittenti FTSE MIB hanno ricevuto almeno una raccomandazione contraria o astenuta da Glass Lewis (per un totale di 30 risoluzioni).

Gli investitori istituzionale, poi, e in particolare i principali gestori patrimoniali, stanno adottando delle linee guida e dei principi di governo societario per informare gli investitori

---

iniziativa del regolatore, di un vero e proprio comitato di regolazione negoziale, rappresentativo di tutti gli interessi reputati rilevanti, avente il compito di proporre un testo normativo all'autorità pubblica competente ad adottarlo formalmente (su questo particolare tipo di regolazione cfr. G.P. MANZELLA, *Brevi cenni sulla regulatory negotiation*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1994, p. 273 ss.); b) la regulation by litigation, che consiste nell'utilizzo dei poteri di risoluzione alternativa delle controversie demandati al regolatore come surrogata prosecuzione dell'attività amministrativa, avendo talvolta lo stesso legislatore imposto all'Autorità di regolazione di perseguire gli obiettivi della regolazione anche in occasione della risoluzione dei conflitti, come avvenuto con l'art. 23, comma 3, del Codice delle comunicazioni elettroniche, con riferimento alle controversie tra operatori demandate all'Agcom (in tema cfr., se si vuole, M. RAMAJOLI, *Strumenti alternativi di risoluzione delle controversie pubblicistiche*, in *Dir. amm.*, 2014, p. 13 ss.; ID., *Tutele differenziate nei settori regolati*, nella *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2015, p. 18 ss.

sull'impegno che intendono prendere con le società *target* al fine di perseguire meglio gli interessi dei loro *stakeholder*.

#### **1.5.4. Il codice di autodisciplina delle società quotate**

In Italia in codice di autodisciplina per le società quotate è stato istituito a partire dal 1999, con la realizzazione del codice Preda, introdotto sulla scia *in primis* del modello inglese offerto dal *Cadbury Report*, seguito da *Greembury Report*, e infine dall'*Hampel Report* (1998) e, poi, seguendo il percorso degli Stati Uniti, dove il primo codice di autodisciplina fu introdotto nel 1997 sotto il nome di "*Statement on Corporate Governance*"<sup>57</sup>.

Successivamente gli aggiornamenti del codice di autodisciplina vennero effettuati nel 2002, nel 2006 e nel 2011, fino ad arrivare all'ultima versione rivista nel luglio del 2014.

Considerando il codice del 2011, esso ricalcando all'incirca gli stessi temi trattati nelle precedenti versioni del 2002 e del 2006, presta particolare attenzione alla gestione strategica del rischio. Come nel precedente aggiornamento, il codice espone gli argomenti strutturandosi in tre sezioni distinte:

- I principi di carattere generale, le linee guida generali di impostazione delle disposizioni trattate;
- I criteri applicativi che entrano nel merito, fornendo indicazioni dettagliate e formali circa l'attuazione dei principi;
- Commenti aggiuntivi, finalizzati a chiarire la portata di questi principi e criteri, fornendo anche esempi esplicativi per specifiche situazioni e descrivendo ulteriori auspiccate condotte virtuose.

Si suggerisce l'applicazione del codice alle società quotate e la formalizzazione nella relazione sulla *corporate governance* a disposizione del mercato dell'adempimento delle relative disposizioni, in applicazione del principio *comply or explain*.

Per quel che riguarda, in maniera particolare, i contenuti principali e le novità introdotte bisogna analizzare il ruolo del consiglio di amministrazione<sup>58</sup>. Per tale organo, infatti, oltre alle novità introdotte nel 2006 circa il limite al cumulo degli incarichi per gli amministratori e l'annuale autovalutazione del consiglio, nel 2011 è stata introdotta l'autovalutazione del consiglio sulla struttura e sulle competenze detenute dallo stesso e dai suoi comitati. Il consiglio deve anche definire la natura e il livello del rischio compatibile con gli indirizzi

---

<sup>57</sup> HADRIAN, *Autoregolamentazione e codici di condotta. Le esperienze dell'Italia e del Regno Unito a confronto*, in *Diritto e cultura*, 2002, fasc. 1-2, pp. 19-97.

<sup>58</sup>FORTUNATO e REBOA, *Board evaluation: regole, principi, best practice*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2008, fasc. 6, pp. 1281-1288.

strategici dell'emittente. Viene suggerita, poi, l'adozione di una procedura formalizzata per la gestione interna e la comunicazione verso l'esterno delle informazioni privilegiate.

Il codice del 2006 aveva introdotto importanti novità riguardo alla definizione del ruolo dei consiglieri non esecutivi e l'istituzione della figura del *lead independent director*. La versione aggiornata del codice raccomanda l'introduzione della figura del *lead independent director* per le società che appartengono al sotto-indice FTSE MIB. Inoltre si raccomanda che il CEO di una società non sia anche amministratore di un'altra società, di cui risulta in carica un CEO che riveste anche il ruolo di amministratore della prima società. In questi casi, infatti, si potrebbe creare una situazione di possibile conflitto di interessi.

In tema di amministratori indipendenti, il codice del 2006 aveva introdotto il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, nella valutazione dell'indipendenza di un soggetto. Si introducevano pure delle esemplificazioni sui criteri in base ai quali il consiglio di amministrazione deve svolgere la valutazione e il coinvolgimento del collegio sindacale nella sorveglianza della corretta applicazione di tali criteri. Veniva introdotta, infine, la possibilità per i soli consiglieri indipendenti di potersi riunire separatamente dai restanti membri del consiglio.

Con l'aggiornamento del 2011, innanzitutto, è stata istituita la valutazione periodica dei requisiti d'indipendenza da parte del consiglio di amministrazione, che dev'essere effettuata annualmente e di cui si devono pubblicare i criteri utilizzati. Inoltre viene anche precisato che gli amministratori indipendenti del consiglio non devono essere in numero inferiore a due, mentre per gli emittenti appartenenti all'indice FTSE MIB, almeno un terzo deve possedere i requisiti di indipendenza.

Per quel che concerne i comitati interni al consiglio di amministrazione, l'aggiornamento del 2006 prevedeva una disciplina generale in ordine alla composizione, ai poteri e alle modalità di svolgimento dell'incarico. L'aggiornamento del 2011 introduce la figura del presidente del comitato, la cui funzione è quella di coordinare il lavoro dello stesso comitato. La scelta di non istituire uno o più comitati dev'essere illustrata in modo analitico nella relazione sul governo societario, motivandola in modo adeguato<sup>59</sup>. Il consiglio procede periodicamente alla rivalutazione della scelta effettuata.

Le modalità di nomina degli amministratori nel codice del 2006 ribadivano il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, specificando alcune caratteristiche di questo procedimento ed apportando degli esempi per alcuni compiti attribuiti al comitato per le nomine. Successivamente, con l'aggiornamento del codice del 2011, vengono rimossi i

---

<sup>59</sup> SOTTORIVA, *Il comitato per il controllo interno e per la revisione contabile introdotto dall'art. 19 del d.lgs 39/2010. Riflessioni in sede di prima istituzione alla luce delle indicazioni dell'Unione Europea*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2011, fasc. 1, pp. 129-159.

vincoli legati alla procedura di nomina del 2006. Si sottolinea, al contrario, l'importanza della valutazione delle caratteristiche d'indipendenza, la cui attestazione di idoneità ad essere qualificati come indipendenti da parte del consiglio di amministrazione, deve essere accertata al momento di presentazione delle liste dei candidati.

In materia di remunerazione degli amministratori il codice del 2006 definiva la struttura e le finalità, distinguendo fra amministratori esecutivi e amministratori non esecutivi e specificando la funzione del comitato per la remunerazione. In tale ambito nel 2011 non sono state introdotte importanti novità.

Per quel che riguarda, invece, il sistema di controllo interno, la versione del codice del 2006 aveva disposto alcuni aggiornamenti riguardo la nozione stessa di sistema di controllo, allineandosi all'evoluzione delle *best practices* a livello internazionale. Sono state introdotte migliori e ulteriori definizioni di ruoli e rapporti tra i diversi soggetti/organismi coinvolti nella definizione e anche il monitoraggio e l'aggiornamento del sistema, in modo particolare tra il comitato per il controllo interno e il collegio sindacale. L'aggiornamento del 2011, inoltre, contiene significative novità riguardo al controllo interno, che diviene sistema di controllo interno di gestione dei rischi. Viene introdotta, quindi, la necessità di un sistema di adeguata gestione dei rischi per ogni società emittente, da integrarsi nel processo di governo e all'interno del modello organizzativo, tenendo sempre in considerazione le *best practices* internazionali. Infine, si prevede anche per il collegio sindacale un'ulteriore vigilanza sull'efficacia del sistema di controllo interno e sulla gestione dei rischi. Si rende necessaria anche la previsione di un adeguato coordinamento dei flussi informativi relativi agli organi di controllo e governo.

La materia a cui il codice del 2006 si è dedicato maggiormente è stata quella relativa al rapporto con gli azionisti. Esso infatti ha previsto disposizioni volte ad agevolare la conoscenza delle informazioni societarie per gli azionisti e le misure per favorire la loro partecipazione alle assemblee e l'esercizio dei diritti sociali. Con l'aggiornamento del 2011 si sono introdotte anche altre disposizioni finalizzate ad incrementare la partecipazione degli azionisti, incoraggiando il consiglio ad adoperarsi per ridurre i vincoli e gli adempimenti che rendono troppo difficoltoso o oneroso l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto.

## **1.6. L'introduzione del voto di lista e i suoi recenti sviluppi**

Con una disposizione che è stata considerata una peculiarità nel panorama comparatistico<sup>60</sup>, il legislatore italiano ha imposto che gli statuti delle società con azioni collocate nei mercati regolamentati<sup>61</sup> contengano norme che consentano l'elezione del consiglio di amministrazione sulla base di liste di candidati, o, per lo meno, che un amministratore sia espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti. Ai sensi dell'art. 174-ter t.u.f., questa lista non deve essere collegata, nemmeno indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

La previsione ha lo scopo di introdurre la possibilità che la nomina del consiglio di amministrazione concorra non solo con la maggioranza formatasi in assemblea, ma anche, salvo discussione e precisazione dell'identificazione, con componenti sociali minoritarie.

Tramite tale previsione, accanto alle modalità di formulazione della proposta di candidature mediante liste e alle modalità di voto relative alle liste presentate, sancisce anche le modalità di riparto dei seggi che non rispondono al principio maggioritario puro, ma a criteri diversi di ripartizione del potere tra maggioranza e minoranza.

Nei primi anni Novanta del Novecento, nell'ambito del dibattito sulla *corporate governance*, erano stati sollevati dei dubbi sull'imposizione del voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo e sulle ricadute sul governo societario. Non a caso, proprio a seguito di tale discussione, in occasione dell'emanazione del t.u.f., le scelte sulla tutela delle minoranze non includevano l'istituzionalizzazione degli amministratori "di minoranza". Infatti, si è preferito lasciare alle emittenti tutte le scelte in merito, introducendo nello statuto particolari norme relative alla nomina delle cariche sociali, secondo quanto già previsto dall'art. 2368, comma 1, ult. periodo, c.c., rimasto immutato anche all'esito della riforma del diritto societario.

Il precedente nazionale della disposizione del t.u.f. è costituito da una disciplina degli inizi degli anni Novanta per la privatizzazione delle società oggetto dello Stato e degli enti pubblici, anche territoriali, nei settori strategici o di rilevante interesse finanziario. L'art. 4 d.l. 332/1994<sup>62</sup> stabilisce che queste società, se operano in settori strategici indicati dallo stesso decreto (difesa, trasporti, comunicazioni, energia e altri pubblici servizi) oppure in quello bancario e assicurativo, devono introdurre nei loro statuti una clausola apposita per l'elezione degli amministratori mediante voto di lista. Alle liste di minoranza dovrà essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori. Secondo la terminologia della rubrica di tale articolo, la previsione del voto di lista, è doverosa solo quando la società abbia

---

<sup>60</sup> La prescrizione alle società per azioni di permettere a componenti sociali diverse da quelle maggioritarie di nominare membri dell'organo amministrativo non è diffusa nel panorama interazionale: OECD. *Board Member Nomination and Election*, Aprile 2012, 11 s., 24 s., 30 s.

<sup>61</sup> Tale norma si applica a società quotate *ex art.* 119 d.lgs 58/1998 (di seguito t.u.f), con sede in Italia, le cui azioni siano negoziate su un mercato regolamentato italiano o europeo.

<sup>62</sup> Poi convertito con modificazione dalla legge l. 30 luglio 1994, n. 474 (di seguito "decreto privatizzazioni").

introdotto volontariamente nello statuto, un limite azionario, non superiore al cinque per cento nelle società partecipate che esercitano dei servizi pubblici essenziali.

Il legislatore intendeva attrarre i soggetti potenzialmente idonei a svolgere il ruolo di amministratori e, allo stesso tempo, migliorare le condizioni di prezzo della cessione delle partecipazioni. In tale ottica, il voto di lista e la potenziale rappresentanza delle minoranze nelle società sono state viste come misure opportune per far sì che il capitale resti diffuso.

Da alcuni anni, però, l'art. 4 del decreto privatizzazioni è stato integrato dal comma 1-*bis* e da questo deriva che le società di cui al decreto privatizzazioni, se sono quotate, non sono più soggette all'art.4, ma devono attenersi alle norme sul voto di lista proprie di tutte le società quotate, salvo per quel che riguarda il numero degli amministratori da eleggere.

Da ultimo è intervenuto il d.lgs. 19 agosto 2016 n. 175 (testo unico in materia di società a partecipazione pubblica), le cui norme hanno a oggetto la costituzione di società da parte di amministrazioni pubbliche, l'acquisto, il mantenimento e la gestione di partecipazioni da parte di tali amministrazioni, in società a partecipazione pubblica totale o parziale, diretta o indiretta.

Non sono state inserite prescrizioni sulle modalità di nomina del consiglio di amministrazione, però la struttura pluripersonale è consentita solo previa soddisfazione dei requisiti indicati nell'apposito decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Nessuna prescrizione esiste sul numero degli amministratori a partecipazione pubblica, ma non pure a controllo pubblico. Verrebbe ulteriormente ristretto il numero delle società che potrebbero presentare il voto di lista, poiché esso presuppone la natura pluripersonale dell'organo e si potrebbe prospettare solo per società a partecipazione pubblica nelle quali il modello pluripersonale è possibile.

È da notare infine, che la previsione del voto di lista, entro certi limiti, è immodificabile. Nelle società quotate la clausola non può essere eliminata dallo statuto almeno finché la società conservi questo *status*. La prescrizione del voto di lista nelle società quotate attiva un meccanismo di rappresentanza di tutte le componenti del consiglio di amministrazione i cui termini non rimarranno immutabili.

Gli effetti imperativi della prescrizione del voto di lista, si esauriscono nella necessità di un adeguamento statutario: le società adempiono al loro obbligo se la clausola statutaria assicura che almeno un componente, nelle società quotate, e un quinto del consiglio di amministrazione, nelle società "privatizzande"<sup>63</sup>, siano espressione della lista minoritaria che abbia ottenuto il maggior numero di voti. L'effettiva nomina di uno o più amministratori di minoranza, invece, dipende dalla capacità degli azionisti, diversi da quelli di controllo, di

---

<sup>63</sup> N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, 2018, Giuffrè.

coordinarsi e attivarsi per renderla possibile. Di per sé, l'introduzione obbligatoria del voto di lista altro non è se non una semplice offerta di potenziale partecipazione alla nomina degli amministratori.

I termini del voto saranno precisati dallo statuto, mediante la regolamentazione delle fasi di: proposta, votazione e determinazione del risultato. Il voto di lista non implica il voto segreto: l'art. 147-*ter*, comma 2 t.u.f., introdotto dalla legge sul risparmio, prevedeva che le cariche sociali nelle società quotate venissero nominate con voto a scrutinio segreto. La norma, poi, è stata criticata e abrogata dal d.lgs. n. 303/2006.

La preferibilità del voto palese in un sistema di votazione per liste si giustifica, non solo per il fatto che il voto segreto confligge con le previsioni che presuppongono l'identificabilità del votante, ma anche perché soltanto tramite votazione palese è possibile verificare la minoritaria natura autentica delle liste da cui nominare gli amministratori che non sono espressione dei soci di maggioranza.

## CAPITOLO 2

### DIRITTI DELL'AZIONISTA E INFLUENZA NELLA VITA SOCIALE

Ogni azione, costituendo una partecipazione sociale, attribuisce al suo titolare un complesso unitario di diritti e di poteri di natura amministrativa ( come ad esempio il diritto di intervento e di voto nelle assemblee, il diritto di esaminare i libri sociali e il diritto di impugnare le delibere assembleari invalide), di natura patrimoniale (come il diritto agli utili e alla quota di liquidazione), ma anche di contenuto complesso patrimoniale ed amministrativo, come il diritto di recesso, il diritto di opzione e il diritto all'assegnazione di azioni gratuite.

Anche se l'espressione del diritto di partecipazione, espresso in azioni, presenta come peculiarità l'uguaglianza dei diritti e l'autonomia delle azioni, è bene ricordare che tale uguaglianza è relativa e non assoluta e che, inoltre, si tratta di uguaglianza oggettiva e non soggettiva.

Nell'ambito della disciplina delle società per azioni si suole affermare che la "proprietà" della società sia in capo agli investitori<sup>64</sup>. Bisogna a riguardo considerare che gli elementi decisivi per stabilire quali soggetti abbiano la proprietà di una società sono: il diritto di controllare la società e il diritto di percepire gli utili realizzati con l'attività sociale. A livello europeo il diritto delle società di capitali è creato in maniera principale per facilitare l'organizzazione di società che possano definirsi di proprietà degli azionisti, ossia di società in cui gli elementi determinanti la proprietà della società siano strettamente legati all'investimento di capitale nella stessa. Nelle società "di proprietà degli investitori", sia il diritto di controllare la società (che di solito comprende il diritto di eleggere gli amministratori e il diritto di approvare le decisioni più importanti), sia il diritto di percezione degli utili sono generalmente assegnati proporzionalmente alla quantità di capitale investito da ciascun socio nella società. Tutti gli ordinamenti societari prevedono questo tipo di allocazione del controllo e degli utili quale regola di *default*.

Per quel che riguarda le possibili attribuzioni del diritto di controllo, la disciplina delle società di capitali, risulta meno flessibile di quella di persone. Senza dubbio, in alcuni ordinamenti, con una serie di clausole introdotte *ad hoc* e rivedendo il tipo normativo di base, anche nelle società di capitali si potrebbero emettere delle azioni che attribuiscono diritti di proprietà a soggetti che hanno conferito prestazioni d'opera o altri fattori produttivi, oppure in proporzione ai servizi acquistati dalla società. Infatti, grazie all'evoluzione subita, il modello della società di capitali è diventato più flessibile nell'assegnazione dei diritti di proprietà, sia

---

<sup>64</sup> Cfr. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, fasc. 5, pt. 1, pp. 680-699; KRAAKMAN, *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*, ed. Il Mulino, 2017.

consentendo delle deroghe alle regole di *default* della forma base delle società di capitali, tramite l'introduzione di restrizioni al possesso delle azioni e al loro trasferimento, sia creando un modello diverso e più versatile per le società chiuse.

Nonostante questo, nelle società di capitali il tipico modello di *default* continua a mantenere il suo fondamento nella proprietà degli investitori. La complessità degli accordi che allocano o diritti sugli utili, sul patrimonio sociale e di controllo tra imprenditori e investitori nelle nuove imprese sorte nel settore *high-tech*, però, evidenzia come sia difficile apportare delle deroghe al classico modello di *default*.

A volte è lo stesso diritto delle società di capitali a discostarsi dal modello della proprietà degli investitori per permettere o rendere obbligatorio la partecipazione al controllo, agli utili o ad entrambi, ad altre categorie di soggetti che non siano portatori di capitale (è il caso dei creditori o dei lavoratori).

In confronto praticamente con tutte le sue controparti internazionali, il sistema di *corporate governance* del Regno Unito è fortemente *shareholder-centric*<sup>65</sup>. Da un punto di vista legale, non si ritrova un concreto riscontro in tal senso. Per esempio, infatti, gli azionisti nel Regno Unito sono sempre stati pesantemente limitati nella loro capacità di portare azioni legali derivate *ex post facto* contro gli amministratori a causa di condotte improprie, il che mette il Regno Unito in netto contrasto con altre giurisdizioni, tra cui, in particolare, gli Stati Uniti.

Tuttavia, il modo principale in cui il diritto del governo societario inglese conferisce una protezione relativamente forte agli azionisti è nel permettere il rispetto dei loro interessi *ex ante*, formalmente equipaggiando gli azionisti del potere di contestare e /o revocare gli amministratori in caso di disaccordo tra il consiglio di amministrazione e l'organo collettivo degli azionisti sulle scelte in corso di formazione nella politica aziendale.

Per quel che riguarda, invece il nostro ordinamento, ai sensi dell'art. 2348, 1° comma del codice civile, le azioni “conferiscono ai loro possessori uguali diritti” e questo principio si ricollega a quello dell'uguaglianza del valore delle azioni, secondo cui identico è l'apporto alla formazione del capitale sociale e quindi identici saranno i diritti e i poteri spettanti a ciascun azionista. Il problema sorge non solo quando tale apporto al capitale sociale non è identico, ma anche quando le azioni detenute da ciascun soggetto appartengono a categorie diverse.

Infatti, sempre l'art. 2348, al 2° comma, permette di creare “categorie di azioni fornite di diritti diversi”, confermando che si tratta di un'uguaglianza di tipo relativo.

---

<sup>65</sup> Vedi I. BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, *Harvard Law Review* 118 (2005), 847-850.

Va notato poi che, anche se uguali sono i diritti che ogni azione della stessa categoria attribuisce, non sono uguali i diritti di cui ogni azionista globalmente dispone, dovendosi considerare anche il numero delle azioni di cui ogni azionista è titolare (uguaglianza oggettiva).

Di conseguenza, anche i diritti e l'influenza di ogni azionista nella propria società, varieranno in relazione a quanto detto sopra.

## **2.1. Il principio *one share-one vote***

Il principio "un'azione, un voto" costituisce, sostanzialmente in tutti i Paesi europei, una regola dispositiva o suppletiva, nel senso che il legislatore non impone l'osservanza di tale principio in maniera assoluta, non rappresentando un principio di rango superiore. La scelta relativa all'articolazione dei diritti di voto esercitabili in assemblea, è pertanto rimessa all'autonomia privata e contrattuale, seppur nel rispetto dei limiti fissati dal legislatore. Esso può essere correttamente espresso nel senso che: il titolo che legittima la partecipazione all'assemblea dei soci, qualunque ne sia l'ordine del giorno, è il possesso qualificato di almeno un'azione, vale a dire che il partecipante debba avere rispetto anche ad una sola azione una posizione giuridica risultante alla società secondo certe procedure o regole formali che lo abiliti all'intervento o al voto; chi interviene e vota in assemblea dispone di tanti voti quante sono le azioni e titoli per i quali è legittimato a votare<sup>66</sup>. La natura suppletiva del principio risale agli albori del diritto delle società per azioni. Tale principio preverrebbe le situazioni di proprietà sproporzionata, ossia quei meccanismi che consentono ad alcuni azionisti di controllare una percentuale di voti superiore alla loro proporzione di diritti sui flussi di cassa dell'impresa, deviando cioè dal principio del *one share-one vote*. Una complicazione nel tentativo di valutare gli effetti della proprietà sproporzionata è che può esistere una divergenza tra il controllo del voto e i diritti di *cash flow*, che può sorgere in molti modi. L'identificazione della sproporzione è più facile quando meccanismi espliciti, come azioni con diritti di voto differenziali, strutture piramidali e partecipazioni incrociate, sono stati messi in atto per mantenere il controllo. Tali meccanismi sono prevalenti in molti paesi in tutto il mondo. Tuttavia la distanza tra voti e diritti di flusso di cassa può anche derivare in modo più indiretto, ad esempio a causa di acquisizioni difensive o fiduciarie di voto. Le cause più frequenti della deviazione dal principio *one share-one vote* sono costituite dalla presenza di classi di azioni con diritti di voto differenziali, regole di voto e limiti, accordi di voto, strutture di controllo piramidale, proprietà incrociata di azioni, voto fiduciario e dispersione

---

<sup>66</sup> Cit. SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p.4.

della proprietà. Alcuni di questi meccanismi, come la dispersione proprietaria, non sono sempre considerati modi di separazione dei flussi di cassa derivanti da diritti di voto effettivi, ma spesso è esattamente ciò che causano. Nel 2007 un'indagine su 464 imprese in 16 paesi europei condotta da *Institutional Investor Services* come parte di uno studio più ampio commissionato dalla Commissione europea rivela alcune interessanti prove descrittive sull'uso di 13 meccanismi di deviazione "one share-one vote", detti anche "control-enhancing mechanism" (CEM). In particolare si è osservato che in Gran Bretagna la percentuale di imprese che separano il controllo dai diritti di *cash flow* attraverso meccanismi piramidali (22%) e azioni a doppia classe (25%) è molto più alta rispetto al campione ISS. Questi dati sono in conflitto con l'opinione comune che le deviazioni dal *one share-one vote* nel Regno Unito sono rare<sup>67</sup>.

Nel Regno Unito il punto di vista dominante in letteratura è che l'applicazione di tale principio sia da preferire. Questa letteratura sostiene che il controllo concentrato nelle mani di pochi conduce a problemi di agenzia e di trinceramento. Questi possono assumere la forma di distorsioni nelle decisioni di investimento<sup>68</sup>, *tunneling*<sup>69</sup>, inefficienze nel mercato del controllo aziendale<sup>70</sup>, formazione di monopoli (come discusso da Khanna e Yafeh nel 2006). Le conseguenze previste potrebbero essere terribili: come Morck *et al.* osservano, esse vanno da decisioni di investimento distorte a livello micro a mercati dei capitali sottosviluppati e ritardo della crescita a livello macro. Tuttavia, la teoria attribuisce anche molti benefici al controllo concentrato. Per esempio, gruppi di imprese a controllo centrale possono sostituire istituzioni con un'economia sottosviluppata<sup>71</sup>. Pertanto, i costi del controllo possono dipendere tanto da fattori istituzionali a livello nazionale, come la protezione degli azionisti e lo stato di diritto, quanto dalla quantità di controllo in questione. Così anche molto controllo nelle mani dei manager può essere dannoso perché porta a trinceramento<sup>72</sup>, ma un certo potere di controllo può essere utile perché può evitare l'appropriazione di rendimenti derivanti da

---

<sup>67</sup> Ad esempio, La Porta *et al.* (1999) non trovano alcun caso di controllo piramidale tra i 20 maggiori britannici imprese. Il campione di Bennedsen e Nielsen contiene numerose piccole imprese, che potrebbero spiegare il differenza nelle loro conclusioni.

<sup>68</sup> BEBCHUK, KRAAKMAN, TRIANTIS (2000) *Stock pyramids, cross-ownership, and the dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in Morck, Randall K., ed., *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chicago and London: University of Chicago Press, pp. 295–315.

<sup>69</sup> JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review* 90, 22–27, 2000.

<sup>70</sup> GROSSMAN e HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics* 20, 175–202, 1988; HARRIS e RAVVIV, *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, in *Journal of Financial Economics* 20, 203–235, 1988.

<sup>71</sup> KHANNA e YAFEH, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, in *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 2, 2007, pp. 331-372.

<sup>72</sup> STULZ, *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics* 20, 25–54, 1988.

specifici investimenti dell'organizzazione da parte di altri team di gestione<sup>73</sup>. I costi possono anche dipendere dalle persone che detengono il controllo: alcuni sostengono che il controllo manageriale è necessariamente dannoso, mentre il controllo di grandi azionisti può essere utile perché sono più incentivati nel monitoraggio<sup>74</sup>. Bisogna poi notare che il concetto di un voto condiviso è anche la posizione predefinita ai sensi del *Companies Act 2006*, ma è soggetto a qualsiasi disposizione degli articoli della società<sup>75</sup>. Inoltre Principi di quotazione Premium di cui alla Regola 7.2.1AR si applicano a tutte le società con una quotazione premium delle loro azioni<sup>76</sup>. Secondo il Principio di quotazione Premium 5, una società quotata deve assicurare che provvederà a trattare allo stesso modo tutti i titolari della stessa classe di azioni quotate a premio, in relazione ai diritti connessi a tali azioni quotate, salvo che i titolari si trovino in una posizione diversa. Il 2 ottobre 2012, la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha lanciato una consultazione (CP12 / 25) sul tema "Migliorare l'efficacia del regime di quotazione", soprattutto in risposta alle pressioni del mercato per migliorare le protezioni degli azionisti di minoranza in emittenti quotati in borsa con azionisti di controllo<sup>77</sup>. In seguito alla CP12 / 25, il documento (CP13 / 15) è stato pubblicato a novembre 2013 per proporre di modificare il modo in cui i principi di quotazione sono applicati alle società quotate<sup>78</sup>. Un anno dopo, la FCA ha pubblicato le regole finali (PS14 / 8) in merito alle due consultazioni, che sono entrate in vigore il 16 maggio 2014 e che sono soggette ad alcune previsioni di transizione<sup>79</sup>. Inoltre nel CP13 / 15 sono stati proposti due ulteriori principi di quotazione Premium, che rappresentano una norma fondamentale di comportamento per tutte le aziende che desiderano raccogliere capitali in un mercato pubblico, e che ora si applicano agli emittenti quotati in borsa come segue<sup>80</sup>:

- Principio di quotazione premium 3: tutte le azioni di una classe di azioni quotata in borsa devono attribuire un numero uguale di voti su qualsiasi voto degli azionisti;
- Principio di quotazione del premio 4: i diritti di voto aggregati di diverse classi di azioni quotate sul premio dovrebbero essere ampiamente proporzionali ai loro interessi relativi sul patrimonio netto dell'impresa (tenendo conto delle motivazioni

---

<sup>73</sup> FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economy* 88, 288–307, 1980.

<sup>74</sup> SHELEIFER e VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy* 94 (3), 1986, pp. 461-488.

<sup>75</sup> Section 284 dello *UK Companies Act 2006*.

<sup>76</sup> Vedi il sito della *Financial Conduct Authority* (FCA), 31 Luglio 2015.

<sup>77</sup> Per il testo completo all'accesso del 3 Luglio 2015.

<sup>78</sup> CP13 / 15 copre il feedback a CP12 / 25, regole *near-final* basate sulla proposta originale; consultazione sulle proposte nuove o rivedute a seguito del feedback ricevuto e i progetti di regole associate. Vedi FSA, 'CP13 / 15: Feedback su CP12 / 25 per aumentarne l'efficacia del *Listing Regime* e ulteriore consultazione (2013), su <https://www.fca.org.uk/static/documents/consultation-papers/cp13-15.pdf>, 3 Agosto 2015.

<sup>79</sup> FCA, 'PS14/8: Response to CP13/15 – *Enhancing the effectiveness of the Listing Regime* (2015), all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/news/ps14-08-enhancing-the-effectiveness-of-the-listingregime>, 3 Agosto 2015.

<sup>80</sup> *Latest FCA Proposals: Enhancing the Effectiveness of the Listing Regime*, 16 Novembre 2013, su [www.linklaters.com/A17407415\\_v0.0\\_Linklaters\\_Breifing\\_FCA\\_CP13\\_15.pdf](http://www.linklaters.com/A17407415_v0.0_Linklaters_Breifing_FCA_CP13_15.pdf) pubblicato il 3 Agosto 2015.

commerciali delle differenze dei diritti e dell'entità della dispersione e della liquidità relativa di le classi)<sup>81</sup>.

In PS14 / 8, la FCA chiarisce che lo scopo dei nuovi principi è prevenire strutture artificiali che coinvolgono più classi con differenti potenze di voto, che sono progettati per consentire ad un piccolo gruppo di esercitare il controllo<sup>82</sup>.

Tuttavia, l'AFD riconosce che le diverse classi di azioni possono essere utilizzati anche per altri scopi, ad esempio, i fondi di investimento chiusi le usano per soddisfare le diverse esigenze di investimento degli investitori. Si ritiene che le nuove regole mantengano il regime di quotazione nel Regno Unito per le società quotate premium e garantiscano il quadro generale delle migliori pratiche di governo societario, anche se resta da vedere come funzionerà nella pratica<sup>83</sup>.

Alcuni ottimisti del mercato criticano l'inflessibilità della LSE nel governo societario che potrebbe influenzare la sua capacità di attrarre grandi offerte pubbliche iniziali (IPO), e sostengono che il Codice di *Corporate Governance* del Regno Unito al quale le società quotate premium aderiscono attraverso il regime *comply or explain* può offrire a una società che adotta *dual class shares* (DCS) la possibilità di quotarsi a Londra<sup>84</sup>. Tuttavia, sia la FCA che gli investitori istituzionali si oppongono a cambiare le regole e mantenere saldamente il principio di un voto unico per proteggere gli interessi degli azionisti<sup>85</sup>.

Fino ad ora, le DCS sono ancora rare tra le società quotate britanniche, sebbene il Regno Unito abbia uno dei regimi più liberali in questo senso. Ciò che rende il Regno Unito diverso da gli Stati Uniti alla luce delle DCS, in primo luogo è la superpotenza degli investitori istituzionali, che porta a sostenere fermamente la regola del voto per azione<sup>86</sup>e, in secondo luogo è la *regola rivoluzionaria* che è "una minaccia" per il DCS<sup>87</sup>. Quindi queste ultime sono

---

<sup>81</sup> FCA (2013), Appendix X of CP13/15, 16.

<sup>82</sup> FCA (2015), PS14/8, par. 5.21-5.22, 31.

<sup>83</sup> J.HEALY *et al*, *FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies*, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 8 Maggio 2014, su [https:// www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies](https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies) pubblicato su 4 agosto 2015.

<sup>84</sup> Per esempio, J. LYONS, *Alibaba vs Corporate Governance: Rules for Listing around the World*, 7 Novembre 2013, su [http:// www.growthbusiness.co.ukgrowing-a-business/company-flotations/2430487/alibaba-vs-corporate-governance-rules-for-listing-around-the-world.shtml](http://www.growthbusiness.co.ukgrowing-a-business/company-flotations/2430487/alibaba-vs-corporate-governance-rules-for-listing-around-the-world.shtml) ,pubblicato il 4 Agosto 2015.

<sup>85</sup>E. YIU, *British Regulator Backs Hong Kong Stance on Alibaba IPO* (*South China Morning Post*, 20 Marzo 2014) su [http://www.scmp.com/business/money/markets-investing/articte/1452681/british\\_regulator\\_backs\\_hong\\_kong\\_stance\\_alibaba](http://www.scmp.com/business/money/markets-investing/articte/1452681/british_regulator_backs_hong_kong_stance_alibaba). Inoltre, una lettera del Consiglio degli Investitori Istituzionali (CII) in risposta alla quotazione di Alibaba ha chiesto al LSE di resistere a qualsiasi pressione per modificare gli standard di quotazione in modo da deviare dal principio di *one share, one vote*, vedi CII, *CII Letter to the London Stock Exchange on One Share, One Vote*, 27 March 2014, su [www.cii.org/.../03\\_27\\_14\\_CII\\_letter\\_to\\_london\\_stock\\_exchange\\_one\\_share\\_one\\_vote.pdf](http://www.cii.org/.../03_27_14_CII_letter_to_london_stock_exchange_one_share_one_vote.pdf) , pubblicato il 4 Agosto 2015.

<sup>86</sup> WOLF-GEORG RINGE, *Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism* Revisitato in ULF BERNITZ e WOLF-GEORG RINGE (eds) *Company Law and Economic Protection* (OUP 2010), 228.

<sup>87</sup> LUCIAN BEBCHUCK e OLIVE HART, *A Threat to Dual-Class Shares*, *Financial Times*, 31 Maggio 2002.

impopolari nel Regno Unito a causa della pressione del mercato e del successo opposizione da parte di investitori istituzionali<sup>88</sup>. La proporzione di azioni possedute da investitori istituzionali nelle società britanniche è aumentata drammaticamente negli anni '60 e '70 contemporaneamente all'emergere di nuove classi di azioni<sup>89</sup>. Gli investitori istituzionali, che detengono una quota significativa delle azioni nel mercato del Regno Unito, hanno incentivi per promuovere il buon governo riducendo il numero di azioni a più classi o senza diritto di voto<sup>90</sup>. Di conseguenza, le società quotate nella LSE fino ad oggi hanno utilizzato raramente regole diverse da quella del voto unico<sup>91</sup>. Inoltre, la regola della svolta è un altro motivo per cui le DCS non sono utilizzate nel Regno Unito. La regola della svolta è stata adottata nella direttiva sulle offerte di acquisizione<sup>92</sup> al fine di eliminare alcune difese contro le acquisizioni. Questa regola consente a un offerente che ha accumulato una percentuale del 75% del capitale azionario di rompere gli accordi di voto esistenti nella società e di esercitare il controllo come se il principio del voto unico fosse rispettato. Pertanto, molti osservatori hanno visto la regola della svolta come un attacco ai proprietari di controllo nelle aziende DCS<sup>93</sup>. Per questo in Inghilterra il modello DCS potrebbe venire annullato o quanto meno perdere gran parte del suo significato<sup>94</sup>.

In Italia, invece, il principio “un’azione-un voto” è stato superato dal decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto competitività), convertito dalla legge 11 agosto 2014 n. 216. Esso infatti, innovando la materia del diritto di voto nelle società per azioni, ha previsto nuovi modelli di potenziamento del voto. Sono state apportate modifiche legislative che hanno interessato le sole società per azioni chiuse, non solo con l’abrogazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo fino ad allora previsto nella passata formulazione dell’art.

---

<sup>88</sup>KRITIAN RYDQYIST, *Dual Class Shares: A Review* (1992) 8(3) *Oxford Review of Economic Policy* 45, 47; BRIAN CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control—British Business Transformed* (OUP 2008), 32. P. DAVIES, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in Daniel Prentice e Peter Holland (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance* (Oxford 1993), 85-87.

<sup>89</sup> RINGE, *Deviations from Ownership- Control Proportionality-Economic Protectionism Revisited*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 23/2011, 228. Vedi anche BRIAN CHEFFINS, *Law, Economics and the UK's System of Corporate Governance: Lessons from History* (2001) 1 *Journal of Corporate Law Studies* 71, 82; ANDREW JOHNSTON, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code* (2007) 66 *Cambridge Law Journal* 422, 426.

<sup>90</sup> BERNAND BLACK e JOHN COFFEE, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation* (1994), 92(7) *Michigan Law Review* 1997, 2034; CHEFFINS (OUP 2008), 31; e JOHN ARMOUN e DAVID SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers ,e Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation* (2007) 95 *Georgetown Law Journal* 1727, 1736.

<sup>91</sup> Tra le società esaminate nello studio condotto da Shearman & Sterling, solo il 5% ha avuto più diritti di voto. Non ci sono state azioni senza diritto di voto. Vedi Shearman & Sterling LLP, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study* (2007), 12, su [http://www.ecgi.org/osov/documents/study\\_report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/osov/documents/study_report_en.pdf) , pubblicato il 31 Luglio 2017.

<sup>92</sup> 4 Art 11 della Takeover Directive 2004/25/EC.

<sup>93</sup> MARA FACCIO e LARRY LANG, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations* (2002) 65 *Journal of Financial Economics*, p. 365.

<sup>94</sup> FLORA HUANG, *Dual Class Shares Around the Top Global Financial Centre*, in *Journal of Business Law* (2017), vol. 2, pp.137-154.

2351, comma 4 c.c., ma anche introducendo la possibilità di emettere una nuova categoria di azioni “a voto plurimo”, le quali consentono di esercitare un numero massimo di tre voti per ciascuna azione con riferimento alla generalità delle decisioni di competenza dei soci o anche solo riguardo a decisioni su particolari argomenti in base ad una completa autonomia statutaria di scelta. Altre modifiche, poi, hanno riguardato gli emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato ai quali oggi: (i) si consente di emettere, ai sensi dell’art. 2351, terzo comma, c.c., azioni a voto limitato e scaglionato in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, (ii) si vieta di emettere azioni a voto plurimo ai sensi dell’art. 127-*sexies*, primo comma, d.lgs. 58/1998, le quali restano prerogativa delle società chiuse e di quelle quotate che abbiano emesso tali azioni prima della quotazione e (iii) si attribuisce la facoltà di emettere le azioni a voto maggiorato sul modello delle *loyalty shares* francesi ai sensi dell’art. 127-*quinquies*, TUF, con un limite massimo di due voti per ogni azione e con riferimento a tutte le azioni che siano di titolarità di uno stesso azionista per un periodo consecutivo indicato nello statuto della società emittente, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dall’iscrizione dell’azionista in un apposito elenco tenuto dalla stessa società emittente e disciplinato nel suo stesso statuto<sup>95</sup>.

Il legislatore ha apportato queste innovazioni, ritenendo che una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio “one share, one vote” possa permettere di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta pubblica di acquisto mirata alla quotazione e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società non quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento<sup>96</sup>. Il sistema delineato dal codice civile del 1942 prima della riforma del diritto societario del 2003, in ossequio al principio di proporzionalità tra il potere del socio e il rischio da questi assunto tramite l’investimento azionario, tramite il meccanismo di attribuzione del voto, improntato sul principio “un’azione, un voto”, non prevedeva l’assegnazione di alcuna forma di potere discrezionale ai soci. Da ciò derivavano tre regole: il voto è attribuito solo all’azione (nessun voto senza azioni); il voto è riconosciuto a ciascuna azione (nessuna azione senza voto); e

---

<sup>95</sup> SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un’azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.* 2014, p. 922.

<sup>96</sup> ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, p. 5. Inoltre, LOPREIATO P. in, *L’abolizione del principio un’azione un voto. Analisi comparata di una rivoluzione copernicana*, 22 luglio 2015, disponibile su [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com), fa notare come le clamorose novità nel frazionamento del capitale delle società per azioni quotate e nelle strategie di controllo degli asset societari hanno portato gran parte della dottrina a parlare di una “rivoluzione copernicana” del diritto societario italiano. Tale “mini-rivoluzione” ha, difatti, sgretolato l’assetto del nostro ordinamento in passato basato su una rigida correlazione tra il rischio del socio derivante dal suo investimento nel capitale azionario e correlativo potere esplicantesi nel peso del socio nell’assunzione delle decisioni societarie.

un'azione, un voto soltanto (divieto di voto plurimo)<sup>97</sup>. Più precisamente, l'art. 2351, comma 1, c.c., *ante* riforma del 2003 stabiliva che ogni azione attribuiva il diritto di voto senza possibilità di assegnazione del voto a soggetti che non fossero dotati del diritto di proprietà, di usufrutto o di pegno sulle azioni (applicazione della suddetta regola “nessun voto senza azioni”). Era poi prevista la possibilità di esercitare il voto connesso all'azione su qualsiasi argomento decisionale di pertinenza dei soci, fatta salva la circostanza che alle “azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società” fosse attribuito il diritto di voto soltanto nelle deliberazioni dell'assemblea straordinaria (ma precisando che tali azioni privilegiate non potessero eccedere la metà del capitale sociale, come stabilito dall' art. 2351, comma 2, c.c., *ante* riforma). Pertanto non era concesso né escludere del tutto il diritto di voto dei soci (“nessuna azione senza voto”), né emettere azioni a voto plurimo (“un'azione, un voto soltanto”)<sup>98</sup>. Una prima deviazione a questo sistema normativa, valida però solo per le società quotate, è stata rappresentata dall'introduzione nel 1974 delle azioni di risparmio totalmente prive del diritto di voto tramite l'art. 14 D.lg. 8 aprile 1974, n. 95. Tuttavia è stata la successiva riforma organica delle società di capitali a determinare una sostanziale attenuazione del principio *one share, one vote* nell'ottica della globalizzazione dei mercati e di una sempre più forte concorrenza tra ordinamenti che spingeva a creare un sistema normativo che riconoscesse in modo ancora più ampio l'autonomia statutaria<sup>99</sup>.

## 2.2. Esercizio dei diritti amministrativi e partecipazione nell'assemblea

Il diritto societario aumenta il controllo degli azionisti sulla società tramite regole in materia di struttura, di poteri e di composizione dell'organo amministrativo, nonché stabilendo regole di base sul voto dei soci.

I consigli di amministrazione di quasi tutti gli ordinamenti europei si caratterizzano per l'elevata sensibilità degli interessi della maggioranza, la quale è agevolata dalla presenza di un'assemblea monocamerale<sup>100</sup> senza un organo esecutivo eletto in modo separato.

---

<sup>97</sup> SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un'azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. Not.* 2014, p. 923.

<sup>98</sup> BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si “pesano”: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, *Le Società* 10/2014, p.1049.

<sup>99</sup> In tal senso, l'art.4, comma 6, della Legge Delega della riforma del diritto societario (legge n.366 del 3 ottobre 2001) aveva indicato come uno dei principali obiettivi relativi alla disciplina delle azioni quello di prevedere “la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”. L'obiettivo così delineato ha comportato un netto sgretolamento del principio di stretta proporzionalità tra il numero delle azioni possedute e il numero di voti attribuiti al possessore all'interno delle società per azioni.

<sup>100</sup> Un organo legislativo monocamerale delibera e vota come un corpo assembleare unico. Anche il consiglio di amministrazione a struttura dualistica è monocamerale, nel senso che i due livelli di solito sono organizzati in

Alcuni degli ordinamenti più importanti, fra cui l'Italia, permettono la creazione di un sistema di amministrazione a struttura dualistica<sup>101</sup>. In questi casi, però, l'organizzazione dei due consigli è verticale, con un consiglio di sorveglianza eletto che, a sua volta, nomina un consiglio di gestione, formato dai manager principali della società. Si genera un rapporto semigerarchico fra i due consigli. Questo però non vuol dire che il consiglio di gestione sia privo di poteri negli ordinamenti che prevedono il sistema dualistico.

In teoria, questa struttura amministrativa dualistica è coerente con il principio della subordinazione dell'interesse dei soci. Potrebbe addirittura sembrare che l'organo amministrativo dualistico debba essere più attento agli interessi dei soci rispetto a quello monistico, in quanto la maggioranza degli ordinamenti che adottano il sistema dualistico, gli amministratori eletti dai soci nel consiglio di sorveglianza devono essere indipendenti e non esecutivi.<sup>102</sup> Diversamente dal management, gli amministratori esecutivi non hanno forti interessi personali nelle principali decisioni gestionali. Il valore di questa indipendenza è confermato dalla tendenza, negli ordinamenti che adottano il sistema monistico, compreso il Regno Unito, ad assegnare la decisione su questioni che potrebbero coinvolgere amministratori esecutivi in conflitto d'interesse, proprio ad amministratori non esecutivi. Questi sistemi decisionali riproducono in qualche misura il sistema dualistico, mediante l'utilizzo di comitati di amministratori indipendenti all'interno degli organi amministrativi monistici in funzione simile a quella del consiglio di sorveglianza. Si aggiunga che, nei principali ordinamenti societari che prevedono il sistema dualistico, il diritto tende a indebolire il legame dell'amministrazione con gli interessi dei soci, invece di rafforzarlo. La causa di ciò è da rintracciare nella composizione dei consigli e non nella struttura. Il diritto societario di alcuni ordinamenti, come il Regno Unito, permette agli amministratori della società di essere nominati dai non- soci, se l'atto costitutivo stabilisce così. La nomina da parte dei soci è, però, una regola di *default* dalla quale le società di fatto non si discostano mai.

Allo stesso modo in Italia gli statuti delle società per azioni possono prevedere che ai titolari di strumenti finanziari partecipativi previsti dagli artt. 2346, sesto comma e 2349, comma secondo, c.c. sia riservata la nomina di un membro indipendente del consiglio di

---

modo gerarchico, con il consiglio di sorveglianza (il solo eletto dagli azionisti della società) sovraordinato al consiglio di gestione.

<sup>101</sup> PORTALE, *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico-comparatistici*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015, fasc. 1, pt. 1, pp. 39-62

<sup>102</sup> In Italia i consiglieri di sorveglianza non possono essere nominati consiglieri di gestione né possono essere legati alla società, o ad altre società controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, da rapporti di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita che ne compromettano l'indipendenza (art. 2409 c.c.).

amministrazione o del consiglio di sorveglianza, oppure di un sindaco, ai sensi dell'art. 2351, comma quinto, c.c.

Benché, al livello europeo, la diversità di antica data tra i diversi sistemi giuridici di diritto societario e la difficoltà di definire quale dei due sistemi di amministrazione e controllo sia da preferire hanno scongiurato una pervasiva armonizzazione di ruolo, funzionamento, organizzazione, poteri, doveri e responsabilità di molti organi sociali fra cui anche l'assemblea dei soci; quest'ultima non è rimasta estranea al perimetro di interventi del diritto UE. L'assemblea dei soci, da tempo, infatti, è data per presupposta nel diritto europeo e rimane destinataria di riserve di competenza a garanzia di tutti i soci. In un secondo momento, anche a seguito delle numerose richieste per una maggiore armonizzazione delle legislazioni nazionali nell'ottica di una maggiore integrazione di mercati dei capitali europei, si è dato vita ad una normativa sulla tipologia e l'esercizio dei diritti degli azionisti che, anche se ancora incompleta ha avuto un notevole impatto sistematico in diversi ordinamenti europei, compreso quello italiano.

Negli ordinamenti societari nazionali si evince che l'assemblea dei soci è pressoché ovunque, in Europa, l'organo ma anche il luogo elettivo in cui si esprime la volontà dei soci e dove si assumono decisioni organizzative e d'impresa<sup>103</sup>. Il diritto dell'Unione si conforma a tale visione assicurando almeno un minimo di armonizzazione nell'ambito delle competenze assembleari e stabilendo che tutti gli ordinamenti nazionali devono rimettere all'assemblea degli azionisti, l'assunzione almeno di talune decisioni sensibili e che agli azionisti, che eventualmente avessero deliberato in sede extrassembleare, spettino in ogni caso i poteri solitamente spettanti all'assemblea<sup>104</sup>. Inoltre si è provveduto anche a tutelare e disciplinare i diritti d'informazione e partecipazione del socio, relativamente ad alcune operazioni straordinarie di competenza dell'assemblea<sup>105</sup>.

Appurato che, i più importanti diritti amministrativi attribuiti in Europa agli azionisti sono quello di partecipare all'assemblea e di esprimere il loro voto in tale contesto, rimane adesso da vedere come le strategie messe in atto nell'esercizio di tali diritti influenzino l'attività sociale.

---

<sup>103</sup> BERTOLOTTI, *La convocazione dell'assemblea di s.p.a.: Rassegna di giurisprudenza*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, fasc. 3, pp. 726-736.

<sup>104</sup> Cfr. l'art. 4, paragrafo 1, della direttiva 2009/102/CE del 16/09/2009, ai sensi del quale al socio unico sia di società a responsabilità limitata, sia di società per azioni, spettano i poteri demandati dal diritto nazionale.

<sup>105</sup> Cfr. gli artt. 6 (pubblicazione preventiva del progetto di fusione da sottoporsi ad approvazione assembleare), 8 lett. c) (diritto dell'azionista della società incorporante di richiedere l'approvazione assembleare della fusione), 9, paragrafo 2 (informazione sulle modifiche delle attività e delle passività della società tra la data della stesura del progetto di fusione e la data della deliberazione assembleare), 11 (diritto sei soci di prendere visione dei documenti riguardanti la fusione) della direttiva 2011/35/UE in materia di fusioni di società per azioni.

In particolare va evidenziato che, ai principi fondamentali che modellano la struttura e la composizione dell'organo amministrativo, sono state aggiunte molteplici regole che contribuiscono a influenzare la rispondenza dell'attività del suddetto organo agli interessi di cui gli azionisti sono portatori. Tale adattamento avviene incidendo sui particolari della struttura del consiglio e sulla sua composizione. Alcune di queste regole infatti sono relative alla facilità con cui gli amministratori possono essere rimossi, altre incidono sull'aderenza del consiglio di amministrazione agli interessi dei soci modellando la struttura interna del consiglio e le sue procedure. Considerando la facilità con cui i soci possono appellarsi alla strategia del potere di revoca per rimuovere un amministratore, in primo luogo va notato che tale potere consiste nella facoltà di rimuovere un amministratore alla scadenza del suo mandato e che dipende dalla durata della carica dell'amministratore. Nel Regno Unito, dove le società chiuse possono nominare anche gli amministratori a vita, sul punto si rintraccia la totale assenza di limitazioni normative<sup>106</sup>.

In Italia, invece, la durata massima della carica amministrativa è di tre anni<sup>107</sup>.

In secondo luogo, il potere di revoca permette di sostituire gli amministratori in carica. Le legislazioni inglese e francese riconoscono alla maggioranza degli azionisti un potere inderogabile di revocare gli amministratori senza giusta causa<sup>108</sup> e lo stesso succede in Italia per le società per azioni<sup>109</sup>.

In Europa le norme dispositive degli ordinamenti più importanti attribuiscono ai soci dei poteri di revoca approssimativamente simili, considerati tutti gli aspetti della strategia dei diritti di revoca. Il Regno Unito e la Francia, infatti, a differenza degli altri Stati che non prevedono la possibilità della nomina ad una carica a vita, bilanciano la previsione di cariche lunghe o, come già detto, a vita, prevedendo un potere di revoca forte che può essere facilmente messo in azione e a cui non si può rinunciare.

Differenze maggiori e potenzialmente più significative di quelle riscontrabili in merito ai poteri di revoca fra i vari ordinamenti, si riscontrano relativamente alle caratteristiche del processo decisionale del consiglio di amministrazione. Nel tempo si è assistito ad un crescente consenso da parte della dottrina sul fatto che un buon sistema di governo societario dipenda da numerose regole di *best practice*. Fra queste quelle maggiormente meritevoli di attenzione riguardano la dimensione del consiglio, l'articolazione del consiglio in comitati, la frequenza delle riunioni del consiglio e il rapporto numerico fra amministratori esecutivi o legati al

---

<sup>106</sup> P.L. DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, VII ed., 2003, pp. 307 ss.

<sup>107</sup> Art. 2383, comma 2, c.c. nessun limite è invece previsto per le società a responsabilità limitata.

<sup>108</sup> § 303 *Companies Act* (revoca durante la carica) e § 368 (che fissa la soglia del 5 per cento del capitale per convocare l'assemblea) (Regno Unito); art. L. 225-18 *Code de commerce* (revoca della carica) e art. L. 225-103 (che fissa la soglia del 5 per cento del capitale per convocare l'assemblea) (Francia).

<sup>109</sup> Art. 2383, comma 3, c.c. V. anche l'art. 2367, che attribuisce il potere di convocazione dell'assemblea a tanti soci che rappresentino almeno il 10 per cento del capitale.

gruppo di controllo e amministratori indipendenti. I consigli di amministrazione nel Regno Unito tendono ad essere articolati in più comitati e, contrariamente a quanto previsto in molti altri ordinamenti, permettono la completa delega dei poteri esercitabili dal consiglio ai comitati interni allo stesso, se lo statuto della società lo permette. Si aggiunga che, non solo le regole di ammissione a quotazione ma anche il legislatore, incoraggiano l'adozione di una serie di comitati. I consigli di amministrazione nelle società inglesi tendono ad essere piccoli e i loro statuti solitamente prevedono comitati di *audit*, che per la retribuzione sono formati da amministratori non esecutivi, in conformità alle ultime prassi di governo societario. Nonostante le raccomandazioni del *Cadbury Report* del 1992, le società inglesi continuano ad avere un numero di amministratori non esecutivi inferiore a quello delle società americane.

L'assemblea generale annuale (*annual general meeting* AGM) rappresenta il luogo privilegiato dove gli azionisti inglesi possono esercitare *ex ante* i loro diritti di intervento nel processo decisionale della *corporate governance*. In occasione della riunione, il consiglio di amministrazione presenterà agli azionisti un rendiconto sull'andamento della società rispetto all'anno precedente, cui seguirà una discussione e una votazione formale su ciascuna delle questioni che sono state proposte per la risoluzione della riunione. Tutti gli azionisti ordinari hanno normalmente diritto a partecipare alla riunione e votare su ciascuna delibera proposta, con diritti di voto abitualmente assegnati in base al principio un voto per azione. È abbastanza comune per gli azionisti di una *public company* britannica esprimere il proprio voto indirettamente per delega quando non sono in grado di partecipare personalmente alle riunioni.

Si aggiunga che gli azionisti delle società britanniche hanno inoltre il diritto di avviare emendamenti costituzionali e altre proposte di *governance* utilizzando il loro potere (obbligatorio) statutario ai sensi della sezione 338 del *Companies Act* 2006 per proporre le risoluzioni dei membri da votare all'AGM della società (e anche per essere incluso nelle carte *proxy* relative alla riunione). Una risoluzione può essere proposta da uno o più azionisti che rappresentano almeno il 5% dei diritti di voto totali della società, o in alternativa da centinaia o più azionisti che detengono almeno £ 100 di azioni con diritto di voto<sup>110</sup>

Una delibera dei membri, se approvata con successo, sarà normalmente giuridicamente vincolante nel consiglio di amministrazione, sebbene sia anche possibile usare questa procedura per proporre risoluzioni preconcrete non vincolanti (cioè, consultive), se gli azionisti richiedenti lo desiderano. La società è obbligata a includere qualsiasi delibera dei membri così fatta nella sua carta *proxy* per la circolazione agli azionisti<sup>111</sup>, e deve anche

---

<sup>110</sup> Sezione 338 (3) del *Companies Act* 2006.

<sup>111</sup> Sezione 339 del *Companies Act* 2006.

pagare le spese dei membri richiedenti se sufficienti richieste di risoluzione sono ricevute dalla società prima della fine dell'anno finanziario precedente<sup>112</sup>. I membri possono inoltre richiedere la diffusione, a spese della società, di una dichiarazione scritta (di 1.000 parole o meno) a sostegno della proposta di deliberazione da sottoporre a votazione in assemblea<sup>113</sup>. Al fine di proporre risoluzioni dei membri su questioni particolarmente urgenti, gli azionisti che rappresentano almeno il 5 per cento del capitale azionario con diritto di voto complessivo versato dalla società possono inoltre indirizzare il consiglio a convocare un'assemblea generale straordinaria ("EGM") al di fuori del normale ciclo di AGM dell'azienda<sup>114</sup>.

### **2.3. Diritti patrimoniali**

Il mutamento istituzionale dovuto alla pressante ideologia neoliberale e alle interrelazioni esistenti tra istituzioni e mercati a livello internazionale, sono stati la causa dell'imposizione di nuovi modelli culturali, sociologici e organizzativi dell'impresa capitalistica e hanno rinnovato le esigenze competitive fra gli ordinamenti. Una concezione nettamente "finanziaria" della società per azioni, una nozione di interesse sociale basato sulla massimizzazione del valore di scambio delle azioni, l'attribuzione di posizioni di potere amministrativo ai finanziatori, come pure la creazione di posizioni partecipative non azionarie, costituiscono degli strumenti per adeguarsi ai mutamenti dell'ambiente istituzionale e dei nuovi assetti di potere dell'impresa e nell'impresa<sup>115</sup> che opera nei moderni mercati. Si tenta allora di riportare alla natura contrattual-societaria i rapporti finanziari che ruotano intorno all'impresa: questo obiettivo, connesso a quello di tutela delle diverse posizioni soggettive, permea il sistema di riforme europeo e nazionale. Tale pratica risulta particolarmente rilevante nelle società per azioni c.d. aperta, in quanto incide direttamente sull'organizzazione societaria e sulla disciplina dell'azione stessa, dal momento che viene considerata uno strumento d'investimento e di finanziamento.

Al contrario, nelle c.d. società chiuse, le scelte organizzative e dell'impresa si riflettono su un tipo di azione che è ancora considerata come partecipazione sociale. non è un caso, infatti, che anche nelle società aperte, quando oltre alla necessità di reperire capitale di rischio sul mercato esistano anche esigenze interne di distribuzioni di posizioni imprenditoriali

---

<sup>112</sup> Sezione 340 del Companies Act 2006.

<sup>113</sup> Sezioni 314-316 del Companies Act 2006.

<sup>114</sup> Sezione 303, come emendata dalle *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009*, che hanno ridotto il requisito della soglia pertinente dal 10 al 5 per cento.

<sup>115</sup> In tema di crescente componente internazionale degli assetti proprietari delle imprese europee quotate e non, si veda DENIS-HUIZINGA-NUCODEME, *Foreign ownership in Europe: determinants and tax consequences*, edito da HUIZINGA-JONUNG, *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*, Cambridge, 2005, 110 e ss.

differenziate fra i soci, le corrispondenti categorie speciali di azioni non siano, di solito, oggetto di quotazione<sup>116</sup>.

Anche riguardo alle società che non fanno appello al mercato del capitale di rischio la solida stabilità di alcuni istituti societari sta cominciando a vacillare, a causa dell'incalzante concezione del fenomeno societario come disciplina dell'investimento.

Se l'azione è lo strumento di finanziamento dell'impresa e di conseguenza, strumento di investimento per il socio, che si sostiene<sup>117</sup> possa incorporare diritti non diversi da quelli potenzialmente attribuibili ai titolari di strumenti di finanziamento non azionari, l'interprete deve tendere a non accogliere una concezione di socio più circoscritta di quella di comune azionista: ricercando un'area in cui circoscrivere e proteggere un socio-proprietario che può anche non essere più necessariamente un azionista-investitore, a cui ormai da tempo è venuta meno l'*affectio societatis*, pur oggettivamente intesa.

Da quanto detto sopra si evince che la possibilità di esercizio di diritti patrimoniali da parte delle diverse categorie di azionisti, influenza fortemente la gestione societaria e l'assetto delle decisioni assembleari in materia di distribuzione agli utili e riparto dei dividendi.

Il diritto inglese è pacifico sul fatto che la c.d. *divided policy* è qualificabile come decisione di gestione la cui competenza spetta all'assemblea ordinaria. Esiste, in tal senso, piena discrezionalità degli amministratori nel "dichiarare" i dividendi, cioè nel decidere il *quantum* e il *tempus* della distribuzione, financo il *quomodo* (ossia se trattasi di dividendi in natura o in denaro), pur nel rispetto del principio di uguaglianza e correttezza<sup>118</sup>.

Nell'ordinamento italiano l'articolo 2350, comma 1, c.c. è stato tradizionalmente interpretato in termini di conferma del principio di proporzionalità contenuto nell'articolo 2348, comma 1, c.c., e come trasposizione in termini soggettivi (c.d. diritto "astratto" agli utili) dello scopo lucrativo della società, come evidenziato dall'articolo 2247 c.c.

Il principio di proporzionalità dei diritti incorporati nell'azione rispetto alla cifra di capitale sottoscritto, e non del conferimento effettuato<sup>119</sup>, è strettamente collegato al dettato dell'articolo 2350 c.c., in quanto riconferma sul terreno specifico del diritto agli utili, l'applicazione del principio di uguaglianza dei diritti di cui all'art. 2348, comma 1 c.c.

Tale disposizione, però, assumerebbe una scarsa funzione sul piano sistematico, a causa non solo del riconoscimento della situazione soggettiva del socio rispetto all'utile, solo come posizione riflessa dei caratteri funzionali dell'organizzazione societaria, ma anche per lo

---

<sup>116</sup> Si veda a tal proposito l'analisi delle barriere *anti-takeover* contenute nel *Report of high level group of company law experts on issues related to Takeover Bids*, Brussels, Gennaio, 2002, 23 ss.

<sup>117</sup> OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità del socio nella riforma delle società per azioni*, in Riv. dir. Civ., 2004, I, 57 e ss.; ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, pp. 174 e ss.

<sup>118</sup> Si veda FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 413 ss.

<sup>119</sup> Precisazione presente in VISENTINI, voce "Azioni di società", 986.

strumento apprestato per tutelare i soci dall'illegittima lesione di questa posizione. Nell'ordinamento italiano, infatti, il rimedio attribuito al socio non si innesta sul piano dell'azione di adempimento, ma su quello dell'azione tesa ad invalidare l'atto deliberativo illegittimo, ovvero, alternativamente, dell'azione risarcitoria ex art. 2377, comma 3 c.c.

In Italia, infatti, dottrina e giurisprudenza sono concordi sul fatto che non esista un diritto dell'azionista al dividendo, inteso come diritto soggettivo alla distribuzione dell'utile al termine di ogni esercizio. L'inesistenza di un diritto al dividendo periodico, anche soltanto come dividendo minimo, è un principio che si riscontra, salvo rare eccezioni, sul piano comparatistico<sup>120</sup>.

Bisogna poi notare che la rilevanza organizzativa dell'esercizio sociale e, quindi, dell'utile di periodo, evidenziata dall'art. 2433 c.c., disposizione che mette in stretto collegamento il rapporto del bilancio di esercizio con la distribuibilità dell'utile relativo, imporrebbe di ritenere indisponibile la regola della periodicità (cioè esercizio per esercizio) della deliberazione in ordine alla destinazione del risultato medesimo (ossia distribuzione o accantonamento)<sup>121</sup>.

Si tende a condividere, infatti, la tesi secondo cui dalla formulazione della disposizione sia desumibile un "diritto" del socio, o più precisamente una posizione incorporata nella partecipazione azionaria, non solo alla periodica deliberazione relativa alla destinazione dell'utile, ma anche la pretesa a che durante la vita della società ( e quindi senza dover attendere la liquidazione), la destinazione attribuita all'utile di esercizio debba avere ad oggetto la sua stessa distribuzione.

Parte della dottrina, nel contesto della c.d. teoria pluralista dell'interesse sociale, ha ricondotto a questa categoria anche l'interesse alla periodica distribuzione degli utili<sup>122</sup>, pur ammettendo il carattere comune a tutti i soci di questo interesse e sottolineando la potenziale conflittualità tra l'interesse sociale all'autofinanziamento ( che solitamente, ma non necessariamente, appartiene all'azionista di maggioranza) e l'interesse sociale alla distribuzione degli utili (che tipicamente, ma non necessariamente, appartiene all'azionista di minoranza).

L'aver attribuito natura di interesse sociale anche all'interesse alla periodica distribuzione dell'utile comporta che la soluzione tra i due suddetti interessi debba essere di competenza dell'assemblea , la quale potrà deliberare in maniera legittima la prolungata non distribuzione,

---

<sup>120</sup> Sul punto si veda, per un'efficace sintesi comparata PERAKIS, *General Report*, in AA. VV. edito da Perakis, *Right of Minority Shareholders. XVI th Congress of the international Academy of Comparative Law- Brisbane-2002*, Bruxelles, 2004, 81-82.

<sup>121</sup> In tal senso GALGANO, *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in *Riv. soc.*, 1982, 1161.; e SFAMENTI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè Editore, 2008.

<sup>122</sup> PREITE, *Abuso della maggioranza*, 3 ss., 31; SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 102 ss.; dopo la riforma, GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 153 ss.; COSSU, *Società aperta*, 161 ss., 186 ss., 206 ss., ove riferimenti.

la distribuzione continuata e finanche la distribuzione “eccessiva” dei risultati, a condizione che la delibera stessa non sia viziata da conflitto di interessi, da abuso di maggioranza o contraria al principio di buona fede e correttezza.

Alla luce di quanto detto è stata sviluppata la teoria della non indifferenza della distribuzione dell’utile, rispetto al totale accantonamento, che sarebbe confortata nella tesi secondo la quale il prezzo dei titoli sarebbe determinato dal valore attuale dei dividendi futuri e non degli utili futuri.

Infatti è vero che in un mercato liquido ed efficiente dal punto di vista informativo e allocativo il socio può ottenere il proprio rendimento azionario (c.d. “*homemade*” *divided*) trasferendo in qualsiasi momento il titolo e potendo liquidare l’investimento totalmente o parzialmente, così creando l’impressione dell’indifferenza circa il tempo e il modo di percezione del reddito azionario, rispetto alla periodizzazione della vita societaria in esercizi sociali. Questa prospettiva potrebbe affermarsi in ambito di c.d. società aperte, ma non in quelle c.d. chiuse, per le quali il mercato delle partecipazioni non è neppure prospettabile.

In quest’ultimo caso, perciò, il principio di irrilevanza tipico della teoria finanziaria e, correlativamente sul piano giuridico quello della presunta indifferenza temporale nella partecipazione dell’azionista al risultato, rimangono inapplicati.

Inoltre il fatto che nelle società c.d. chiuse la partecipazione all’utile da parte del socio, in particolare quello di maggioranza, avvenga indirettamente tramite emolumenti del consiglio di amministrazione, retribuzione per uffici di dirigenza nell’impresa, rapporti contrattuali con la società, fa supporre che il confronto tra interesse sociale all’accantonamento e interesse sociale alla distribuzione, avvenga in un ambito in cui si innestano anche conflittualità extrasociali latenti. Tanto è dimostrato dallo studio condotto dalla *Law Commission* nel quadro dei lavori di riforma del diritto societario inglese, in cui si è notato che circa il 25% degli atti di citazione iniziati negli anni 1994-1995 sulla base della sezione 459 del *Companies Act* del 1985, ora sezione 994 del *Companies Act* 2006 (*Protection of members against unfair prejudice*), riguardavano casi di mancato pagamento dei dividendi<sup>123</sup>.

La decisione della società di distribuire attività agli azionisti pone particolari problemi alla tutela degli azionisti di minoranza. A parte il caso in cui la distribuzione avvenga *pro quota* in forma di dividendi e gli azionisti si proteggano, quindi, tramite *sharing strategy*, i soci di minoranza rischiano di veder pregiudicata la loro posizione. La politica dei dividendi può essere manipolata a discapito degli azionisti di minoranza, come di solito avviene quando i dividendi non sono distribuiti per un lungo periodo per spingere i soci di minoranza a cedere

---

<sup>123</sup> Sul punto si veda LAW COMMISSION, *Shareholders Remedies. A Consultation Paper* (n.142), 1996, §§9.41-9.43.

le azioni oppure vengono concessi in misura eccessiva con l'intento di deprimere le opportunità d'investimento della società. Si spiega come mai gli ordinamenti societari da un lato, servendosi di una *trusteeship strategy*, attribuiscano al consiglio di amministrazione il potere di veto sulla distribuzione dei dividendi<sup>124</sup>, dall'altro, tramite *standard strategy*, autorizzino gli azionisti a ricorrere in giudizio per lamentare l'inadeguatezza dei dividendi distribuiti. Inoltre la maggior parte degli ordinamenti europei prevede che la decisione del consiglio di amministrazione di distribuire i dividendi venga approvata dall'assemblea.

Nel Regno Unito la distribuzione dei dividendi è ammessa purché avvenga in eccedenza del capitale sociale.

#### **2.4. Aumento del capitale sociale e diritto di opzione**

Nella società per azioni la quantità di azioni possedute rappresenta, di regola, la misura dei diritti corporativi e patrimoniali di pertinenza del socio. All'aumento del capitale sociale a pagamento e all'emissione di obbligazioni convertibili in azioni consegue la possibile alterazione dei diritti di cui ciascun azionista gode, motivo per cui è ragionevole l'attribuzione agli stessi di un diritto di precedenza rispetto agli altri soci e, in successivamente, anche rispetto agli estranei<sup>125</sup>. Infatti, il diritto dell'azionista a partecipare alla formazione della volontà sociale e agli utili verrebbe leso dalla possibilità, per i terzi, di sottoscrivere liberamente le azioni di nuova emissione. Il diritto di opzione costituisce un esplicito meccanismo di tutela dell'interesse patrimoniale e amministrativo dei soci a conservare inalterata la misura della partecipazione sociale di fronte ad operazioni di aumento reale del capitale sociale. Il tema è particolarmente interessante in quanto si pone nel mezzo del naturale conflitto di interessi tra esigenze organizzative dell'impresa, in funzione del processo di ricapitalizzazione, e le istanze di protezione del socio: questo spiega perché negli ordinamenti europei, in cui è riconosciuto il diritto di opzione, è contemplata anche la possibilità di escluderlo del tutto oppure limitarlo. “*A seguito della sottoscrizione del contratto sociale si determina la nascita di un diritto (soggettivo) volto a preservare la quantità proporzionale originaria di partecipazione al capitale sociale*”<sup>126</sup>; intendendo la partecipazione sociale come un bene, il socio è meritevole di tutela conseguentemente alla modifica dell'estensione del bene tramite il riconoscimento di un diritto. Pertanto l'aumento

---

<sup>124</sup> Vedi art. 114, tabella A, *Companies Act* inglese.

<sup>125</sup> FERRARA F. Jr – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 652.

<sup>126</sup> TRIMARCHI G.A.M., *L'aumento del capitale sociale*, cit., p. 296.

di capitale si risolve in un incremento della proprietà che, in quanto tale, spetta al proprietario<sup>127</sup>.

In ambito europeo la II<sup>a</sup> Direttiva comunitaria ha orientato la disciplina degli Stati membri, ai cui ordinamenti è associato il riconoscimento di un diritto di opzione “forte”; in molti paesi la disciplina è notevolmente più rigorosa rispetto a quella comunitaria, la quale individuava soltanto il livello di protezione minima da accordare. L’obiettivo di fondo era quello di assicurare l’equivalenza delle garanzie apprestate a tutela dei soci senza però arrecare alcun pregiudizio all’interesse societario, non rendendo complesso il finanziamento dall’esterno.

La previsione del diritto di opzione era, in un primo momento, rimessa allo statuto e la decisione di introdurre *ex lege* un automatico diritto in capo ai soci ha rappresentato l’epilogo normativo degli abusi da parte di amministratori e soci di maggioranza. Alcuni studi sul tema dimostrano che si può rintracciare un legame tra il trattamento normativo dell’opzione e il grado di concentrazione proprietaria<sup>128</sup>: nei sistemi con elevata dispersione azionaria la disciplina del diritto è infatti rimessa all’autonomia dello statuto e l’offerta pubblica è la tecnica di raccolta maggiormente utilizzata; al contrario dove prevale il capitale familiare, come nel quadro economico italiano in cui la proprietà è notevolmente concentrata, principalmente tramite l’opzione gli azionisti di maggioranza detengono stabilmente il controllo di un’impresa in maniera stabile<sup>129</sup>.

Il nesso esistente tra concentrazione della proprietà e la disciplina del diritto di opzione è fondamentale, perché rappresenta un valido strumento di analisi delle motivazioni sottese alle scelte normative, così emergendo il rapporto tra le tecniche di tutela e le caratteristiche degli assetti proprietari del sistema di riferimento.

Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte ai soci in opzione, direttamente oppure per mezzo di banche o società finanziarie che siano sottoposte al controllo di enti autorizzati al collocamento di strumenti finanziari. I potenziali investitori in capitale di rischio potranno sottoscrivere le azioni solo dopo che sia decorso il «termine non inferiore a quindici giorni dalla pubblicazione dell’offerta» di opzione

---

<sup>127</sup> Secondo RAMELLA A., *Il diritto di opzione nell’aumento di capitale sociale* in *La società per azioni*, 1918, p. 196 – 198, l’opzione è da intendere come un “frutto civile dell’azione”.

<sup>128</sup> BIGELLI M., *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un’analisi economico-finanziaria*, 1996, p. 29. “La scelta dell’offerta in opzione” da parte delle “imprese con un’elevata concentrazione della proprietà azionaria” è riconducibile “al maggior interesse alla conservazione della quota di controllo” e specularmente “la progressiva riduzione della percentuale delle offerte in opzione riscontrata sul mercato primario statunitense può essere messa in relazione con la progressiva accentuazione della dispersione azionaria verificatasi su tale mercato”.

<sup>129</sup> Nell’ordinamento giuridico italiano vi è una nozione generale di controllo all’art. 2359 c.c. mediante la definizione di società controllata; in realtà il controllo è in questa sede inteso come la capacità di determinare la destinazione dell’utile aziendale, la gestione del flusso di cassa e la struttura dell’attivo patrimoniale. Tale definizione cattura la capacità di riuscire a gestire gli elementi fondamentali nella vita di un’impresa, considerando la prospettiva patrimoniale, economica e finanziaria.

«depositata presso l'ufficio del registro delle imprese<sup>130</sup> e contestualmente resa nota mediante un avviso pubblicato sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione, o in mancanza, mediante deposito presso la sede della società»<sup>131</sup>.

L'offerta di azioni di nuova emissione per il tramite di banche o altri soggetti autorizzati, non costituisce causa di esclusione o limitazione del diritto di opzione, in quanto è prevista una procedura tramite cui le azioni sono sottoscritte dalla banca oppure da altri enti finanziari ma «con l'obbligo di offrirle agli azionisti della società». Tecnicamente tale fattispecie si definisce “opzione indiretta”, poiché nonostante in primo luogo la sottoscrizione dell'aumento di capitale sia di competenza esclusiva della banca o della società finanziaria, l'esercizio del diritto di opzione è subordinato al momento della messa in circolazione dei titoli da parte dell'intermediario finanziario. L'operazione, secondo quanto imposto dal Codice, dev'essere condotta da un operatore qualificato, soggetto al controllo della Commissione nazionale per le società e la borsa. Quindi il comma VII dell'art. 2441 c.c. recepisce un “*sistema di emissione di nuove azioni seguito in pratica e consistente nell'accordo preventivamente preso con un intermediario (banca, ente, società finanziaria o altro soggetto autorizzato al collocamento di strumenti finanziari) il quale s'impegna a sottoscrivere per intero l'aumento, garantendo così il buon esito dell'operazione, e a collocare poi nel tempo i titoli sul mercato*”<sup>132</sup>. L'intermediario non ha il diritto di esercitare il voto nel periodo in cui detiene le azioni offerte agli azionisti e fin quando il diritto di opzione non sia stato esercitato.

Ai sensi dell'art. 2441 c.c. comma III, chi esercita il diritto di opzione, a condizione che ne faccia contestualmente richiesta, ha un diritto di prelazione sulle azioni e sulle obbligazioni convertibili in azioni eventualmente inoptate.

La differenziazione della disciplina nelle società quotate all'interno del tipo s.p.a. si spiega alla luce della diversa funzione svolta dall'opzione e della prelazione: se l'opzione è finalizzata alla conservazione della quota di partecipazione, la prelazione tende a soddisfare anche l'esigenza di accrescimento della quota. Nelle società quotate, ad eccezione fatta per i soci appartenenti ai gruppi di controllo, non dovrebbe sussistere “*un interesse conservativo a mantenere inalterata la propria partecipazione: il problema principale sarebbe invece ridotto alla necessità di impedire abusi e di tutelare la consistenza patrimoniale della*

---

<sup>130</sup> Precedentemente era previsto l'obbligo di pubblicazione dell'offerta nel Bollettino ufficiale delle società per azioni. Dal primo ottobre 1997, per disposizione dell'art. 29 della Legge 7 agosto 1997, n. 266, che ha comportato l'abolizione di detto Bollettino, la pubblicità viene assolta dal deposito presso l'ufficio del registro delle imprese, con decorrenza degli effetti dalla data stessa.

<sup>131</sup> Art. 2441 c.c. comma II.

<sup>132</sup> FERRARA F. Jr – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 655.

*partecipazione*”<sup>133</sup>. Si è ritenuto, però, che l’attribuzione di un diritto di prelazione in aggiunta al diritto di opzione teso a perpetuare gli assetti proprietari iniziali, fosse in contrasto con la “vocazione aperta” delle società quotate.

È proprio nell’ambito delle operazioni sul capitale che sorgono le maggiori conflittualità sia tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, sia tra manager e azionisti.

Infatti, l’interesse degli azionisti a conservare un controllo diretto sulle decisioni più importanti per la società, anche per evitare la diluizione dei propri diritti patrimoniali e amministrativi come nel caso in cui la società raccolga nuovo capitale di rischio o proceda al riacquisto di azioni, ha spinto l’Unione europea ad emanare la II direttiva in materia di società, a cui tutti gli Stati membri devono adeguarsi.

Tutti gli ordinamenti regolano aspetti della decisione di emettere nuove azioni, ossia di aumentare il capitale sociale. Questa operazione, infatti, riguarda tanto decisioni di carattere gestionale di competenza degli amministratori, quanto scelte d’investimento, su cui dovrebbero essere in grado di esprimersi meglio gli azionisti. Durante queste operazioni, gli incentivi dei manager potrebbero portarli ad agire in conflitto d’interessi con gli azionisti, in quanto l’emissione di azioni può aver luogo per permettere acquisizioni non redditizie, al fine di mettere al riparo gli amministratori dalle OPA ostili o per diversificare i soci di controllo esistenti. Non a caso, anche per tali operazioni, nei principali ordinamenti sono utilizzati i consueti strumenti dell’approvazione da parte del consiglio di amministrazione e degli azionisti. Alcuni ordinamenti europei, fra cui anche quello italiano, prevedono la possibilità che gli azionisti autorizzino *ex ante* il consiglio di amministrazione a deliberare l’aumento del capitale sociale. Tuttavia in Europa il consiglio di amministrazione ha una discrezionalità minore di quella concessagli negli Stati Uniti, in quanto il potere in questione è soggetto ad un limite temporale di cinque anni, fatto salvo il caso in cui l’emissione riguardi obbligazioni convertibili in azioni o *stock option* da offrire ai dipendenti.

Benché tutti gli azionisti incorrano nello stesso rischio di subire la diminuzione dei propri diritti patrimoniali e/o del potere di voto collegato alla loro partecipazione sociale, in caso di distribuzione di attività della società tramite acquisto di azioni proprie, o distribuzione dei dividendi o aumento del capitale.

In particolare gli azionisti di minoranza possono essere maggiormente lesi rispetto ai soci di controllo, perché non sono protetti dai poteri derivanti dal controllo della società e, soprattutto, dal potere di prendere le decisioni che ritengano più opportune per la tutela dei loro diritti. È per questo che i soci di minoranza si affidano ad una serie di strategie legali per

---

<sup>133</sup> SALAFIA V., *Natura giuridica del diritto di opzione nelle società di capitali* in *Le società*, 2007, n.8, p. 921.

la protezione dei loro interessi come, per esempio strategie di compartecipazione (*sharing*), regole e standard.

Il diritto di opzione è infatti il tipico esempio di *sharing strategy*: tale diritto, attribuendo agli azionisti di minoranza il diritto di essere preferiti a terzi (ma anche ad altri soci) nella sottoscrizione delle azioni di nuova emissione in maniera proporzionale al numero di azioni possedute, per mantenere inalterata la partecipazione azionaria, scoraggia i soci di controllo dall'avvantaggiarsi della propria posizione per sottoscrivere ulteriori partecipazioni sociali a fronte di un inadeguato conferimento.

Nel Regno Unito questo diritto è riconosciuto semplicemente come regola di *default*, mentre in Italia spetta ai soci, salvo che la loro decisione con cui si dispone l'aumento del capitale stabilisca che le nuove azioni siano riservate ai terzi. In tal caso, ai sensi dell'art. 2481-2 c.c., ai soci che non hanno contribuito alla decisione, è riconosciuto il diritto di recesso.

Per quanto riguarda le società aperte, negli ordinamenti europei il diritto di opzione viene sempre riconosciuto agli azionisti per mezzo di una previsione normativa o come regola di *default* significativamente forte<sup>134</sup>. In Italia e nel Regno Unito il diritto di opzione si può escludere solo tramite una delibera assembleare di aumento del capitale sociale che esplicitamente escluda l'applicazione del suddetto diritto da adottarsi a maggioranza qualificata<sup>135</sup>. In particolare bisogna notare che il diritto di opzione (*pre-emption right*) nel sistema inglese può avere tre diversi fonti: (i) il codice sul governo societario; (ii) un apposito articolo nello statuto della società e (iii) un accordo degli azionisti.

I diritti di prelazione statutari, descritti in dettaglio nella Sezione 561 - 576 del *Companies Act* 2006, si applicano di *default* a "titoli azionari" il cui dividendo pagato varia in base ai profitti della società e che non hanno diritti speciali per il rimborso del capitale se la società fallisce<sup>136</sup>.

Ai sensi della sezione 561 (1) del *Companies Act* del 2006, infatti, il consiglio di amministrazione in genere non deve emettere nuove azioni a meno che non abbia concesso agli azionisti della società l'opportunità di esercitare i loro diritti di prelazione in relazione a tali azioni di nuova emissione. Tuttavia, questo diritto di prelazione non si applica a: azioni che riguardano un piano di azionariato dei dipendenti (CA 2006, sezione 566); quote di sottoscrizione (CA 2006, sezione 577); azioni bonus (CA 2006, sezione 564); o un'assegnazione di azioni o titoli se questi sono, o devono essere, interamente o parzialmente

---

<sup>134</sup> Vedi, ad esempi, art. 29 II direttiva, secondo cui, in caso di aumento di capitale da sottoscrivere in denaro, agli azionisti deve essere riconosciuto il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione e questo diritto non può mai essere limitato dallo statuto ma solo tramite una delibera *ad hoc*.

<sup>135</sup> Vedi art. 2441 c.c. italiano; § 89 *Companies Act* inglese. Per quel che riguarda l'applicazione del diritto di opzione alle società quotate del Regno Unito in base alle *listing rule* e alle linee guida sul diritto di opzione (*Preemption Guidelines*) v. DAVIES, pp. 636 ss.

<sup>136</sup> KOCHAK, *What are shareholders pre-emption rights?*, in *Share and Shareholders*, 2013.

versati diversamente che in contanti (CA 2006, sezione 565). Gli azionisti esistenti devono inoltre avere la possibilità di esercitare i loro diritti di prelazione in relazione alla vendita o al trasferimento di azioni proprie, in conformità con la sezione 561 del *Code* 2006 (secondo quanto previsto dal CA 2006, sezione 560 (3)). Il suddetto Codice, poi, nella sezione 570 (1) prevede che, benché il consiglio di amministrazione abbia un potere generale di assegnazione delle azioni previsto nella sezione 551, le disposizioni previste nella sezione 561 non si applichino, quando l'assegnazione dei titoli azionari sia autorizzata dallo statuto della società o da una speciale deliberazione approvata dagli azionisti di quest'ultima.

Questi diritti di prelazione possono anche essere disapplicati in relazione a una specifica assegnazione di tali azioni avvenuta in seguito all'approvazione di una risoluzione speciale (CA 2006, sezione 571 (1)). È inoltre possibile che gli amministratori vendano azioni proprie prive di diritti di prelazione, a condizione che gli amministratori siano autorizzati a farlo dallo statuto sociale o da una delibera speciale (CA 2006, sezione 573 (1) e (2)). Se gli amministratori vogliono vendere azioni proprie senza previa offerta delle stesse in opzione ai soci, devono munirsi di un'apposita delega che consenta loro, espressamente, di effettuare la suddetta vendita.

La *Listing Rule* 9.3.11R richiede, inoltre, che quando una società con una quotazione premium emette titoli azionari per contanti, o vende azioni proprie che sono titoli azionari per contanti, questi ultimi devono prima essere offerti ai possessori di tale classe di azioni e ai possessori di altre azioni che hanno diritto a essere offerte. Tuttavia, la LR9.3.11R non si applica:

- alle emissioni di azioni per le quali i diritti di opzione sono stati disapplicati in base alla CA 2006, sezione 570 o 571;
- in determinate circostanze relative a un problema di diritti o un'offerta aperta;
- alla vendita di azioni proprie in contanti da una società quotata a un sistema di azioni dei dipendenti;
- a una società estera con una quotazione premium che ha ottenuto il consenso dei suoi azionisti, subordinatamente al rispetto di determinate condizioni; o
- a una società di investimento di tipo aperto (LR9.3.12R).

Gli investitori istituzionali dovrebbero tenere conto delle linee guida pubblicate dalla *Investment Association* e dal Gruppo *Pre-emption*<sup>137</sup> al momento di decidere se votare a

---

<sup>137</sup> Il *Pre-emption Group* è formato da rappresentanti di società quotate, istituti di investimento e professionisti della finanza aziendale, al fine di produrre linee guida volontarie. Quest'ultime riguardano emissioni di titoli azionari per contante diverse da quelle *pro rata*, precisando in che misura le diffidenze dei diritti di prelazione sono accettabili. Si applicano a tutte le società quotate, indipendentemente dal fatto che abbiano azionisti istituzionali.

favore di risoluzioni per concedere agli amministratori l'autorità di assegnare quote e di disapplicare i diritti di prelazione.

Il riconoscimento del diritto di opzione comporta un costo per la società: l'obbligo di dover offrire i diritti di opzione agli azionisti prima di poterli dare a terzi o collocarli sul mercato, comporta un ritardo nella realizzazione dell'aumento del capitale e limita la facoltà decisionale del *management* circa l'emissione di pacchetti azionari significativi. Si riduce così la capacità della società di raccogliere il capitale di rischio e questo può spiegare come mai la II direttiva in materia di diritto delle società, attribuisce agli Stati membri la facoltà di prevedere la delegabilità agli amministratori del potere di aumentare il capitale limitatamente alla differenza fra il numero massimo di azioni consentite sulla base dell'atto costitutivo e il numero di azioni effettivamente emesso, ma ha anche previsto che gli azionisti possono escludere, con una disposizione dello statuto, il diritto di opzione per alcuni aumenti<sup>138</sup>.

Nel Regno Unito, dove si possono utilizzare sia il diritto di opzione sia la strategia degli standard, gli azionisti di minoranza di solito preferiscono il c.d. *unfair prejudice remedy* dinanzi al giudice, invece di esercitare un diritto di opzione che comporterebbe loro un oneroso impegno economico<sup>139</sup>. In questo Paese il *Companies Act 2006* fornisce alcuni mezzi di tutela agli azionisti, in particolare nella sezione 994 (che ha sostituito 459 del *Companies Act 1985*). La sezione 994, infatti, stabilisce che un membro di una società può proporre istanza alla Corte lamentando una lesione dei suoi diritti, arrecatagli dal fatto che: (a) gli affari della società sono o sono stati condotti in un modo che è ingiustamente pregiudizievole per gli interessi dei membri in generale o di una parte di essi (incluso almeno se stesso), o (b) che un atto o omissione della società (incluso un atto o un'omissione a suo nome) sia o sarebbe così pregiudizievole<sup>140</sup>.

Quindi due sono gli elementi che determinano l'ingiusto pregiudizio ed entrambi devono essere presenti affinché il reclamo venga accolto:

- la condotta deve essere pregiudizievole nel senso di arrecare pregiudizio o danno agli interessi rilevanti dei membri o di una parte dei membri della società (cioè agli azionisti), e
- il suddetto pregiudizio deve essere ingiusto.

Il test sul carattere pregiudizievole dell'atto è oggettivo e ciò significa che non è necessario che l'azionista con la sua petizione dimostri che qualcuno abbia agito in malafede o con

---

<sup>138</sup> Vedi art. 29 II direttiva.

<sup>139</sup> TREGAGLE e PEARCE, *Shareholder Activism & Engagement*, in *Getting the Deal Through*, 2018.

<sup>140</sup> Sez. 994, *Companies Act 2006*: "A member of a company may apply to the Court by petition for an order...on the ground (a) that the company's affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or (b) that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial".

l'intenzione di causare pregiudizi, dal momento che i giudici considereranno ingiusto pregiudizio la condotta che verrebbe considerata tale da un ipotetico ragionevole spettatore. L'equità è valutata nel contesto di un rapporto commerciale, i cui termini contrattuali sono, per lo più, stabiliti nello statuto della società e in ogni accordo tra azionisti. Il punto di partenza è quindi quello di chiedersi se il comportamento di cui l'azionista si lamenta sia conforme allo Statuto e ai poteri che gli azionisti hanno conferito al consiglio. In una relazione della Commissione di legge è stato detto che: "La migliore protezione per un azionista è una protezione adeguata negli articoli stessi". Pertanto, se il comportamento è conforme allo Statuto, a cui l'azionista ha dato il suo consenso, sarà più difficile riuscire a condurre un'azione vittoriosa. A ciò si aggiunga che, anche se il comportamento non è conforme allo Statuto, questo non rende necessariamente il suddetto comportamento scorretto, in quanto infrazioni banali o tecniche non possono dar luogo all'esperibilità del rimedio previsto dalla 994. La condotta deve essere ingiustamente pregiudizievole per gli interessi del firmatario nella sua qualità di membro della Società (cioè come azionista), ma la Corte ha una visione ampia di ciò che potrebbe essere considerato un interesse in tal senso. Il termine "ingiustamente" consente alla Corte di prendere in considerazione una vasta gamma di condotte e riconosce che i membri hanno diritti e aspettative non necessariamente inclusi nello Statuto. Ad esempio, l'interesse di un membro può derivare da un accordo concluso con tutti o alcuni membri della società e relativo alla loro partecipazione nella gestione della stessa. L'interesse di un membro non è, pertanto, limitato ai suoi rigorosi diritti legali, ma può estendersi alle aspettative legittime derivanti dalla natura della Società e dagli accordi e dalle intese tra le parti. Un esempio comune di questo è la "quasi-partnership" aziendale, in cui i membri possono avere aspettative di partecipazione alla gestione e ai profitti della società, derivanti dalle intese alla base di quest'ultima e la cui inosservanza configura un ingiusto pregiudizio per i suoi membri. A parte il caso delle "quasi-partnership", è più difficile stabilire aspettative legittime al di là dei rigorosi diritti legali dei membri. Se tali aspettative esistono, un azionista deve in generale mostrare un abuso da parte degli amministratori dei loro poteri, o una grave violazione dei diritti legali del membro ai sensi dell'atto costitutivo della società o della sua legislazione.<sup>141</sup>

Appurato che il concetto di ingiusto pregiudizio è flessibile e privo di una definizione esaustiva, le tipologie di condotta che possono costituire comportamenti scorretti e pregiudizievoli non sono tassative. Tuttavia, il rimedio in esame è comunemente azionabile in caso di:

---

<sup>141</sup> PERKINS, *Guide to unfair prejudice against shareholders*, <https://www.ashfords.co.uk/news-and-events/general/guide-to-unfair-prejudice-against-shareholders>, 2018.

- esclusione dalla direzione in circostanze in cui vi è un'aspettativa (legittima) di partecipazione;
- deviazione di attività verso un'altra società in cui l'azionista di maggioranza detiene un interesse;
- assegnazione da parte dell'azionista di maggioranza di troppi benefici finanziari; e
- abusi di potere e violazioni dello statuto. Ad esempio, l'adozione di una risoluzione speciale per alterare le disposizioni sul governo societario può essere una condotta scorretta e pregiudizievole, se tali alterazioni pregiudicherebbero la legittima aspettativa dell'azionista di partecipare alla gestione della società. Altre condotte pregiudizievoli si riscontrano nella mancata convocazione degli *annual general meetings*, nel ritardare i conti e privare i membri del loro diritto ad essere a conoscenza dello stato degli affari della società. La condotta dell'amministratore è pertinente, nel caso in cui possa essere ritenuta pregiudizievole ma non "ingiusta". La condotta del ricorrente può anche incidere sull'esenzione concessa dalla Corte. Generalmente negli ultimi anni le Corti inglesi hanno limitato la misura in cui viene concesso un risarcimento per pregiudizio ingiusto. Di conseguenza, il ricorrente deve dimostrare una violazione effettiva dei termini concordati relativamente al modo in cui verrà gestita la società, o dimostrare che tali termini non sono stati rispettati in linea con il principio di equità<sup>142</sup>.

## **2.5. Agevolazione nell'esercizio dei diritti dell'azionista**

La direttiva 2007/36/ CE del 11/07/2007 (“Direttiva Diritti degli Azionisti”), successivamente emendata dalla direttiva comunitaria EU 2017/828, mira a valorizzare i diritti e la partecipazione degli azionisti in relazione alla loro posizione nei confronti degli emittenti operanti sul suolo comunitario.

La Direttiva oltre a garantire le pari opportunità nell'esercizio dei diritti di voto indipendentemente dal luogo di residenza dell'azionista, tende anche a favorire e incentivare il coinvolgimento attivo, informato e di lungo termine del maggior numero di azionisti con diritto di voto e, in modo particolare, di eliminare ogni ostacolo che il diritto nazionale possa frapporre fra l'effettivo esercizio dei diritti dell'azionista da parte degli investitori che provengono da Stati membri diversi da quelli in cui la società ha la sua sede legale. La normativa, quindi, disciplina i diritti di informazione e di partecipazione degli azionisti nell'assemblea, l'informativa preassembleare che dev'essere garantita agli azionisti, i requisiti di legittimazione e le modalità di intervento in assemblea, di partecipazione alla discussione e

---

<sup>142</sup> PERKINS, *op. cit.*

di voto degli azionisti, di determinazione dei contenuti assembleari e l'informativa post-assembleare sul risultato delle votazioni.

La normativa, in maniera particolare, si concentra su taluni diritti conferiti da azioni con diritto di voto emesse da società con azioni quotate nei mercati regolamentari e aventi sede legale in uno Stato membro. Viene subito affermato il principio secondo cui le società quotate devono sempre assicurare la piena parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano nella stessa posizione riguardo alla loro partecipazione e al diritto di voto in assemblea.

La disciplina dell'informazione preassembleare è basata su due fondamentali principi: da un lato, la conoscibilità dei termini di convocazione dell'assemblea, delle proposte all'ordine del giorno e della modalità di esercizio dei diritti dell'azionista in vista dell'assemblea e durante la stessa, per garantire all'azionista, specialmente se straniero, di essere posto nelle condizioni di prendere decisioni informate circa i temi all'ordine del giorno e di poter esercitare consapevolmente i propri diritti; dall'altro, la disponibilità di tempo sufficiente per una valida ponderazione delle informazioni ricevute e per rendere realmente praticabile l'esercizio dei diritti dell'azionista.

La società è poi tenuta ad effettuare la convocazione dell'assemblea in modo tale da assicurare un accesso veloce e non discriminatorio alla stessa. Al fine specifico di tutelare gli azionisti transfrontalieri, lo Stato membro ha il dovere di imporre all'emittente l'utilizzo di mezzi di comunicazione che possano ragionevolmente garantire una reale diffusione delle informazioni al pubblico in tutta l'Unione europea, non limitandosi ad imporre solo quei mezzi di comunicazione i cui operatori si trovano stabilmente sul suo territorio.

Al fine di concedere agli azionisti il tempo sufficiente per attivarsi nell'esercizio del loro diritti, gli Stati membri devono assicurare che le società dispongano la convocazione dell'assemblea non oltre il ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea. L'informativa preassembleare anche se tempestiva ed adeguata, non basta per permettere alla collettività degli azionisti di condizionare l'indirizzo della gestione in chiave propositiva, perché consisterebbe sempre nell'approvare o respingere le proposte messe ai voti dal consiglio di amministrazione, che altro non è che l'espressione del gruppo di controllo o in ogni caso portatore di interessi che non sempre coincidono con quelli della generalità degli azionisti. Al fine di proporre un dialogo, fornire un contributo propositivo e persino sfidare la contrarietà o l'inattività del gruppo di controllo, gli azionisti devono poter affiancare il *management* nella determinazione dei temi da sottoporre all'assemblea e di poter avanzare proposte di delibera relativamente ai temi proposti all'ordine del giorno da altri azionisti o dal *management*, interloquendo per suggerire le proprie proposte di delibera, che diverse da quelle già avanzate dagli altri soggetti proponenti. In tale ottica gli Stati membri devono

fissare un'unica data, in funzione di un certo numero di giorni precedenti l'assemblea o la convocazione, entro la quale gli azionisti possono iscrivere punti all'ordine del giorno.

Con l'obiettivo di facilitare ed incentivare l'intervento in assemblea degli azionisti, la Direttiva ha voluto rimuovere tutti quei requisiti normativi nazionali che possono essere un ostacolo alla partecipazione assembleare, specialmente da parte di investitori transfrontalieri.

Per evitare che lo smantellamento di tutti gli ostacoli materiali che possono frapporsi alla necessità di incentivare un massiccio afflusso alle assemblee possa comportare la dissociazione tra legittimità all'esercizio di voto e titolarità degli interessi economici al loro migliore esercizio, gli Stati membri devono, innanzitutto, assicurare che i diritti dell'azionista di partecipazione e di voto, non siano subordinati all'obbligo di deposito, trasferimento o registrazione, a nome di altra persona fisica o giuridica, di queste azioni prima dell'assemblea.

Questa scelta sorge naturalmente e opportunamente, considerata la generalizzata dematerializzazione degli strumenti finanziari, e considerata l'inutilità dell'obbligo preventivo delle azioni ai fini dell'accertamento della legittimazione degli azionisti, quando possono facilmente supplirvi le comunicazioni *ad hoc* degli intermediari finanziari presso cui le azioni dematerializzate sono depositate. I diritti dell'azionista di partecipare all'assemblea e di votare, in funzione delle sue azioni, sono determinati sulla base delle azioni detenute dall'azionista a una determinata data precedente l'assemblea (c.d. *record day* o data di registrazione). A ciò si connette il dovere dello Stato membro di assicurare che i diritti dell'azionista di vendere o trasferire in altro modo le sue azioni nel periodo che intercorre fra la data di registrazione e l'assemblea cui questa fa riferimento non siano soggetti a limitazioni diverse da quelle a cui sono soggetti in altri momenti.

Per quanto non possa negarsi che ci sia stata la rimozione di un disincentivo ad operazioni di *trading* speculativo e non si possa escludere il rischio di un esercizio di diritti di voto occasionalmente opportunistico da parte di qualche azionista, questi rischi appaiono marginali rispetto al beneficio che si otterrebbe annoverando fra i soggetti cui è concesso e facilitato l'esercizio del diritto di voto anche a una vasta e importante gamma di azionisti investitori istituzionali, come ad esempio i fondi comuni di investimento aperti, che possono trovarsi all'improvviso costretti a causa degli ingenti e repentini riscatti da parte dei loro sottoscrittori a liquidare prontamente, in tutto o in parte, le proprie partecipazioni azionarie anche in prossimità o lo stesso giorno dell'assemblea.

Infine, neppure il meccanismo della *record date* e della rimozione del blocco alla vendita delle azioni appare contrastare con la *policy* di ampliare la durata temporale degli investimenti, di cui beneficerebbero gli interessi di lungo periodo e la stabilità degli indirizzi

strategici della società, considerato che si tratta di un istituto finalizzato solo a rafforzare la possibilità di esercizio di voto.

In quanto tale esso non è in grado né di disincentivare il prolungato mantenimento dei titoli nel portafoglio né ad incentivare la speculazione di breve termine, dal momento che entrambi dipendono da variabili che non hanno molto a che fare con i requisiti di legittimazione all'esercizio di voto.

La *governance* delle società quotate con azioni detenute da una pluralità disparata di investitori nazionali e internazionali, funziona difficilmente se non si provvede a ad accompagnare l'attribuzione di diritti formali come quelli d'intervento in assemblea e di voto, con un efficace mix di soluzioni per minimizzare gli ostacoli materiali e i costi di partecipazione e di esercizio, che esercitano una forza dissuasiva e alimentano la tendenza di azionariati parcellizzati a tollerare atteggiamenti apatici e di *free riding*.

La Direttiva costituisce come un vero e proprio diritto dell'azionista la facoltà di formulare domande collegate ai punti all'ordine del giorno dell'assemblea, a cui fa da contraltare il diritto di ricevere risposte da parte della società, espressamente obbligata a tale adempimento.

## **2.6. Non discriminazione, proporzionalità e trasparenza**

Nel panorama europeo il legislatore ha dato avvio ad un percorso teso ad allontanarsi dalla tecnica di categorie azionarie, per garantire, nei confronti dei titolari di azioni di qualsiasi categoria, il rispetto del principio di non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dell'informazioni societarie.

Tale tecnica di tipizzazione delle azioni rappresenta, oltre che una fase storica di relativa staticità dei mercati finanziari, anche il riconoscimento a livello normativo di una tipicità sociale che non rispecchia più la realtà attuale. L'emissione di una grande varietà di strumenti finanziari, infatti, già caratterizzava le passate stagioni, in quegli ordinamenti che sono stati i primi ad accogliere la rivoluzione industriale e la corsa speculativa sulle borse. L'uguaglianza di diritti azionari, storicamente, ha una vita molto breve: in Inghilterra, l'emissione delle *founders' shares*, che garantivano ai soci fondatori una parte sproporzionata degli utili della società, è presto divenuta la regola nelle *railways companies*<sup>143</sup>. Le azioni presentano un contenuto "atipico", che viene imposto, sin dalle origini, dalle diverse esigenze delle categorie di finanziatori della grande impresa azionaria.

---

<sup>143</sup> Così ricorda RIPLEY, *Railroads. Finance & Organization*, 97. Sulle *founder's shares*, individuandole oggi come azioni postergate nella partecipazione agli utili (anche chiamate *deferred shares*), si veda SEALY-WORTHINGTON, *Cases and Materials in Company Law*, Oxford, 2008, 427.

Ancora di più oggi, i vincoli posti a tutela degli interessi interni ed esterni della società, più che appartenere al piano della fattispecie, sono propri di quello dell'informazione, del mercato e dell'autotutela negoziale, quest'ultima di natura reale o obbligatoria.

L'importanza ricoperta, nel ruolo trainante dell'economia, dei mercati finanziari efficienti, ha suggerito un processo di de-regolamentazione dei luoghi di scambio così come dei beni di scambio, ossia delle azioni e degli altri strumenti di finanziamento dell'impresa per cui ormai vige il principio dell'atipicità del contenuto. Gli strumenti finanziari diversi dalle azioni sono, infatti, soggetti, contenutisticamente parlando, ad un'eventuale disciplina conformativa da parte dell'autorità di vigilanza solo nel caso in cui rappresentino strumenti di raccolta del risparmio tra il pubblico ai sensi della disciplina bancaria (artt. 11 e 117, comma 6, d.lgs n.385 del 1993) o strumenti di appello pubblico al risparmio ai sensi della disciplina di mercati mobiliari (art. 95, comma 4, d.lgs n. 58 del 1998).

In questa nuova stagione del diritto azionario, libertà e autorità, in costante dialettica, cambiano equilibrio a vantaggio, per ora della prima istanza.

Questo si nota chiaramente anche nell'ordinamento italiano in cui è permesso alle società, nei limiti imposti dalla legge, di "creare liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie". Tale possibilità è espressamente prevista dall' art.2348, comma 2, c.c., che consente la creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi tramite lo statuto o con sue successive modifiche. Tale diversità dei diritti può riguardare anche l'incidenza sulle perdite. Infatti, in tema di recesso da società di capitali, nel caso in cui le azioni possedute dal socio receduto siano quotate nel mercato dei titoli, il valore del rimborso a lui spettante deve tenere conto esclusivamente delle indicazioni di prezzo fornite dal mercato stesso in relazione a quelle azioni, non permettendo, quindi, al titolare di azioni di risparmio di potersi dolere del fatto che, in questo modo, si possa pervenire ad una determinazione del rimborso inferiore a quello spettante ai titolari di azioni ordinarie. Questo è possibile perchè non sussiste alcuna violazione dell'articolo 2348 del codice civile, atteso che il principio secondo cui tutte le azioni emesse dalla società attribuiscono uguali diritti trova espressa deroga, nel caso di azioni di risparmio, ai sensi dell'art. 14, quarto comma, della legge del 7 giugno 1974, n. 216<sup>144</sup>.

Pertanto, all'interno dei vincoli posti dalla legge, l'autonomia privata non incontra limiti nel determinare il contenuto delle speciali categorie di azioni. Nonostante tale possibilità non sussiste il pericolo di confusione fra società per azioni e società a responsabilità limitata. L'autonomia statutaria non può spingersi al punto tale da attribuire, nella società per azioni,

---

<sup>144</sup> Cass. Civ. sez. I, 13 marzo 2013, n. 6207 *Cassinis ed altro c. Unione di Banche Italiane Soc. coop. per azioni*, RV625837.

anche una posizione partecipativa “diversa” ai singoli soci, perché una simile conformazione partecipativa contraddirebbe la connotazione tipologica del modello a base azionaria<sup>145</sup>. Proprio per queste ragioni la giurisprudenza ha ritenuto che non si possa attribuire ad un socio, quale “diritto diverso”, il diritto di veto sulle deliberazioni assembleari<sup>146</sup>. Fra i diritti diversi non può ricomprendersi la facoltà di procedere alla nomina degli amministratori e dei sindaci con modalità contrastanti con le disposizioni dettate da norme inderogabili: si ritiene, perciò, nulla la clausola che consente di procedere separatamente alla nomina degli amministratori, sottraendo all’assemblea dei soci il potere di procedere alla nomina delle cariche sociali posto che tale compito è esclusivamente di sua competenza<sup>147</sup>. Infine si deve osservare che gli azionisti di categoria non hanno il diritto a mantenere tale “rango” e quindi a conservare la stessa incidenza percentuale sul capitale rispetto agli azionisti ordinari, se non si è realizzato alcun pregiudizio agli interessi di categoria<sup>148</sup>.

Al terzo comma, lo stesso articolo 2348 chiarisce che “tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”.

Il valore innovativo di questa previsione dev’essere intravisto nella parte negativa, in riferimento ai limiti imposti dalla legge, più che in quella positiva, ossia il principio di libertà: l’interprete può, allora, presumere come legittimo quello che non è espressamente vietato, che non risulta incompatibile con un certo assetto normativo.

Tale conclusione, in realtà, era già stata raggiunta, in tema di categorie azionarie, ma anche con la nuova visione contrattualistica della società, diventa un’occasione per sostenere la legittima incorporazione nella partecipazione azionaria di situazioni giuridiche non oggettivabili. L’azione, invero, può divenire lo strumento per trasformare delle posizioni individuali, peculiarmente obbligatorie, in posizioni organizzative, tipicamente reali, per oggettivare circostanze personalistiche.

Nell’ambito delle considerazioni preliminari la Proposta di Direttiva sui Diritti degli azionisti ricostruisce i presupposti di fatto e le considerazioni di diritto, su cui si basa l’adozione del testo normativo e che si pongono in soluzione di continuità con le osservazioni e le conclusioni elaborate nell’ambito dei precedenti lavori preparatori, Libro verde e Libro bianco, a loro volta risultanti dalle consultazioni avviate negli anni precedenti<sup>149</sup>.

---

<sup>145</sup> CIAN e SANDEI, sub. Art. 2348, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da F. Di Marzio, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, p. 2904.

<sup>146</sup> *Trib. Verona*, 8 dicembre 1991, *Soc.*, 1992, 813.

<sup>147</sup> *Trib. Verona*, 18 Dicembre 1997, *Soc.* 1998, 403.

<sup>148</sup> *Trib. Milano*, 8 luglio 2004, in *Giur. It.* 2005, 307.

<sup>149</sup> È interessante segnalare che, nella seduta del Parlamento europeo del 12 maggio 2015 per la discussione della bozza di Proposta di Direttiva, il relatore Sergio Cofferati, a nome della commissione giuridica, osserva come consideri la direttiva “un tassello di un mosaico più grande, quello che dovrebbe definire correttamente ed efficacemente il profilo della *governance* dell’impresa europea del futuro. L’intuizione sta addirittura nel Libro bianco di Jacques Delors del 1993: noi stiamo lavorando nella direzione che lui ci indicò. È un lavoro faticoso

Nello specifico, in una posizione emblematica in apertura dei “considerando”, si nota che gli azionisti svolgono un “ruolo importante” nella *corporate governance* delle società quotate e che un “impegno efficace e costante” da parte di questi ultimi costituisce un “elemento rilevante” nei relativi sistemi di governo societario<sup>150</sup>.

Nella prospettiva della *corporate governance*, vista come un modello “basato su un sistema di pesi e contrappesi tra diversi organi e diversi portatori di interesse”<sup>151</sup>, le previsioni della Direttiva sono in linea con l’auspicio di un maggiore coinvolgimento, innanzitutto, da parte degli azionisti, ed in particolare da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, ma anche di tutti gli *stakeholders*<sup>152</sup>, in particolare dei dipendenti, al fine di perseguire non solo obiettivi di miglioramento dei risultati, finanziari e non finanziari, delle imprese ma anche di sviluppo di un equilibrato quadro europeo di governo societario<sup>153</sup>.

La crisi economica e finanziaria del 2008 ha reso chiaro il fatto che l'attuale livello di controllo e l’impegno da parte degli azionisti, in particolare riguardo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, nell'ambito della *corporate governance* delle società partecipate, sia spesso “inadeguato” e rivolga “un'eccessiva attenzione ai risultati di breve periodo”, compromettendo il raggiungimento di livelli ottimali dei sistemi di *corporate governance* delle società quotate e delle relative *performance*<sup>154</sup>.

Si deve notare, poi, che nella prospettiva del legislatore europeo, l’attenzione si focalizza sul ruolo svolto, nell’ambito del sistema di *corporate governance*, dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi e, in particolare, quelli tra essi che rivolgono le proprie strategie di investimento al lungo periodo<sup>155</sup>.

Risulta evidente che il legislatore europeo abbia colto le istanze della dottrina sulla creazione di incentivi per gli investitori istituzionali ad assumere un ruolo più attivo e più trasparente, nell’ambito nel più ampio contesto della predisposizione di adeguati ed efficienti sistemi di

---

però assai positivo. Oggi ci occupiamo degli *shareholder*, poi dovremo passare agli *stakeholders* per conferire quella dimensione sociale all'impresa che l'allora Presidente prese a riferimento, anzi costruì con la sua proposta”.

<sup>150</sup> Si vedano, in particolare, i considerando 2 e 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>151</sup> L'interpretazione della *corporate governance* nei termini descritti è offerta ai sensi del considerando 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>152</sup> Si tratta dei “portatori di interesse” che, ai sensi dell’art. 2, co. j-ter, della Proposta di Direttiva, sono definiti come “ogni individuo, gruppo, organizzazione o comunità locale influenzati dalle attività e dal rendimento di una società, o aventi comunque un interesse, nei medesimi”.

<sup>153</sup> Ai sensi dei considerando 2-bis e 9 della Proposta di Direttiva, il legislatore auspica un maggior coinvolgimento nella *corporate governance* da parte degli azionisti, “leve” nel miglioramento dei risultati delle società, e anche degli altri portatori di interesse, “dal momento che i diritti degli azionisti non sono l’unico fattore a lungo termine di cui si deve tenere conto nel governo societario”.

<sup>154</sup> Considerando 2 e 9 della Proposta di Direttiva.

<sup>155</sup> Ai sensi del considerando 9 della Proposta di Direttiva si osserva come “gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell’Unione e, di conseguenza, possono svolgere un ruolo significativo nel governo societario di queste ultime ma anche, più in generale, per quanto riguarda la strategia e i risultati a lungo termine di tali società”.

*corporate governance*: negli ultimi anni la sempre crescente quantità di partecipazioni detenute da investitori istituzionali all'interno dell'UE ha, infatti, stimolato notevoli discussioni nel conteso degli Stati membri, in relazione al ruolo che gli investitori istituzionali dovrebbero ricoprire nella *corporate governance* delle società quotate.

Ad analoga conclusione giungeva peraltro anche il Report finale del 2002, laddove sottolineava l'opportunità di raggiungere gli obiettivi di riforma mediante la creazione di incentivi per stimolo di una maggiore partecipazione e responsabilizzazione degli investitori istituzionali alla vita sociale. Il legislatore, nel delineare l'indirizzo di politica legislativa dell'intervento, ha optato per la promozione di un maggior "engagement" da parte degli investitori istituzionali nel governo societario, che costituisce una *species* di attivismo.

Seguendo una interpretazione teleologica delle norme, è chiaro come il legislatore europeo intenda perseguire lo scopo del miglioramento dei sistemi di *corporate governance*, sotto il peculiare aspetto dell'attivismo degli azionisti, proprio tramite lo strumento della trasparenza. La disciplina fa leva, in primo luogo, sulla trasparenza informativa, da attuarsi mediante la *disclosure* di informazioni riguardanti le strategie di investimento, la politica di impegno e la relativa attuazione. Si ritiene, infatti, che la pubblicazione di tali informazioni è in grado di sortire un effetto benefico per il sistema di *corporate governance* in quanto "influirebbe positivamente sulla consapevolezza di investitori, consentirebbe ai beneficiari finali di ottimizzare le decisioni di investimento, faciliterebbe il dialogo tra le società e i loro azionisti, potenzierebbe l'impegno degli azionisti e rafforzerebbe l'obbligo delle società di rendere conto ai portatori di interesse ed alla società civile"<sup>156</sup>.

La disciplina della politica di voto che quella della strategia di investimento prevedono come norma di chiusura, la regola del "comply or explain", ai sensi della quale i destinatari, qualora decidano di discostarsi dalle previsioni in materia, saranno tenuti a spiegare in modo chiaro e articolato il perché di questa scelta.

Nel Regno Unito, in particolare, gli investitori attivisti portatoti di un proprio interesse, dovranno considerare il proprio obbligo di divulgazione ai sensi delle Regole sulla trasparenza della FCA. Dove interessi di un azionista in azioni di un emittente quotato nel Regno Unito raggiungono o scendono al di sotto del 3% e ad ogni successivo incremento dell'1%, tale persona deve informare l'emittente, che è quindi tenuto ad annunciare ciò al mercato.

A tal fine, sia gli interessi indiretti che quelli derivati saranno conteggiati e ben diretti dai loro portatori. Ciò impedisce ad un attivista di costituire una partecipazione significativa in segreto. Esenzioni a tali regole possono essere applicate in maniera limitata (ad esempio, le

---

<sup>156</sup> Tale aspetto è messo in luce ai sensi del considerando 10 della Proposta di Direttiva.

imprese di investimento saranno tenute a divulgare partire dalla soglia del 5 percento). Le soglie di divulgazione sono meno onerose per le società quotate nel Regno Unito, ma incorporate in un paese terzo.

L'attivista che desidera negoziare azioni dovrà anche essere ben informato sulla restrizione contenuta nel MAR sulla gestione di informazioni privilegiate e dovrà tener conto dell'esistenza del reato di abuso di informazioni privilegiate ai sensi della legge sulla giustizia penale del 1993. Se le uniche informazioni privilegiate in possesso del portatore di interesse sono le sue stesse intenzioni, le disposizioni a sua tutela sono contenute nel MAR (la pubblicazione del Market Watch 20 della FCA è stata generalmente considerata come chiara e non costituisce un abuso di mercato). Tuttavia, è necessario prestare attenzione quando si ottengono le informazioni dalla società bersaglio o da altri azionisti.

Gli investitori istituzionali nelle società quotate nel Regno Unito dovrebbero tenere conto dello *Stewardship Code*, che definisce le buone pratiche per adempiere ai loro doveri d'impegno, derivanti dalla loro posizione di azionisti e viene applicato, anche questo, sulla base del principio "rispetta o spiega". Raccomanda che gli investitori istituzionali stabiliscano chiaramente linee guida su quando e come si intensificheranno le attività di *stewardship*.

Afferma che è probabile che l'attività d'impegno inizi con discussioni riservate, ma potrebbe essere intensificata laddove una società non risponda in modo costruttivo.

Il Codice *Stewardship* riconosce il ruolo che può svolgere l'attivismo nel migliorare il governo societario. È improbabile che il consiglio di una società che si trova di fronte a un approccio da parte degli azionisti attivisti rimanga indifferente, ma potrebbe anche scegliere tra varie strategie per difendere la sua posizione. Alcuni di queste strategie sono generalmente definite difese "legali". Ad esempio, una società può rifiutarsi di consentire che una risoluzione venga adottata sulla base del fatto che è "frivola o vessatoria" o diffamatoria, o può cambiare la risoluzione adottata per motivi tecnici. Nel lungo periodo, un tale approccio è generalmente improbabile che sia efficace, dal momento che l'impressione data è quella di una commissione che non vuole apertamente impegnarsi con le preoccupazioni degli azionisti. Un impegno sulle questioni sostanziali di questa preoccupazione e una dimostrazione che i registi sono aperti a una sfida misurata e riflessiva è generalmente considerato come un approccio più suscettibile di disinnescare la pressione degli attivisti.

È interessante, altresì, evidenziare come il legislatore europeo, nel selezionare gli interessi rilevanti nel contesto della Proposta di Direttiva in parola, tiene in debita considerazione anche la posizione degli *stakeholders*, ponendo particolare attenzione al ruolo svolto dai

lavoratori<sup>157</sup>: sulla base del parere del Comitato economico e sociale, il coinvolgimento adeguato<sup>158</sup> dei portatori di interesse è considerato come un “elemento di massima importanza nello sviluppo di un quadro europeo di governo societario”<sup>159</sup>.

## 2.7. Esercizio dei diritti tramite intermediari

Un'altra misura fondamentale per agevolare la partecipazione, almeno indiretta, degli azionisti al voto è stata l'istituzione del voto per delega. L'utilità del ricorso alla figura del rappresentante è chiara soprattutto rispetto alla posizione degli investitori istituzionali, che spesso si possono trovare nella materiale impossibilità di presiedere direttamente a tutte le assemblee della società che appartengono al loro portafoglio di investimenti, specialmente nel caso, tipico dell'ordinamento italiano, in cui le assemblee annuali di bilancio si tengono tutte nello stesso e concentrato periodo dell'anno. Il ricorso al rappresentante avvantaggia anche gli investitori stranieri, che potrebbero non avere personale stabile nello Stato in cui l'assemblea ha luogo e dunque potrebbero aver bisogno di figure agevolmente reperibili cui affidare l'esercizio dei loro diritti di voto.

La disciplina del voto tramite intermediari deve quindi temperare la liberalizzazione delle modalità di conferimento delle deleghe di voto e il massimo ampliamento della cerchia dei possibili destinatari, possibilmente mitigando il rischio di abusi e/o influenze indebite sull'esercizio del diritto attribuito per delega mosso da scelte arbitrarie o conflitti di interesse del rappresentante designato.

Ciascun azionista, ai sensi dell'art. 10, §1 della Direttiva sui diritti degli azionisti, ha il diritto di nominare una persona fisica o giuridica come rappresentante. Ne deriva che nessuno Stato membro o società possono eliminare tale diritto o ostacolarne l'esercizio oltre i limiti stabiliti dall'art. 10 stesso.

Il rappresentante gode degli stessi diritti di intervenire e di porre domande in assemblea, dei quali godrebbe l'azionista rappresentato<sup>160</sup>.

---

<sup>157</sup> Si vedano, in proposito, G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1298 ss.; P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, p. 4, laddove osserva come “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 industriale”.

<sup>158</sup> Sembra interessante sottolineare, a questo proposito, come tutte le disposizioni che auspicano una maggiore attenzione agli interessi dei portatori di interesse sono state introdotte per effetto di un parere del Comitato Economico e Sociale sulla bozza di Proposta di Direttiva elaborata dalla Commissione. Anche gli emendamenti presentati dal Parlamento europeo nella seduta del 12 maggio 2015 sono ispirati alla protezione di “interessi altri nella prospettiva *long term*”; per un approfondimento, si rimanda a P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, pp. 3 ss.

<sup>159</sup> Tale considerazione è rintracciabile ai sensi del considerando 8 della Proposta di Direttiva.

<sup>160</sup> A tal proposito deve notarsi che in Italia l'articolo 3, comma 4, del D.Lgs. n. 49/2019 attuativo della Direttiva Ue 2017/828, modifica l'articolo 127-ter del TUF al fine di migliorare le condizioni applicative per l'esercizio del diritto degli azionisti di presentare domande prima dell'assemblea (e di ottenere una risposta alle domande presentate) previsto dall'articolo 9 della direttiva. Con le modifiche introdotte si è inteso consentire alle società di

Il fatto che gli Stati membri non possano limitare, o permettere alle loro società di limitare, l' idoneità delle persone ad essere nominate come rappresentanti, garantisce l' allargamento della cerchia dei potenziali destinatari. Pertanto devono essere rimossi eventuali divieti al conferimento di deleghe di voto all' azionista di controllo e ai soggetti da lui controllati, ai membri degli organi di direzione e vigilanza, di amministrazione della società o dell' azionista di controllo e suoi soggetti controllati, a revisori della società e dipendenti o dell' azionista di controllo e suoi soggetti controllati.

È chiaro, infatti, che questi soggetti, essendo inseriti stabilmente nell' organizzazione dell' azienda o notevolmente interessati data la loro stessa quota di azioni a partecipare alle assemblee, siano i candidati ideali alla ricezione di deleghe di voto da parte degli azionisti remoti, impegnati in molte e contestuali assemblee, o da parte di titolari di partecipazioni azionarie così ridotte da non giustificare razionalmente il loro intervento in prima persona.

Ovviamente, considerato che il conferimento delle deleghe di voto a tali soggetti solleva potenziali conflitti d' interesse e che questi possono sorgere anche in altre circostanze diverse da quelle menzionate, l' art. 10 §3 prevede che gli Stati membri possano prevedere limitazioni all' esercizio dei diritti dell' azionista tramite rappresentante proprio per ovviare tali rischi.

È bene ricordare, però, che tale limitazione può avvenire solo stabilendo che il rappresentante persegua un interesse diverso da quello dell' azionista; limitando o escludendo l' esercizio dei diritti dell' azionista mediante rappresentante in assenza di specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera sulla quale il rappresentante debba votare<sup>161</sup> e limitando o escludendo il trasferimento della delega ad un' altra persona<sup>162</sup>.

A parte questo, gli Stati membri hanno la facoltà di circoscrivere la designazione del rappresentante ad una sola assemblea o alle assemblee che si svolgono in un solo periodo. Sempre ai fini dello svolgimento dell' assemblea in maniera ordinata e trasparente, si può limitare il numero di rappresentanti che l' azionista può designare per la singola assemblea, fermo restando che ove l' azionista avesse azioni della società depositate in più conti, all' azionista non potrebbe essere impedito di nominare un distinto rappresentante per le azioni detenute in ciascun conto. In quest' ultimo caso, però, rimarrebbero salve le eventuali norme nazionali sul divieto di voto differenziato per azioni detenute dallo stesso azionista. Con tali limitazioni si vorrebbe evitare che un trasferimento duraturo o permanente della rappresentanza nell' esercizio di voto ad un medesimo soggetto possa comportare una

---

disporre di più tempo per rispondere alle domande pervenute prima dell' assemblea sugli argomenti all' ordine del giorno.

<sup>161</sup> In mancanza di questo vincolo imposto dalla legge, si riproporrebbe, per lo meno in relazione alla quota di investitori meno consapevoli, l' antico problema molto noto in Italia, Germania e Francia, dell' incetta di deleghe di voto in bianco da parte del *management* e/o delle banche depositarie.

<sup>162</sup> Si deve, quindi, escludere la legittimità di cause di incompatibilità assolute a carico di soggetti nominati nell' art. 10, §3, secondo periodo, o di altri eventuali soggetti.

scissione di fatto fra titolarità ed esercizio del diritto di voto, pregiudicando la corretta e trasparente formazione della volontà assembleare.

Deve, tuttavia, essere anche garantita la possibilità per lo stesso rappresentante di ricevere deleghe da più di un azionista, senza limitazioni relative al numero di azionisti rappresentati. Con questa previsione si permette la raccolta di deleghe di voto presso gruppi omogenei di azionisti, per esempio tramite le loro associazioni. Inoltre, garantisce il ruolo di rappresentante assembleare degli investitori istituzionali, in specie esteri. Come il rappresentante di professione può creare una sua reputazione specifica sul mercato di riferimento, beneficiando anche delle sinergie nello svolgimento dell'incarico per più soggetti anche contemporaneamente, così gli investitori istituzionali, specialmente esteri, possono beneficiare della facoltà di conferire l'incarico ad una stessa persona tra loro condivisa. I benefici, infatti, si hanno non solo in termini di riduzione dei costi di individuazione ma anche in termini di valutazione dell'affidabilità dei soggetti a cui delegare l'esercizio del voto.

A tutela dell'azionista, ove questi abbia formulato istruzioni di voto, o comunque siano rese obbligatorie dalla legislazione nazionale, il rappresentante deve conformarvisi. Gli unici vincoli posti agli Stati membri e alle società nella designazione del rappresentante, riguardano l'ammissione della designazione e la notificazione della designazione alla società con mezzi elettronici e il fatto che designazione e notificazione della designazione alla società debbano avvenire per iscritto.

Dunque, gli ordinamenti differiscono gli uni dagli altri per quanto riguarda la struttura dei propri sistemi di delega di voto. In tale ambito la distinzione principale è quella fra Stati Uniti e Regno Unito, da un lato, e Francia, Germania e Italia, dall'altro. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti, le battaglie per le deleghe possono essere davvero decise dai piccoli e medi azionisti. Invece, negli altri paesi, fra cui anche l'Italia, le deleghe dei piccoli azionisti sono generalmente raccolte dagli enti depositari (*in primis* dalle banche) ed esercitate a vantaggio degli amministratori in carica.

Tali differenze fra gli ordinamenti sono dovute a due fattori: la presenza o l'assenza della codeterminazione e la struttura proprietaria delle società aperte. Alla codeterminazione si può ricollegare la maggior parte delle più importanti deviazioni dal modello del consiglio di amministrazione unitario composto da rappresentanti degli azionisti. Il consiglio di sorveglianza è così divenuto più ampio ed è stato regolato più rigidamente, mentre il consiglio di gestione ha acquistato maggiore autonomia. Tali adattamenti altro non sono se non il risultato di scelte strettamente funzionali alla rappresentazione di opposti interessi all'interno del consiglio di sorveglianza.

Un consiglio di amministrazione ristretto, composto da rappresentanti sia dei lavoratori sia degli azionisti e fortemente coinvolto nella gestione, rischierebbe uno stallo decisionale e potrebbe ritrovarsi in grandi difficoltà nel tutelare i segreti della società. Invece è molto meno probabile che un ampio consiglio di sicurezza incontri questi problemi.

Diversamente dalla codeterminazione, che è una scelta politica, le origini delle diverse strutture proprietarie sono complesse. La struttura societaria influenza anche l'organizzazione dei sistemi di delega, quasi al punto in cui la codeterminazione modella l'organizzazione dei consigli di amministrazione delle società. I sistemi di delega hanno una grande importanza negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove il modello della *public company* è molto diffuso. Invece, contano meno nell'Europa continentale, dove spesso anche le più grandi società quotate sono dominate dagli azionisti di controllo.

La Direttiva Diritti degli Azionisti considera anche l'eventualità che azioni di società quotate possano essere detenute in proprietà fiduciaria da parte di banche o altri intermediari per conto dei loro clienti in qualità di beneficiari finali. La Direttiva, però, è stata criticata in quanto omette di fornire una definizione di azionista e non armonizza le discipline degli Stati membri in ambito di proprietà beneficiaria e fiduciaria delle azioni. In tal modo la regolamentazione delle modalità di accesso all'esercizio dei diritti di voto da parte dei proprietari beneficiari delle azioni tenute in custodia da intermediari che ne risultano formalmente titolari rimane riservata agli ordinamenti nazionali. L'indicazione delle modalità per la promozione della cooperazione degli intermediari a beneficio dei loro clienti, in ambito transfrontaliero, era riservata ad una futura raccomandazione o ad un futuro intervento normativo.

L'articolo 13 della Direttiva mirava solo ad agevolare la relazione fra intermediari e dipendenti. Innanzitutto, la legge dello Stato membro può imporre al titolare fiduciario delle azioni solo requisiti di comunicazione che non vadano oltre l'obbligo di trasmettere alla società l'elenco dei clienti e il numero di azioni di ciascuno per i quali il voto è esercitato. Inoltre, qualora la legge preveda requisiti formali per l'autorizzazione all'esercizio del voto o relativamente alle istruzioni di voto, questi stessi requisiti, che devono essere proporzionati al raggiungimento degli obiettivi, non possono andare al di là dello stretto necessario per l'identificazione del cliente o per consentire la verifica del contenuto delle istruzioni di voto. Nel caso in cui, poi, il titolare fiduciario delle azioni fosse autorizzato a votare con le proprie azioni anche in modo differenziato in relazione al cliente che di volta in volta viene rappresentato, eventuali limitazioni al numero di deleghe conferibili da parte di azionisti non ostacolano il titolare fiduciario delle azioni a rilasciare deleghe di voto a ciascuno dei suoi

clienti o ad una terza persona designata dal cliente, qualora sia il cliente a voler votare per mezzo di una terza persona di sua fiducia o direttamente.

## **2.8. Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto**

La Proposta di Direttiva richiede espressamente che gli Stati membri assicurano che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppino e pubblichino annualmente e gratuitamente la propria politica di impegno<sup>163</sup>, ossia secondo la locuzione anglosassone la “*engagement policy*”.

La politica di impegno deve delineare in maniera dettagliata le modalità attraverso le quali investitori istituzionali e gestori di attivi esercitano, nell’ambito della *corporate governance* delle società quotate in cui partecipano, lo “*shareholder engagement*”, cioè l’“impegno degli azionisti”, con esso intendendosi l’attività di monitoraggio della società su questioni “rilevanti” di governo societario, attraverso non solo l’esercizio dei diritti di voto e degli altri diritti associati alle azioni ma anche attraverso un dialogo costante con le società e i relativi portatori di interesse<sup>164</sup>. Nello specifico, investitori istituzionali e gestori di attivi sono chiamati ad esplicitare le modalità con cui: integrano lo *shareholder engagement* nelle strategie di investimento; monitorano le società partecipate, in relazione ai risultati non finanziari e alla riduzione dei rischi sociali e ambientali; dialogano con le società partecipate e gli *stakeholders*; collaborano con gli altri azionisti; utilizzano i servizi forniti dai *proxy advisor*; esercitano i diritti di voto<sup>165</sup>.

Le disposizioni appena descritte incentivano, dunque, l’utilizzo di tutti gli strumenti a disposizione degli azionisti per partecipare più attivamente alla vita sociale, che vanno dall’esercizio del diritto di voto, agli strumenti di controllo, fino ad arrivare a qualunque strumento di persuasione disponibile.

In particolare, relativamente al caso dell’esercizio del diritto di voto, il legislatore prevede, che, per ogni società di cui detengono azioni, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rendono pubblico se e come voteranno e, nel caso in cui il voto sia espresso da parte di un gestore di attivi per conto di un investitore istituzionale, questi comunica dove sono pubblicate le stesse informazioni relative al voto.

---

<sup>163</sup> Si noti come il Parlamento europeo, nell’emendare la bozza di Proposta di Direttiva, ha tenuto a specificare che tali informazioni siano messe a disposizione “gratuitamente”.

<sup>164</sup> Ai sensi dell’art. 2, lett. h), della Proposta di Direttiva, lo “*shareholder engagement*” ovvero l’impegno degli azionisti è definito come “il monitoraggio, da parte di un’azionista o di un gruppo di azionisti, delle società su questioni rilevanti tra cui strategia, risultati finanziari e non, 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”.

<sup>165</sup> Art. 3-*septies*, co. 1, della Proposta di Direttiva.

Si deve ricordare, in proposito, come il carattere vincolante della *disclosure* delle politiche di voto con riguardo a ciascuna società di cui si detengono le azioni è stato ritenuto eccessivamente gravoso da una parte della dottrina, la quale ha osservato anche che sarebbe dovuta essere, al contrario, oggetto non tanto di una direttiva quanto di una raccomandazione<sup>166</sup>. Al contempo, si osserva come non sono state previste possibilità di deroga all'obbligo di *disclosure*, previa autorizzazione dell'autorità competente, per i casi di materie oggetto di trattative la cui comunicazione potrebbe arrecare gravi pregiudizi alla posizione all'investitore istituzionale, al gestore di attivi, alla società partecipata, come è invece previsto per la *disclosure* delle strategie di investimento<sup>167</sup>.

Per quel che concerne gli strumenti di persuasione, appare evidente come il legislatore europeo stia orientando la propria azione, sia pure in termini di principio, verso l'introduzione di strumenti "appropriati e istituzionalizzati" volti a realizzare forme di confronto e dialogo "qualificato" tra gli azionisti qualificati e il *management* sulle strategie gestionali delle grandi imprese quotate<sup>168</sup>. Si tratta, in realtà, di un indirizzo già sperimentato nell'ambito di alcune esperienze concrete e attuato nel contesto statunitense in termini di *Shareholder-Director Exchange* e di istituzione di *Shareholder Relations Committees*<sup>169</sup>.

La direttiva si dedica, poi, in maniera particolare alla gestione dei conflitti di interesse, laddove si prevede che gli Stati membri assicurano che la politica di impegno appena descritta includa anche politiche per la gestione dei conflitti di interesse reali o potenziali, in relazione ai quali si fornisce un elenco esemplificativo, che comprende legami finanziari, societari, di cariche<sup>170</sup>.

Sembra che il legislatore abbia ben in mente le criticità e i limiti, in termini di conflitti di interesse, che si accompagnano all'azione degli investitori istituzionali, alla luce della natura e delle funzioni svolte, come evidenziate dalla dottrina in materia.

Inoltre, deve notarsi che, ai sensi dell'art. 3-*octies*, la Proposta di Direttiva prevede espressamente che gli Stati membri assicurano che gli investitori istituzionali comunichino al pubblico, gratuitamente e con cadenza annuale, in che modo la loro strategia di investimento azionaria risulta essere allineata al profilo e alla durata delle loro passività e contribuisca al

---

<sup>166</sup> In proposito si faccia riferimento a P.B. ÖCKLI e altri, *Shareholder Engagement and Identification*, febbraio 2015, disponibile al seguente indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2568741>, 3 e ss.

<sup>167</sup> L'inserimento di tale previsione era stata peraltro suggerita dal Comitato Economico e Sociale.

<sup>168</sup> Così, P. MONTALENTI, *op. cit.*, 2016, p. 4.

<sup>169</sup> Si vedano, al riguardo, F. W. MCNABB, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Vanguard*, III, 2015; J. KIM, J. D. SCHLOETZER, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, ottobre 2015, disponibile al seguente indirizzo [www.conference-board.org/directornotes](http://www.conference-board.org/directornotes); P. MONTALENTI, *op. cit.* 2016, pp. 7 ss., laddove osserva che "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 sottolineato".

<sup>170</sup> Art. 3-*septies*, co. 2, della Proposta di Direttiva.

rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi. Nel caso in cui si faccia ricorso a *asset manager*, ossia a gestori di attivi, tramite mandati discrezionali che prevedono la gestione degli attivi su base individuale o mediante un organismo di investimento collettivo, gli investitori istituzionali rendono pubblici annualmente i principali elementi del relativo accordo, e, nello specifico, anche: se il gestore degli attivi viene incentivato ad allineare la strategia e le decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale, a prendere decisioni di investimento basate sui risultati della società a medio e lungo termine e a impegnarsi nella società; le modalità di valutazione dei risultati del gestore degli attivi, con particolare riguardo a quelli a lungo termine; la struttura del corrispettivo versato per i servizi di gestione degli attivi e l'obiettivo perseguito in termini di rotazione del portafoglio<sup>171</sup>. La *ratio* della suddetta previsione è quella di far sì che la pubblicazione delle strategie di investimento contribuisca a un adeguato allineamento degli interessi tra i clienti degli investitori istituzionali, i gestori degli attivi e le società partecipate, incentivando allo stesso tempo, lo sviluppo di strategie di investimento di lungo periodo e di rapporti più duraturi con le società partecipate<sup>172</sup>.

Dall'altra parte, l'art. 3-*nonies* della Proposta di Direttiva obbliga gli Stati membri ad assicurare che il gestore degli attivi comunichi in che modo la sua strategia di investimento e la relativa attuazione possa conformarsi all'accordo stipulato con gli investitori istituzionali e come la strategia e le decisioni di investimento contribuiscano al rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali<sup>173</sup>. Ai gestori di attivi è, altresì, richiesto di comunicare direttamente agli investitori istituzionali le ulteriori informazioni, relative alla composizione del portafoglio, ai costi di rotazione dello stesso, agli eventuali conflitti di interesse emersi e alla relativa risoluzione.

Risulta evidente come il flusso di informazioni che si richiede di attivare risponde a una duplice esigenza: da un lato, permettere al pubblico di poter seguire il modo in cui i gestori danno seguito al mandato ricevuto da parte degli investitori istituzionali; dall'altro, far sì che l'investitore istituzionale possa usufruire di idonei strumenti informativi per monitorare al meglio il gestore degli attivi e per incentivare un corretto allineamento degli interessi e l'impegno degli azionisti.

Infine, l'ulteriore aspetto sul quale il legislatore interviene, al fine di migliorare l'informazione nella catena dell'investimento azionario<sup>174</sup>, attiene alla disciplina della

---

<sup>171</sup> Ai sensi dell'art. 3-*octies*, co. 2, della Proposta di Direttiva sono analiticamente individuati gli elementi dell'accordo con gli *asset manager* che l'investitore istituzionale è tenuto a rendere noti.

<sup>172</sup> Si evince chiaramente ai sensi del considerando 12 della Proposta di Direttiva.

<sup>173</sup> Si rimanda all'art. 3-*nonies*, co. 2, per il dettaglio delle informazioni che i gestori di attivi sono tenuti a comunicare.

<sup>174</sup> Considerando 14 della Proposta di Direttiva.

trasparenza dei *proxy advisor*, ossia dei consulenti in materia di voto, di cui investitori istituzionali e *asset manager* si avvalgono nella pianificazione delle relative politiche di voto. In particolare, all' art. 3-*decies* la Proposta di Direttiva, prevede che gli Stati membri assicurano che i *proxy advisor* adottino e mettano in atto misure finalizzate a garantire che le loro ricerche e le raccomandazioni di voto siano "accurate ed affidabili", fondate su un'approfondita analisi di tutte le informazioni a loro disposizione e non influenzate da conflitti di interesse.

Nell'ottica di aumentare la suddetta trasparenza, è richiesto ai *proxy advisor* di pubblicare ogni anno tutte le informazioni relative all'elaborazione delle loro ricerche e raccomandazioni di voto per dare la possibilità di valutare se queste siano state effettuate con l'accuratezza e l'affidabilità richiesta.

Con riguardo a quest' ultimo aspetto, il legislatore prevede che i consulenti in materia di voto individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti qualunque conflitto di interesse reale o potenziale o qualunque relazione commerciale che possa intaccare l'elaborazione delle proprie ricerche o raccomandazioni di voto.

Con la stessa finalità di assicurare la correttezza dei comportamenti, assume una valenza significativa, non solo la previsione per cui i *proxy advisor* sono chiamati a operare nell'interesse esclusivo dei propri clienti, considerando la prassi diffusa tra i *proxy advisor* di lavorare per diversi azionisti nello stesso tempo; ma anche, la previsione secondo cui si richiede ai consulenti di adottare un codice di condotta, anch'esso sottoposto alla regola del "*comply or explain*".

In materia di voto per delega lo *UK Companies Act* del 2006, ha rafforzato i diritti di cui godono i delegati, rispetto alla disciplina del previgente *Code* del 1985, come segue:

- i delegati ora hanno il diritto di parlare, piuttosto che semplicemente partecipare e votare, alle assemblee generali della società (CA 2006, sezione 324 (1));
- i delegati hanno ora un diritto automatico ad un voto per alzata di mano, piuttosto che avere solo un diritto automatico di voto su un sondaggio (CA 2006, sezione 285 (1));
- in caso di votazione per alzata di mano, un delegato avrà un voto e uno in più contro una risoluzione, se sono stati nominati da più di un azionista e sono stati incaricati da uno o più di tali azionisti di votare per una risoluzione, e da uno o più di questi azionisti a votare contro (CA 2006, sezione 285 (2));
- se un azionista nomina più delegati, ciascuno avrà un voto per alzata di mano (CA 2006, sezioni 285 (1) e 324 (2)); e

- in un sondaggio, tutti o parte dei diritti di voto di un azionista possono essere esercitati da uno o più delegati (CA 2006, sezione 285 (3)). Le sezioni 285 (1) e (2) sono soggette alle disposizioni degli articoli della società (CA 2006, sezione 285 (5)).

Gli azionisti che sono società hanno il diritto di nominare uno o più individui per agire come loro rappresentanti aziendali alle riunioni, in alternativa alla nomina dei delegati (CA 2006, sezione 323 (1)). Non è necessario notificare alla società l'elezione di un rappresentante aziendale, anche se sarà richiesta la prova dell'autorità del rappresentante aziendale quando si vota all'assemblea generale. I rappresentanti aziendali sono in grado di esercitare tutti i poteri che l'azionista potrebbe esercitare se fosse un singolo membro della società e possono quindi: parlare in assemblea generale; votare sia su un sondaggio sia per alzata di mano; e nominare un loro delegato, se vengono autorizzati dal socio aziendale (CA 2006, sezione 323 (2)).

Secondo quanto stabilito nella Sezione 324 (4) (b) del CA 2006, se due o più rappresentanti designati dallo stesso azionista hanno l'intenzione di esercitare i poteri di quest'ultimo in relazione alle stesse azioni, in modo conflittuale, allora tale potere sarà considerato come non esercitato.

Il 2 febbraio 2010, il PIRC<sup>175</sup> ha pubblicato i principi di *best practice* per le votazioni tramite *proxy* e le organizzazioni di consulenza elettorale per incoraggiare tali organizzazioni a essere più aperte e responsabili. L'ultima versione del parere è stata pubblicata nel marzo 2014. Gli azionisti di una società privata possono anche approvare risoluzioni scritte che avrebbero l'effetto di risoluzioni approvate dalla società in un'assemblea generale (CA 2006, sezione 288), ad eccezione delle risoluzioni relative alla rimozione di un amministratore o di un revisore contabile prima della scadenza del mandato, decisione che richiederebbe l'organizzazione di un'assemblea generale. Le risoluzioni possono essere proposte dagli amministratori o dagli azionisti. Tuttavia, non è possibile per gli azionisti di una *public company* approvare una risoluzione senza assemblea, ai sensi della sezione 281 (2) del CA 2006. Fatte salve eventuali restrizioni riscontrate negli articoli dello statuto di una società, non vi è alcun divieto statutario di organizzare riunioni elettroniche o "virtuali", ad esempio mediante teleconferenza. Una società che tiene un tale incontro deve solo assicurarsi che le persone che non sono presenti nello stesso luogo possano partecipare, parlare e votare tramite strumenti elettronici (CA 2006, sezione 360A (1)). Nel caso di società quotate in borsa, l'uso di mezzi elettronici per consentire agli azionisti di partecipare alle riunioni può essere soggetto solo a restrizioni e requisiti necessari per garantire l'identificazione dei partecipanti alla riunione e la sicurezza della comunicazione elettronica. Eventuali restrizioni e requisiti devono essere proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi (CA 2006, sezione 360A (2)).

---

<sup>175</sup> *Public Interest Research Centre.*

Ulteriori forme di *disclosure* sono previste nel capitolo 5 delle *Disclosure and Transparency Rules* dalla FCA (le "DTR"). Secondo la DTR 5, infatti, chiunque detenga azioni di un emittente inglese (compresi gli interessi indiretti con accesso ai diritti di voto) o abbia la detenzione diretta o indiretta di strumenti finanziari che danno diritto al titolare di acquisire azioni con diritto di voto (come *swap*, contratti a termine su tasso, opzioni, *futures* e altri prodotti derivati in cui sono acquisiti i diritti di voto) o che sono riferiti alle azioni di un emittente del Regno Unito e hanno effetti economici simili su tali strumenti finanziari (inclusi contratti lunghi lordi per posizioni differenziali), costui deve comunicare alla società la percentuale di diritti di voto che detiene, se essa raggiunga, superi o scenda di sotto del 3%, o qualsiasi percentuale intera oltre il 3%. Esistono norme separate nel regolamento UE sulle vendite allo scoperto che richiedono la divulgazione di posizioni corte nette in azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato SEE o in un sistema multilaterale di negoziazione (compresi gli AIM<sup>176</sup>), a meno che la sede principale per la negoziazione delle azioni non si trovi al di fuori del SEE. Le posizioni corte nette devono essere comunicate privatamente alla FCA quando raggiungono lo 0,2% del capitale azionario emesso e pubblicamente quando raggiungono lo 0,5%. Il regolamento vieta inoltre la vendita allo scoperto di azioni a meno che non sia coperto da un prestito di titoli o da un accordo di pronti contro termine. I tipi di interessi o prodotti finanziari coperti dall'obbligo di informativa sono diversi ed è importante che venga fornita una consulenza dettagliata sugli obblighi di informativa dell'investitore. Per le società del Regno Unito la notifica deve essere fatta dagli azionisti il prima possibile ma sempre entro due giorni di negoziazione (e, se la società è nella Lista Ufficiale, deve essere fatta utilizzando il modulo prescritto dalla FCA). La società deve quindi fare un annuncio al più presto possibile al ricevimento di una notifica e entro e non oltre la fine del successivo giorno di negoziazione (per gli emittenti inglesi sull'elenco ufficiale) e entro e non oltre la fine del terzo giorno di negoziazione per società su AIM. Gli emittenti devono aggiornare il mercato, alla fine di ciascun mese di calendario durante il quale si è verificato un aumento o diminuzione, sul numero totale di diritti di voto e capitale per ciascuna classe di azioni emessa e sul numero totale di diritti di voto connessi alle azioni detenute nel tesoro. Inoltre, il *Takeover Code* predispone ulteriori obblighi di divulgazione: quando una società è soggetta ad offerta, chiunque sia interessato a più dell'1% delle azioni, deve annunciare i dettagli dei suoi interessi in tali azioni (note come "*disclosure* della posizione di apertura") all'inizio di tale periodo di offerta (o, se successiva, una volta identificato l'offerente) e deve anche divulgare eventuali negoziazioni in corso durante tale offerta. Le negoziazioni degli interessi delle azioni delle società target, avviate dalle parti e

---

<sup>176</sup> *Alternative Investment Market.*

quelle che agiscono di concerto con esse, devono essere comunicate entro le 12:00 del giorno lavorativo successivo. Analoghi requisiti di informativa si applicano alle azioni dell'offerente se qualsivoglia dei corrispettivi è o sarà probabilmente diverso dal contante. L'interesse alle azioni si concretizza dunque nella volontà di: possedere azioni; essere legittimati ad esercitare il diritto di voto inerente alle azioni; avere opzioni o derivati con diritto di richiedere la consegna di azioni; e ottenere contratti a lungo termine per differenza. Nel caso in cui due o più persone agiscano di concerto nell'acquisizione di azioni in tali circostanze, i loro interessi saranno aggregati e entrambi saranno tenuti a rispettare l'obbligo di divulgazione. La gamma di strumenti finanziari a cui si applicano questi requisiti di informativa è più ampia di quella attualmente applicabile ai DTR.

Infine, lo *UK Stewardship Code* mira a promuovere un impegno più attivo nella vita sociale da parte degli investitori istituzionali e si rivolge sia agli investitori istituzionali, sia ai soggetti che in concreto ne gestiscono le attività (gli *asset* o *money manager*), per accrescere la qualità dell'*engagement* tra investitori istituzionali e società partecipate, al fine di migliorare i rendimenti di lungo periodo per tutti gli azionisti e l'efficiente esercizio delle responsabilità di governo societario<sup>177</sup>.

In particolare, il *Principle 6* raccomanda<sup>178</sup> agli investitori istituzionali di adottare chiare politiche di voto e di *disclosure*, ossia impone l'obbligo di divulgazione delle attività di voto poste in essere per l'esercizio del voto medesimo.

Il *Principle 6* è corredato da una *Guidance*<sup>179</sup> che fornisce le linee guida, delineanti, in dettaglio, le raccomandazioni in concreto e talune modalità di applicazioni dello stesso *Principle*.

*In primis*, si raccomanda<sup>180</sup> agli investitori istituzionali di fare tutto quanto nelle loro possibilità al fine di esercitare il diritto di voto per tutte le azioni detenute, senza dare automaticamente supporto al *board*.

---

<sup>177</sup> In tal senso, FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012, disponibile al seguente indirizzo <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx> (di seguito, "*The UK Stewardship Code*"), p. 1 in cui si specifica che le disposizioni volte a favorire un più stretto legame fra *governance* e scelte di investimento attraverso il dialogo fra investitori istituzionali e società quotate si intendono integrare quelle contenute nel *UK Corporate Governance Code*, la cui pubblicazione e relativo aggiornamento è affidata al medesimo *Financial Reporting Council*.

<sup>178</sup> Ivi, il *Principle 6* prevede che "*Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity*".

<sup>179</sup> Ivi, ai sensi della *Guidance* di cui al *Principle 6* è previsto che: "*Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board. If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why Institutional investors should disclose publicly voting records. Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock*".

È interessante ricordare che tale raccomandazione ha origine a partire dagli eventi registrati nel passato, quando l'atteggiamento degli investitori si traduceva in semplice accondiscendenza e approvazione delle strategie individuate dalle società e dal *management* e si era conseguentemente trasformato in “*shareholder apathy*”<sup>181</sup>. Da tale punto di vista, la maggior parte dei gruppi di investitori si possono considerare corresponsabili delle dimensioni e della rilevanza della crisi finanziaria, che ha colpito globalmente l'economia e la finanza negli ultimi anni, specialmente a causa del fatto che essi non si sono opposti alla gestione e a volte hanno persino acconsentito a strategie notevolmente rischiose, attirati dai potenziali profitti che si sarebbero potuti generare<sup>182</sup>. Pertanto, essendo ritenuti parte del problema<sup>183</sup> anche gli investitori istituzionali, la *Guidance*<sup>184</sup> richiede a questi ultimi di essere più presenti nella vita sociale, anche nel caso in cui non ritengano di approvare le strategie adottate nella società, e di impegnarsi in un più attivo coinvolgimento e dialogo con la società e con il *management*, invece di rinunciare all'esercizio dei propri diritti.

In particolare, nel caso in cui il dialogo instaurato con il *management* non abbia prodotto un risultato convincente, gli investitori istituzionali sono chiamati a scegliere, in maniera alternativa, o di astenersi o di esercitare il voto contrario alla risoluzione sottoposta alla loro attenzione. In entrambi i casi, agli stessi si richiede di rendere edotta la società delle loro intenzioni in anticipo e, in ogni caso, al più presto possibile e di spiegare analiticamente la propria posizione, fornendo le relative ragioni giustificatrici.

Ai sensi del terzo comma della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code*<sup>185</sup>, più generalmente, gli investitori istituzionali sono chiamati a divulgare pubblicamente i risultati della votazione che potrebbero essere interessanti e utili per i loro clienti.

Due ulteriori raccomandazioni di cui al quarto e quinto comma della *Guidance* al *Principle 6* del *UK Stewardship Code*<sup>186</sup>, introdotte nella nuova versione del *Code* nel 2012, attengono il

---

<sup>180</sup> *Ivi*, ai sensi del co. 1 della *Guidance* di cui al *Principle 6* è previsto che “*institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board*”.

<sup>181</sup> L'espressione può essere tradotta, letteralmente, come “apatia degli azionisti”. Si segnala in proposito che tale espressione è stata elaborata da parte della dottrina in contrapposizione allo “*shareholder activism*”, ossia “attivismo degli azionisti”, talvolta anche in senso disdegnoso nei confronti dell'atteggiamento posto in essere dagli investitori istituzionali.

<sup>182</sup> Si veda in proposito K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 130.

<sup>183</sup> *Ibidem*, laddove osserva: “*having been considered, fortunately or unfortunately, as part of the problem [...]*”.

<sup>184</sup> Il riferimento è al co. 2 della *Guidance* di cui al *Principle 6*, ai sensi del quale è previsto che: “*if they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why*”.

<sup>185</sup> FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, *op. cit.*: il co. 3 della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code* prevede che “*institutional investors should disclose publicly voting records*”.

<sup>186</sup> *Ivi*, ai sensi dei co. 4 e 5 della *Guidance* di cui al *Principle 6* del *UK Stewardship Code* è previsto che “*institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they*

ricorso ai servizi di “*voting services*” e “*stock lending*”. Queste due istanze sono state al centro del dibattito sull’intermediazione degli altri partecipanti del mercato e ai conseguenti effetti nell’esercizio dei diritti di voto, i quali potrebbero impedire l’efficiente esercizio della *stewardship*<sup>187</sup>.

Con le suddette raccomandazioni, anche il *Code* mira a far in modo che gli investitori istituzionali divulgino, nello specifico riferite al potenziale utilizzo di *proxy voting* o altri servizi affini, *i voting-related services*, allo scopo di aumentare la trasparenza del circolo di connessione con i fornitori di tali servizi.

In maniera particolare, si raccomanda agli investitori istituzionali di descrivere gli scopi di tali servizi e gli estremi identificativi dei fornitori dei servizi e di divulgare le informazioni relative al grado di utilizzo delle raccomandazioni correlate a tali servizi. Infine, esorta gli investitori istituzionali ad essere trasparenti circa la propria posizione in materia di concessione in prestito di azioni<sup>188</sup> e, in particolare, nel caso in cui essi si determinino ad esercitare la *call* sulle azioni prestate e riaverne la disponibilità, al fine di rendere edotti gli investitori sulle strategie adottate in tale ambito.

È opportuno evidenziare, però, che parte della dottrina<sup>189</sup> ritiene che la concessione in prestito delle azioni possa essere considerata, in larga parte, un impedimento all’esercizio di un effettivo attivismo degli azionisti, dato che blocca il potenziale esercizio vigoroso dei diritti di voto ricollegati alle predette azioni.

In Italia l’articolo 3, comma 2, del d.lgs 49/2019, recante l’attuazione della direttiva Ue 2017/828, inserisce nel Tuf la nuova sezione I- *ter*, rubricata “trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto”. In particolare l’articolo 124- *quinquies* richiede a investitori istituzionali e gestori di attivi di mettere a disposizione del pubblico le informazioni in merito all’adozione di una politica di impegno nei confronti delle società partecipate o in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa (*comply or explain*). L’art. 124- *sexies* prevede che gli investitori istituzionali debbano di fornire informazione sulla coerenza dei principali elementi della strategia normativa di investimento in azioni con il profilo e la durata delle proprie passività, nonché sul contributo di tale strategia alla generazione di un rendimento medio-lungo termine dei loro portafogli.

---

*follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock”.*

<sup>187</sup> Si veda, in proposito, K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 131. Ritiene, infatti, che “*as is well known, these two issues were at the centre of the debate regarding the intermediation of other market participants and its effects on the exercise of voting rights which may impede the efficient exercise of stewardship*”.

<sup>188</sup> Letteralmente si fa riferimento a “*stock lending*”.

<sup>189</sup> Il riferimento è, in particolare, a K. SERGAKIS, *op. cit.*, p. 131 “*stock lending is widely considered to be an impediment to the exercise of effective shareholder activism since it blocks a potentially powerful exercise of voting rights*”.

Il nuovo articolo 124-*septies* contiene gli obblighi previsti dalla direttiva in capo ai consulenti in materia di voto e prevede la pubblicazione annuale di una relazione contenente informazioni sulle caratteristiche essenziali delle metodologie e delle fonti informative utilizzate nell'elaborazione di ricerche, consigli e raccomandazioni di voto e sulle procedure volte a garantire la qualità delle ricerche e le qualifiche del personale coinvolto.

L'articolo 124-*octies* richiede ai consulenti in materia di voto di individuare e comunicare ai loro clienti, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle ricerche, dei consigli o delle raccomandazioni di voto, unitamente alle azioni volte ad eliminare, attenuare o gestire tali conflitti.

## CAPITOLO 3

### REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI E SAY-ON-PAY

La crisi dello scorso decennio ha evidenziato come la remunerazione si sia dimostrata uno strumento di grande importanza nell'allineamento degli interessi dei manager con quelli della società, degli azionisti e degli *stakeholder* in generale. Nonostante i notevoli compensi che i manager delle grandi società quotate ricevevano, questi sono stati protagonisti dei più grandi fallimenti della storia, segno che la remunerazione non era strutturata in modo adeguato. Il dibattito si dovrebbe quindi concentrare non tanto sul *tantum* bensì sulla composizione del compenso e sulla sua relazione con la *performance* (Catani & Brian, 2014).

Attraverso la previsione di un più intenso e diretto coinvolgimento degli azionisti nella politica remunerativa, le istituzioni europee perseguono il fine di riallineare l'interesse sociale con quello degli amministratori (cd. *agency problem*)<sup>190</sup>.

A tal proposito è bene ricordare che nell'analisi sulla *corporate governance* ci si imbatte in due diverse teorie di *agency*<sup>191</sup>: la teoria dell'agenzia o *agency theory* propria, e quella dell'amministrazione o *stewardship theory*. Quest'ultima, tipica del sistema di *corporate governance* del Regno Unito, contempla la figura del manager come *steward* o *trustee*, i cui interessi tendono a convergere con quelli del principale. La teoria è fondata sui principi di cooperazione e collettività, in quanto è tipico dello *steward* adoperarsi per raggiungere gli obiettivi dell'organizzazione e non quelli individualistici come invece accade nella teoria dell'Agenzia. Infatti si persegue una diversa forma di motivazione per i manager: questi sono visti come leali alla società ed interessati ad ottenere buone performance avendo come fine ultimo la stima e la riconoscenza dei capi e dei colleghi.

Per creare una relazione di fiducia tra azionisti e manager, però, deve cambiare la struttura organizzativa: si ritiene, infatti, che l'unificazione del ruolo di CEO e del presidente del Consiglio di Amministrazione (*CEO duality*) consenta il raggiungimento di migliori livelli di performance.

A tale scopo, nella *Stewardship theory* il Consiglio di Amministrazione ha una funzione di guida, piuttosto che di controllo dell'operato degli amministratori.

Inoltre, gli amministratori che rimangono vincolati all'impresa per un periodo più lungo di tempo mostrano un più elevato livello di attaccamento alla società e ciò ne incrementa, pertanto, la dedizione.

---

<sup>190</sup> v. L.A. BEBCHUK, J. M., FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economic perspectives*, 2003, [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive\\_comp\\_Agency\\_%20Prob.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf).

<sup>191</sup> JENSEN e MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economic*, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Le due teorie rappresentano due approcci contrastanti alla struttura degli organi societari. La teoria dell'Agenda evidenzia la necessità di un controllo dell'opportunismo manageriale avendo membri del *Board* indipendenti dal CEO e utilizzando incentivi per allineare gli interessi di quest'ultimo con quelli degli azionisti (approccio *control-oriented*). La teoria dell'Amministrazione sottolinea, invece, le conseguenze positive sui rendimenti degli azionisti dovute a strutture di governo che unificano il comando avendo il ruolo di amministratore delegato e presidente del *Board* detenuti dalla stessa persona (approccio *involved-oriented*)<sup>192</sup>.

Peraltro, il *Say on Pay* riconosciuto in favore dei soci viene percepito anche come lo strumento per il perseguimento dell'obiettivo di ridimensionamento dei compensi degli amministratori, nell'ottica di un loro allineamento sia con le *performance* dell'impresa, sia con la sostenibilità della stessa in un'ottica di lungo periodo<sup>193</sup>.

La soluzione offerta dall'attuale Proposta di Direttiva per il perseguimento delle menzionate finalità consisterebbe nell'obbligo a carico degli Stati membri d'introdurre, nella disciplina delle società quotate, la previsione di una manifestazione di volontà dei soci (non vincolante) sulla politica remunerativa della società con cadenza almeno triennale (o quinquennale, secondo quanto proposto dal Consiglio) [v. art. 9 a)]; nonché di una successiva e non vincolante pronuncia assembleare concernente la relazione annuale dei compensi su base individuale, e, dunque, l'implementazione concreta della suddetta *policy* [art. 9 b)]. Sia la

---

<sup>192</sup> LAWLER, *High involvement management*, ed. Jossey-Bass, 1986; LAWLER, *The ultimate advantage*, ed. Jossey-Bass, 1992.

<sup>193</sup> L'analisi della prassi societaria, europea e statunitense, ha dimostrato che rilevanti pericoli per le imprese risiedono nelle dimensioni esorbitanti dei compensi dei gestori e dei trattamenti legati all'eventuale cessazione dalla carica e/o interruzione del rapporto di amministrazione (cd. *golden parachutes*), nonché, e soprattutto, nel ricorso a forme variabili e incentivanti di retribuzione, quali azioni, *stock options*, bonus monetari, etc. Queste ultime, in particolare, rappresentano tecniche retributive che, in assenza di efficaci controlli endosocietari e/o di mercato, possono indurre i beneficiari ad assumere rischi eccessivi, privilegiando il conseguimento di una elevata redditività delle azioni nel breve periodo, a scapito di una stabilità economico-finanziaria dell'impresa legata ad obiettivi di lungo periodo. Per i termini del dibattito, nella vasta letteratura italiana e straniera dedicata all'argomento, si veda: AA.VV., *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA, R. LENER, A.G.E., 2, 2014; L. BEBCHUK, J.M. FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004 (oggi anche nella versione italiana *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, con prefazione e traduzione italiana a cura di D. SANTOSUOSSO, Torino, Giappichelli, 2010); M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 702 ss.; D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, 341 ss.; A. L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005; G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 62, 2, 431 ss. (reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1707344>); G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, 10, 1; G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in *ECGI-Law*, WP N. 126/2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1418403](http://ssrn.com/abstract_id=1418403); S. THOMAS RANDALL, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Amatucci, Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss.

politica remunerativa, sia il report annuale sui compensi saranno soggetti ad intense forme di *disclosure*, finalizzate a garantire una corretta informazione per gli investitori ed il mercato<sup>194</sup>.

### 3.1. Diritto di voto sulla politica di remunerazione

La materia dei compensi degli amministratori di società quotate ha acquisito negli ultimi anni rilievo sempre più crescente, attirando l'attenzione sia dei legislatori sia della letteratura giuridica ed economica.

Diversi studi empirici<sup>195</sup> hanno evidenziato l'inarrestabile aumento dei livelli retributivi, in termini sia assoluti che relativi. Le ragioni di una simile attenzione sono indubbiamente da ricercarsi, in un primo momento, negli scandali societari di inizio secolo (a partire dal caso Enron) poi, nella crisi che ha investito l'economia globale nel 2008 e infine nella circostanza che al conseguente ridimensionamento del valore degli investimenti azionari si sia accompagnato, non una contrazione, ma un aumento della remunerazione dei *manager*.

Infatti, la letteratura che si è occupata dell'argomento ha evidenziato il ruolo svolto in queste vicende sulla modifica delle tecniche di remunerazione dei dirigenti iniziata nel corso degli anni Novanta del secolo scorso, quando si è cominciato a registrare un maggiore ricorso agli incentivi azionari e i compensi dei *manager* sono stati correlati al capitale, invece che agli utili<sup>196</sup>. In tal modo si è notato che le tecniche di retribuzione e i sistemi di incentivazione usati nella prassi, hanno avuto un notevole peso nell'adozione da parte degli amministratori di scelte gestionali finalizzate alla produzione di effetti immediati sui corsi azionari, allo scopo di massimizzare la propria remunerazione, ma anche con la conseguenza di provocare l'emersione di utili che non hanno trovato conferma negli esercizi successivi oppure di generare perdite, compromettendo, così, la stabilità aziendale<sup>197</sup>.

---

<sup>194</sup> La politica sulla remunerazione, a seguito della consultazione assembleare, dovrebbe essere pubblicata senza ritardo sul sito internet della società [art. 9 a).4]. La relazione sulle retribuzioni è parte integrante della relazione sul governo societario, che le società quotate dovrebbero pubblicare in conformità all'articolo 20 della Dir. 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 (v. art. 2.1, della proposta di direttiva). In linea generale, si osserva che la trasparenza rappresenta un obiettivo prioritario delle istituzioni europee sul presupposto della capacità del mercato di orientare efficacemente la condotta di tutti gli operatori: v. F. DENOZZA, *Quale quadro*, (n. 7), 2 ss. e 11 ss.

<sup>195</sup> Un Autore ha mostrato come, a cavallo tra gli anni '80 e gli anni '90, l'incremento dei contributi accademici dedicati allo studio della remunerazione degli amministratori esecutivi sia stato addirittura superiore al tasso di crescita della remunerazione medesima; cfr. K. J. MURPHY, *Executive Compensation*, cit., p. 2487.

<sup>196</sup> Così, J. COFFEE, *Il cedimento degli "intermediari reputazionali" e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. AMATUCCI, *I controlli esterni nelle società quotate*, Milano, 2005, p.23.

<sup>197</sup> Sul rapporto tra sistemi di incentivazione dei *manager* e crisi finanziaria, si veda C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2009, p. 559; C. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, cit., p. 988; V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in P. BENAZZO – M. CERA – S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi: innovazioni e persistenze: studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, pp.651 ss.; J. GORDON, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1, 2012, p. 838.

L'opinione prevalente sul tema è che gli attuali livelli retributivi non sono da criticare di per sé, in quanto eccessivamente generosi: si ritiene che un pacchetto retributivo efficacemente strutturato, collegato agli obiettivi strategici dell'impresa e che incentivi la creazione di valore per la società nel medio-lungo periodo, senza dubbio svolga un ruolo fondamentale nel contenimento degli *agency cost* e in generale per la crescita e la stabilità aziendale, anche dove risulti quantitativamente elevato<sup>198</sup>.

In questa prospettiva, i legislatori nazionali e sovranazionali si sono convinti che nella prassi i meccanismi di retribuzione sono diventati troppo complessi, incentrati su obiettivi a breve termine, che abbiano dato luogo, così, a remunerazioni “irragionevoli” perché non giustificate dai risultati conseguiti né tantomeno dal tasso d'inflazione o dai livelli di capitalizzazione azionaria<sup>199</sup>. In sostanza, si è diffusa la convinzione che la corrente fisionomia dei pacchetti retributivi produca un trasferimento di ricchezza a favore degli amministratori e a scapito dei soci, in quanto esito di un processo di autodeterminazione all'interno dell'organo amministrativo<sup>200</sup>.

---

<sup>198</sup> Il punto è sostanzialmente pacifico in dottrina: v. *ex multis*, si veda L. BEBCHUK – J. FRIED, *Pay without Performance*, cit., p. 8 («*We would accept compensation at current or even higher level as long as such compensation, through its incentive effects, actually serve shareholders*»). Lo stesso dicasi per i documenti di carattere istituzionale: a livello europeo, v. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Final Report*, 4 novembre 2002, p. 65 («*Within an appropriate regime, remuneration in shares and rights to acquire share can still make a useful contribution to the alignment of interests of executive directors with the interests of the shareholders*»); quanto al Regno Unito, v. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Executive Remuneration. Discussion Paper*, settembre 2011, p. 6 («*The Government is very clear that generous rewards for leading executives are not an issue. Executive remuneration that is well structured, clearly linked to objectives of a company, and which rewards executive that contribute to the long-term success of that company, is an important way of promoting business stability and growth*»).

<sup>199</sup> In questo senso si esprime la Raccomandazione 2009/385/CE, nonché il DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Discussion paper*, cit., p. 10, ove si osserva (relativamente alla retribuzione dei CEO delle società dell'indice FTSE100) che l'incremento dei compensi non mostra alcuna connessione con le fluttuazioni dei corsi azionari, con il tasso d'inflazione, con il livello di utili per azione (e quindi con i profitti ottenuti dagli investitori), concludendo quindi che «*[...] the structure of remuneration does not incentivise directors to act in the long term interests of a company [...]*» e che «*[...] the level of remuneration may represent excessive reward for the performance observed*». Per simili osservazioni si veda anche HIGH PAY COMMISSION, *Cheques With Balances: why tackling high pay is in the national interest*, novembre 2011, p. 44 («*Salary growth over the last ten years bears no relation to market capitalisation, earnings per share or pre-tax profit. There is no, or little, relation between the total earnings trend and market capitalisation*»).

<sup>200</sup> In dottrina non è mancato il tentativo di fornire una spiegazione alternativa ad una simile crescita della remunerazione degli amministratori esecutivi, argomentando alla luce del normale incontro tra domanda e offerta nel mercato dei servizi manageriali (v. R. THOMAS, *Explaining the International CEO Pay-Gap: Board capture or Market Driven*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 57, 2004, pp. 1171 e ss.). Tuttavia, appare evidente come la tesi del potere manageriale costituisca oramai il sostrato teorico degli interventi legislativi nazionali (e europei) in materia di remunerazione: così anche D. KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford, 2009, p. 271 («*UK regulators have in recent years viewed these increases primarily through the lens of managerial abuse of power*»); M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, Quaderni di finanza CONSOB n. 76, febbraio 2014, p. 9 («*Actually, the competing rent extraction view seems to show a stronger explanatory power by hypothesizing that managers are able to influence the pay process to their own benefit*»); H. WELLS, *U.S. executive compensation in historical perspective*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012, p. 52 («*Whatever the merits of these academic camps, the managerial power view more closely fitted public perceptions of executive pay*»).

Una volta capito che gli ingenti compensi percepiti dagli amministratori erano dovuti alla posizione ricoperta da questi nella società, gli ordinamenti nazionali, invece di focalizzare il proprio intervento direttamente sui parametri utilizzati per determinare la portata di tale compenso, hanno deciso di concentrarsi sulle modalità con cui, all'interno della società, viene ripartita la competenza per le decisioni in merito. L'obiettivo perseguito è stato quello di garantire che la remunerazione fosse frutto di una negoziazione bilanciata e corretta, creata attraverso un dialogo tra i diversi organi sociali e non frutto della piena autoreferenzialità dei consigli di amministrazione.

In tale prospettiva, va letta l'introduzione di regole volte ad arricchire e a qualificare il processo negoziale di passaggi procedurali, dando in tal modo agli azionisti ed agli amministratori indipendenti un maggior peso, dati i rilevanti effetti che gli accordi retributivi possono avere sugli assetti societari e sulla redditività e sul valore delle azioni, e, in ogni caso, in funzione della riduzione o dell'azzeramento delle rendite extraprofitto.

A tal fine sono state create regole finalizzate a rafforzare l'indipendenza del *board* e ad imporre la presenza al suo interno di un comitato per la remunerazione, con poteri di raccomandazione, proposta e consulenza in materia, nonché, per quel che rileva maggiormente in questa sede, la previsione di un voto assembleare sulla remunerazione degli amministratori esecutivi: il c.d. *Say on Pay*.

Accanto a queste norme, volte ad incidere sul riparto di competenze, si è anche voluta garantire la piena trasparenza su ogni elemento utile a comprendere come si concepisce e si delinea la remunerazione. I due momenti, informativo da un lato, deliberativo dall'altro, benché distinti, sono infatti tra loro funzionalmente collegati, dal momento che proprio grazie all'anticipata informazione il socio è posto in condizione di partecipare consapevolmente alla votazione assembleare ed esprimere, così, il proprio giudizio sull'oggetto della delibera.

In seguito ai numerosi scandali finanziari che, analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, hanno travolto l'Europa, quest'ultima ha intrapreso un percorso legislativo mirato a riformare in generale la *corporate governance* delle società quotate, così da scongiurare il rischio di nuovi scandali finanziari e garantire il perseguimento dell'obiettivo di creazione di valore nel medio-lungo periodo. A tal scopo, perciò, il legislatore europeo è quindi intervenuto anche sul tema della remunerazione degli amministratori esecutivi.

I primi interventi sono stati promossi dalla Commissione Europea con l'emanazione della Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo intitolata "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire*", adottata il 21 maggio 2003 e nata dalle conclusioni raggiunte nel *Final Report* dell'*High Level Group of Company Law Expert*, in cui si raccomandava l'adozione di una disciplina che

assicurasse, *inter alia*, un'adeguata informazione nei conti annuali in merito alla politica delle remunerazioni e alla struttura dei compensi percepiti dai singoli amministratori, nonché l'approvazione preventiva da parte degli azionisti dei piani di compensi basati su azioni o opzioni su azioni<sup>201</sup>. Già nel *Final Report*, però, erano state espresse autorevoli riserve circa l'opportunità di imporre a livello paneuropeo un voto assembleare sulle politiche di remunerazione, prevedendosi che gli effetti di un simile voto sarebbero mutati a seconda del singolo ordinamento (e del relativo modello di *corporate governance*)<sup>202</sup>.

Successivamente la Commissione Europea ha adottato alcune Raccomandazioni: l'approccio adottato dalle istituzioni europee si basa sull'assunto che, mentre il disegno dei compensi è rimesso all'autonomia imprenditoriale della singola società, l'accordo sul compenso dovrebbe fornire incentivi sufficienti per l'allineamento degli interessi, con un ruolo rafforzato per gli amministratori indipendenti e gli azionisti<sup>203</sup>.

Innanzitutto si deve analizzare la Raccomandazione 2004/913/CE che promuove un regime di remunerazione adeguato, invitando anche le società a rendere pubbliche, tramite una dichiarazione contenuta nella relazione annuale o in una relazione apposita, le informazioni generali sulla politica delle remunerazioni degli amministratori. Queste informazioni implicitamente promuovono una remunerazione più incentivante, in particolare accentuando la trasparenza su: il collegamento tra remunerazione e *performance*, i parametri della *performance*, le ragioni dei *bonus*, la proporzione tra componente variabile e fissa del compenso e l'*iter* seguito per la determinazione della remunerazione. In aggiunta, dovrebbero formare oggetto di informazione anche la remunerazione totale nonché le altre prestazioni accordate ai singoli amministratori.

Infine, si esorta a richiedere un voto (vincolante o consultivo) dell'assemblea sulla dichiarazione contenente le informazioni di cui sopra; si raccomanda invece un'approvazione assembleare (con effetto giuridico vincolante, quindi) per la corresponsione agli amministratori di remunerazioni basate su azioni, opzioni su azioni o variazioni di prezzo su azioni.

Successivamente con la Raccomandazione 2005/162/CE, la Commissione si è concentrata sul tema del ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, dei membri del consiglio di

---

<sup>201</sup> Il *Final report* dell'*High Level Group of Company Law Expert* è stato pubblicato il 4 novembre 2002 ed è consultabile in versione digitale all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>202</sup> *Final report*, cit., p. 65 («*We do not believe a shareholder vote on the remuneration policy generally should be an EU requirement, as the effects of such a vote can be different from Member State to Member State*»).

<sup>203</sup> Per un breve commento sul contenuto di tali raccomandazioni si veda: N. BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Società*, 10, 2005, pp. 1315 e ss.; G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione*, cit., p. 618; A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell'ordinamento italiano*, cit., p. 748.

sorveglianza delle società quotate e dei comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza. Nella Raccomandazione si delinea nitidamente l'idea, che la vigilanza da parte di un consiglio indipendente, dotato effettivamente di risorse e capace di opporsi alle decisioni degli amministratori, sia in grado di proteggere gli interessi degli azionisti e di ridurre i costi di agenzia provocati dai compensi<sup>204</sup>.

A tal fine raccomanda, quindi, nell'organo amministrativo la presenza, in modo equilibrato, di amministratori con incarichi esecutivi e di amministratori senza incarichi esecutivi, affinché nessuno di essi possa dominare l'adozione di decisioni da parte dell'organo cui appartengono. Si invita altresì le società alla creazione, all'interno del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza), di comitati operanti nelle tre aree suscettibili di conflitti di interesse: nomina, retribuzione degli amministratori e revisione dei conti. Questi comitati dovrebbero essere composti esclusivamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

In particolare, per quanto riguarda al comitato per la remunerazione, questo dovrebbe quantomeno formulare proposte al consiglio di amministrazione sulla politica di remunerazione degli amministratori con incarichi esecutivi, sulle remunerazioni individuali sulle forme di controllo da predisporre.

Infine, la Commissione ha integrato le suddette Raccomandazioni con la Raccomandazione 2009/385/CE e, tentando di allineare l'azione degli amministratori agli interessi a lungo termine della società, ha dettato alcuni criteri di massima per la pianificazione della struttura del compenso.

La ragione dell'introduzione del voto assembleare sulle politiche di remunerazione è quindi quella di rendere gli amministratori più responsabili nei confronti dei soci, ossia di incrementarne l'*accountability*: in presenza di un simile potere di *voice*, si può prevedere che il consiglio di amministrazione, ogniqualvolta vada a fissare gli incentivi per gli amministratori esecutivi, consideri debitamente anche gli interessi dei soci, atteso che sarà poi tenuto a rendere conto delle proprie scelte in sede assembleare.

Tuttavia, la compagine azionaria della *public company* è rappresentata da investitori individuali, detentori di una ridotta partecipazione sociale e quindi privi di incentivi e/o di risorse per esercitare un'attività di monitoraggio sull'operato dell'organo di gestione. Quindi il problema di "azione collettiva" e il conseguente paradigma comportamentale di "apatia

---

<sup>204</sup> V. Considerando n. 7, ove si mette anche in luce il diverso ruolo che gli amministratori privi di incarichi esecutivi sono chiamati a svolgere a seconda del grado di concentrazione proprietaria caratterizzante la singola società. Così, nelle società ad azionariato diffuso, lo strumento dell'amministratore non esecutivo è impiegato per far sì che gli amministratori siano responsabili nei confronti di azionisti deboli. Viceversa, nelle società ad azionariato concentrato, assume maggiore importanza la maniera in cui assicurare che nella gestione della società si tenga sufficientemente conto degli interessi degli azionisti di minoranza. Sul punto, v. anche \_ G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione*, cit., p. 620.

razionale” assunto dal singolo socio, per il quale la partecipazione assume un significato prettamente finanziario, sono fattori che escludono che questi divenga parte attiva nei confronti della società (per modificarne le regole organizzative interne) o degli amministratori (per modificarne le politiche di gestione)<sup>205</sup>. Infatti, l’azionista insoddisfatto, invece di esercitare i propri diritti di *voice*, preferirà disinvestire la propria partecipazione sociale.

A causa del fenomeno di “separazione tra proprietà e controllo” e dello strutturale conflitto d’interessi tra soci e amministratori si pone la necessità di ricorrere alla funzione incentivante della remunerazione e, di conseguenza, di evitare abusi degli amministratori nella relativa fissazione.

L’intervento del legislatore è giustificato proprio in ragione del fatto che gli azionisti non sono sufficientemente incentivati a vigilare sul *management* e a scongiurare il rischio di comportamenti opportunistici.

*Rebus sic stantibus*, la previsione di un voto assembleare in materia di remunerazione parrebbe difficilmente funzionale al suddetto superamento problema. Dato che il “fallimento del mercato” è dovuto al disinteresse del socio-risparmiatore, una soluzione mirata al rafforzamento del suo potere di *voice* appare anacronistica, dal momento che il singolo azionista rimarrebbe nella sua “apatia razionale”, poco incline all’esercizio dei suoi diritti sociali.

Il rafforzamento del ruolo assembleare, in materia di compensi degli amministratori e non solo, considera la trasformazione della compagine azionaria delle società quotate sui mercati europei. Il modello societario descritto da Berle e Means<sup>206</sup>, infatti, non corrisponde più alla fisionomia delle grandi imprese moderne: la proprietà azionaria, prima diffusa tra il pubblico dei risparmiatori, è ora concentrata nelle mani degli investitori istituzionali<sup>207</sup>. Secondo le aspettative della dottrina<sup>208</sup>, un mutamento tale della distribuzione della proprietà azionaria avrebbe dovuto condurre ad un mutamento del tipo di capitalismo, intermediato da

---

<sup>205</sup> Questa definizione di attivismo degli azionisti (o “*shareholder activism*”) fornita da B. BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol.3, New York, 1998, p. 459.

<sup>206</sup> BERLE e MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, ed. Transaction Publishers, 1932.

<sup>207</sup> Con riferimento al Regno Unito, la riduzione della proprietà azionaria detenuta dagli investitori individuali (nazionali) è stata ancora più accentuata: dal 54% (nel 1963) al 12% (nel 2014), cfr. OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS, *Ownership of quoted shares for UK domiciled companies, 2014*, 2 settembre 2015. Le azioni detenute dagli investitori stranieri hanno inoltre registrato un incremento esponenziale, dal 7% (nel 1963) al 54% (nel 2014). Tuttavia, le evidenze fornite dall’ONS non operano alcuna distinzione in seno alla categoria degli “investitori stranieri” (tra investitori individuali, fondi pensione, ecc.), rendendo così estremamente difficile rilevare il peso assunto dalle diverse categorie di investitori a livello nazionale.

<sup>208</sup> V. A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in *U. Mich. J. L. Ref.*, 22, 1988, p. 117 ove si osserva «*The growing power of institutional investors and the shrinking power of individual investors suggest the possibility, and perhaps even the inevitability, of a system of corporate governance in which institutional investors would take a leading role in determining the purposes for which major corporations will be managed*»; B. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA*, 39, 1991, p. 830

professionisti in grado di vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale, nel senso di massimizzazione del rendimento azionario.

Simili aspettative, tuttavia, sono rimaste sinora largamente disattese<sup>209</sup>.

Anche se, da un lato, la titolarità di una partecipazione sociale mediamente maggiore contribuisce a ridurre i costi di coordinamento tra gli investitori e, allo stesso tempo, a rendere meno convenienti le opzioni alternative all'attivismo, vale a dire il disinvestimento o il disinteresse; dall'altro esistono diversi fattori capaci di esercitare una forza uguale e contraria sulla propensione all'attivismo degli investitori. Tali fattori hanno a che fare con le modalità di svolgimento del rapporto tra intermediari e i loro clienti relativamente all'attività d'investimento svolta nell'interesse di questi ultimi, dove si verifica l'insorgere di nuovi e ulteriori problemi di *agency* in aggiunta a quelli già noti in seno alla *public company*<sup>210</sup>.

Così mutato il quadro della compagine azionaria delle società quotate, l'obiettivo del legislatore europeo è divenuto appunto quello di incoraggiare queste categorie di azionisti ad assumere un ruolo maggiormente attivo in merito alle questioni concernenti il governo societario e ad interessarsi alla creazione di valore di lungo periodo per la società. In questo senso devono essere letti gli interventi che mirano a rendere doveroso per gli investitori istituzionali l'esercizio del diritto di voto nell'interesse dei propri clienti<sup>211</sup> nonché gli interventi volti a diminuire i costi connessi all'attivismo, favorendo più trasparenza sul mercato, imponendo agli emittenti obblighi di *disclosure* più ampi oppure estendendo i poteri di *voice* dei soci.

---

<sup>209</sup> Cfr. S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, in S. BAINBRIDGE (a cura di), *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012, p. 243; R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 887, ove si osserva che nelle stagioni assembleari 2007-2008-2009 delle società dell'indice *Russel 3000*, solo ottantaquattro delibere (pari al 4.5% del totale delle delibere assunte su iniziativa dei soci) sono state proposte da investitori istituzionali: di queste, solo diciassette (pari allo 0.9%) concernevano questioni di governo societario.

<sup>210</sup> Il rischio, pertanto, è che gli investitori istituzionali e i *manager* che ne gestiscono gli investimenti (“*money manager*”) perseguano interessi divergenti da quelli dei propri clienti; interessi che quindi possono condurre ad omettere l'attività di vigilanza sulla società partecipata perché onerosa, poco profittevole o incompatibile con la strategia d'investimento seguita dall'intermediario. Per un'approfondita analisi dei problemi di *agency* peculiari del “capitalismo intermediato” dianzi descritto, v. R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., p. 889; S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, cit. p. 243 («*Cost-benefit analysis suggests that activism is not a game worth playing for most institutional investors*»); J. COFFEE, *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Colum. L. Rev.*, 91, 1991, pp. 1318 ss.; E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 79, 1991, p. 452 («*While the increased role of institutional investors ameliorate the classic collective action problems, it does so by means of agents, in house and outside money managers. With agents come agency costs, and this new version of the agency problem – the potential divergence of interests between money managers and their principals – threatens the collective action gains from increased concentration of shareholding*»).

<sup>211</sup> Sia pur privi di efficacia vincolante, si vedano: con riferimento al Regno Unito, FIN. REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012 («*An institutional investor's duty is to act in the interests of its clients and/or beneficiaries*», *ivi*, *Principle n. 2*); con riferimento all'Unione europea, COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: il Quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM (2011) 164 def (ove si discute il tema della mancanza di impegno attivo da parte degli azionisti).

### 3.1.1. Segue: il *Say On Pay* nel Regno Unito

Il Regno Unito è stato il primo Paese in Europa ad introdurre nel proprio ordinamento un voto assembleare sui compensi spettanti agli amministratori<sup>212</sup>. Il legislatore britannico, intervenendo nuovamente sulla materia, ha rivoluzionato totalmente la fisionomia del suo *Say on Pay*. La prima versione della disciplina, entrata in vigore nell'agosto del 2002, prevedeva l'obbligo per ciascuna società quotata di redigere una relazione (“*directors’ remuneration report*”, o “DRR”) contenente dettagliate informazioni sulla retribuzione dei componenti dell'organo gestorio<sup>213</sup>. Tale relazione doveva poi essere sottoposta al vaglio dell'assemblea, annualmente, per permettere a quest'ultima di esprimersi in merito con un voto meramente consultivo. I risultati prodotti da questa nuova strategia hanno aperto un acceso dibattito in letteratura, tranne che per un aspetto: infatti, fin dalla sua adozione, il modello non vincolante del *Say on Pay*, ha fatto registrare un'elevata percentuale di approvazione assembleare. La maggioranza dei soci ha espresso il proprio dissenso solo in dodici casi dal 2002 al 2009<sup>214</sup> e il dissenso così manifestato, a volte ha indotto il *board* a rivedere la propria politica di remunerazione<sup>215</sup>, altre è rimasto del tutto inascoltato<sup>216</sup>.

---

<sup>212</sup> Non a caso, la letteratura giuridica e gli studi empirici dedicati alle potenzialità del *Say on Pay* hanno concentrato la propria attenzione quasi esclusivamente sull'esperienza britannica. *Ex multis*, v. J. GORDON, “*Say on Pay*”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, in *Harv. J. Legis.*, 46, 2009, pp. 323 ss.; S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, The Millstein Center for corporate governance and performance, Yale School of Management, 2007; F. FERRI – D. A. MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, in *Rev. Financ.*, 17, 2013, pp. 527 ss.

<sup>213</sup> Sullo specifico contenuto prescritto per la relazione nel regime previgente, v. P. DAVIES – S. WORTHINGTON, *Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law*, London, 2012, p. 406.

<sup>214</sup> Con riferimento alle stagioni assembleari dal 2002 al 2008, v. D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009, pp. 28-33, copia digitale disponibile all'indirizzo [https://www.rpmi.co.uk/docs/defaultsource/sustainable-ownership-library/say\\_on\\_pay\\_six\\_years\\_on.pdf?sfvrsn=2](https://www.rpmi.co.uk/docs/defaultsource/sustainable-ownership-library/say_on_pay_six_years_on.pdf?sfvrsn=2); con riferimento alla stagione assembleare del 2009, v. SHAREHOLDER FORUM, *Say on Pay Facts and Background*, p. 6, copia digitale disponibile all'indirizzo [http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325\\_AFSCME.pdf](http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325_AFSCME.pdf).

<sup>215</sup> Il caso più celebre è senz'altro quello che ha visto protagonista, nel 2003, la società farmaceutica GlaxoSmithKline (“GSK”), la cui assemblea espresse (con il 50,7% dei voti) parere contrario al *remuneration report* ove, tra l'altro, era contemplato un “*golden parachute*” per l'amministratore delegato pari a £35 milioni. Nonostante la mera natura consultiva del voto, il consiglio di amministrazione apportò sostanziali modifiche alla politica di remunerazione, con una rilevante riduzione del “*golden parachute*” spettante al CEO. Sul punto, v. *Revolting Shareholders*, *Economist*, 22 maggio 2003; P. HODGSON, *A Brief History of Say on Pay*, in *Ivey Business Journal*, Settembre/Ottobre 2009, disponibile sul sito <http://iveybusinessjournal.com/publication/a-brief-history-of-say-on-pay/>.

<sup>216</sup> Nel maggio del 2009, i soci rappresentanti il 59% del capitale sociale della Royal Dutch Shell votarono in senso contrario al *remuneration report* relativo al precedente esercizio sociale, come segno di protesta contro la corresponsione di *bonus* ai *manager* nonostante il mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* prefissati. La politica retributiva, infatti, prevedeva che l'assegnazione di azioni agli amministratori era subordinata all'evento che la società si classificasse almeno terza in un paniere di dieci imprese concorrenti. Nel 2009, benché la società si fosse collocata quarta, il comitato per la remunerazione decise egualmente di corrispondere il *bonus* agli amministratori. In questo caso, quindi, nonostante il livello di dissenso manifestato dai soci fosse il quinto più elevato nella storia del *Say on Pay nel Regno Unito*, il *board* non modificò la sua decisione. A tal proposito, cfr. J. HERRON, *Controversial Head of Shell Remuneration Committee to Retire*, *Dow Jones Newswire*, 11 settembre 2009; D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009, cit., pp. 28-33.

Nel 2012, l'*Enterprise and Regulatory Reform Act* ha apportato notevoli modifiche alla versione inglese del *Say on Pay*. La riforma è entrata in vigore nell'ottobre del 2013 e ora prevede che il *directors' remuneration report* di ciascuna società quotata debba suddividersi in due distinte sezioni: nella prima ("*remuneration policy*") è indicata la politica proposta dalla società per la retribuzione da corrispondere in futuro agli amministratori, siano essi con o senza incarichi esecutivi; nella seconda ("*implementation report*") l'organo di gestione deve rendere conto di come la vigente politica di remunerazione sia stata implementata nell'ultimo esercizio sociale, fornendo anche informazioni ai soci sulla retribuzione effettivamente corrisposta ai singoli amministratori (esecutivi e non). Entrambe le sezioni che concorrono a formare la DRR sono sottoposte alla valutazione assembleare, seppur con votazioni aventi differente efficacia giuridica.

Sulla *remuneration policy*, ai soci è riconosciuto un voto vincolante, che dev'essere espresso una volta ogni tre anni (o prima, se si intende apportare modifiche alla politica di remunerazione già approvata)<sup>217</sup>. I compensi corrisposti agli amministratori dovranno essere quindi conformi alla politica che abbia ricevuto il *placet* assembleare; in caso di violazione, l'amministratore sarà costretto a ripetere la remunerazione ricevuta e i componenti del *board* che abbiano concorso all'approvazione del pagamento saranno chiamati a rispondere dei danni arrecati alla società. L' *implementation report* è invece sottoposto ad un voto meramente consultivo dei soci, con cadenza annuale<sup>218</sup>: ne consegue che l'efficacia della remunerazione da corrispondere a ciascun socio, conforme alla politica retributiva vigente, non è subordinata al buon esito della deliberazione assembleare<sup>219</sup>.

Quindi, una società quotata deve dare ai suoi azionisti l'opportunità di approvare una relazione annuale sulla remunerazione dei propri amministratori una volta all'anno mediante una risoluzione ordinaria presso la sua assemblea generale annuale e deve comunicare agli azionisti la propria intenzione di trasferire tale risoluzione in quella riunione (CA 2006, sezioni 439 (1) e (4)). La società deve inoltre comunicare ai propri azionisti l'intenzione di

---

<sup>217</sup> V. *Companies Act* 2006, Sec. 422A. In caso di mancata approvazione assembleare, la società dispone di tre alternative: *i*) può limitarsi a rispettare l'ultima politica retributiva adottata dall'assemblea e correntemente in vigore; *ii*) può rispettare la politica retributiva vigente e unitamente richiedere l'approvazione assembleare per specifici compensi che si intende corrispondere discostandosi dalla politica medesima; *iii*) può convocare una nuova assemblea per l'approvazione di una diversa proposta di politica retributiva. Così, DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms: Frequently Asked Questions*, Marzo 2013, p. 10, disponibile in versione digitale all'indirizzo [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf).

<sup>218</sup> V. *Companies Act* 2006, Sec. 422. Laddove l'*implementation report* non ottenga un voto favorevole nello stesso anno in cui la *remuneration policy* non è stata approvata, la società non potrà limitarsi a rispettare la preesistente politica di remunerazione ma quest'ultima (benché già approvata) dovrà essere nuovamente sottoposta al vaglio assembleare l'anno successivo; così DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms*, cit., pp. 4 e 8.

<sup>219</sup> Cfr. *Companies Act* 2006, Sec. 422, par. (5) («*No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section*»).

voler approvare, con una risoluzione ordinaria, la politica di remunerazione degli amministratori almeno ogni tre anni (CA 2006, sezione 439A (1)). Inoltre, le sezioni 227B e 227C CA 2006 vietano a una società quotata di effettuare il pagamento di compenso o per la perdita della carica sociale, a meno che tale pagamento sia coerente con la politica di remunerazione approvata, o sia stato altrimenti approvato dagli azionisti. Secondo la Listing Rule 9.4.1.R i piani di incentivazione a lungo termine e i piani di azionariato dei dipendenti per le società quotate in genere richiedono una specifica approvazione, separata da quella che gli azionisti esprimono sulla politica di remunerazione.

L'inosservanza dei requisiti previsti dal *Companies Act 2006*, sezioni 439 e 439A comporta la commissione di un illecito da parte dell'amministratore in *default* (secondo quanto disposto dal CA 2006, sezione 440 (1)). Costituisce illecito anche la mancata proposizione a voto in assemblea delle delibere amministrative (CA 2006, sezione 440 (2)). La violazione delle disposizioni contenute nella sezione 440 del *Companies Act 2006* potrebbe essere sanzionata con una pena pecuniaria, applicata agli amministratori della società, non superiore a £ 1.000 (CA 2006, sezione 440 (1), (2) e (4)). Gli azionisti che detengono il 5% o più del capitale sociale con diritto di voto possono anche richiedere una votazione su qualsiasi questione nell'ambito della procedura di richiesta delle riunioni generali prevista dalla CA 2006, sezione 303.

L'attuale versione britannica del *Say on Pay* ha contribuito a ridefinire il riparto delle competenze nella società per quel che concerne le decisioni relative alla retribuzione degli amministratori. Infatti, se da un lato l'assemblea viene così ad assumere un ruolo fondamentale nella definizione della politica remunerativa, dall'altro il comitato per la remunerazione e, con esso, il consiglio di amministrazione, mantiene la piena autonomia nello stabilire i dettagli del singolo pacchetto retributivo, compresi *bonus* e trattamento di fine mandato.

La soluzione adottata dalla Gran Bretagna per il recepimento delle Raccomandazioni europee rappresenta una soluzione ben equilibrata ed efficacemente percorribile, nella misura in cui non vincola in maniera eccessiva il consiglio di amministrazione, consentendogli di implementare più liberamente la politica remunerativa, attenendosi, però, sempre ai principi della *policy* retributiva in precedenza approvata dall'assemblea, e a rendere noto, nel caso in cui i soci abbiano reso un parere negativo sulla relazione sulla retribuzione, in che modo si sia tenuto conto di tale dissenso nella redazione della relazione successiva.

Tuttavia, bisogna notare che questa soluzione non osta concretamente al pagamento dei compensi individuali, anche nel caso in cui fosse eventualmente intervenuto il voto contrario dei soci sul *report* annuale sulle remunerazioni, anche se si impone agli amministratori di

attenersi, nell'esecuzione dei pagamenti, a quanto previsto dalla *policy* remunerativa (sottoposta precedentemente ad approvazione vincolante dell'assemblea). L'applicazione corretta di tale dato testuale, potrebbe comportare l'inefficacia di eventuali corrispettivi erogati in modo difforme alla *policy* approvata, con la conseguenza di affiancare all'ormai poco efficace strumento risarcitorio nei confronti degli amministratori, una più soddisfacente tutela reale<sup>220</sup>.

### 3.1.2. Segue: il *Say on Pay* in Italia

L'approvazione del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, ha rappresentato l'atto finale di un processo, che, iniziato nel passato, ha portato all'emanazione di numerosi provvedimenti riguardanti la remunerazione degli amministratori di società quotate.

Come visto in precedenza, l'importanza assunta dall'argomento negli ultimi anni, a cause della crisi finanziaria internazionale, ha portato le istituzioni europee a intervenire in materia di remunerazione. Gli studi condotti dall' *High Level Group of Company Law Expert* hanno dato vita alla Raccomandazione 2004/913/CE (finalizzata a promuovere un regime adeguato di remunerazione, sollecitando gli Stati membri a riconoscere all'assemblea un voto vincolante o consultivo in merito), alla Raccomandazione 200/162/CE (improntata sul ruolo degli amministratori privi di incarichi esecutivi e contenente indicazioni sulla composizione, il ruolo e il funzionamento del comitato per la remunerazione) e alla Raccomandazione 2009/385/CE, che integra le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE e con la quale sono stati stabiliti specifici criteri per la pianificazione della struttura del compenso.

Tali interventi, pur prevedendo un recepimento solo facoltativo, hanno inciso fortemente sul diritto societario nazionale attraverso l'adozione di numerosi provvedimenti dotati di diverso grado di cogenza, sia sul tema della *governance*, sia su quello della trasparenza: di questi, appunto il d.lgs 30 novembre 2010, n. 259, costituisce solo il tassello finale.

Per analizzare la disciplina del *Say on Pay* nel nostro ordinamento è, pertanto, opportuno dare dei brevi cenni sull'evoluzione avvenuta in Italia su impulso della *soft law* dell'Unione Europea, in modo da delineare il quadro normativo, autodisciplinare e regolamentare in cui si è inserito il voto assembleare *ex art. 123-ter T.U.F*<sup>221</sup>.

---

<sup>220</sup> La prassi, quantomeno a livello nazionale, evidenzia come sia poco probabile che gli amministratori concretamente si discostino dai principi della politica remunerativa: dagli ultimi dati disponibili relativi alle società quotate italiane si evince come in 101 casi vi è stata coerenza tra *policy* e remunerazioni effettivamente corrisposte; nei restanti 12 casi le società hanno comunicato di essersi distaccate dalla politica retributiva, sottoposta al voto dell'assemblea, quasi sempre per operare riduzioni della remunerazione (fissa e/o variabile) rispetto a quanto originariamente previsto, alla luce di significative difficoltà della società sotto il profilo economico-finanziario (ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 79).

<sup>221</sup> Il comma 1 dell'articolo 3 del d.lgs 49/2019 modifica l'articolo 123-ter del TUF, introdotto per dare attuazione alle raccomandazioni della Commissione europea in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate. Adesso il nuovo articolo rubricato "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui

Tutti gli interventi normativi relativi alla remunerazione degli amministratori, tra cui anche il d.lgs 259/2010, si sono basati sul quadro sistematico previsto dagli articoli 2364, n. 3 e 2389 c.c., con cui il legislatore nazionale ha delineato le modalità di distribuzione della competenza tra gli organi sociali per le decisioni in merito. Per il legislatore nazionale non è facile stabilire a quale organo sociale spetti la competenza sulla fissazione dei compensi per gli amministratori. Infatti, per un verso, la retribuzione costituisce parte integrante dell'organizzazione della società ed è un elemento cruciale per il conseguimento degli obiettivi di gestione, perchè rappresenta lo strumento con cui premiare le *performance* di successo degli amministratori e, allo stesso tempo, incentiva analoghe *performance* future. Essa, pertanto, deve essere compatibile con le strategie di lungo periodo ed efficiente fiscalmente. Ne consegue che l'organo eletto per la determinazione dei compensi apparirebbe proprio il consiglio di amministrazione, organo deputato ad approvare i piani produttivi e a valutare l'organizzazione aziendale<sup>222</sup>.

Per l'altro verso, una competenza esclusiva del *plenum* consiliare esporrebbe al rischio di un'autoliquidazione del compenso da parte degli amministratori in palese conflitto: essi potrebbero corrispondersi una retribuzione "eccessiva" in quanto non giustificata dai risultati concretamente conseguiti. A fronte di un simile inconveniente, la risposta regolatoria più corretta consisterebbe nell'attribuzione della competenza all'organo assembleare<sup>223</sup>.

In vista di tale situazione, il legislatore italiano ha deciso di optare per una soluzione di compromesso: l'art. 2389 c.c. si applica a qualsiasi società per azioni e ripartisce la competenza a deliberare sui compensi tra assemblea e consiglio di amministrazione in base ai destinatari della remunerazione, ossia, rispettivamente, a seconda che si tratti di compensi spettanti ad amministratori privi o muniti di "cariche particolari in conformità dello statuto"<sup>224</sup>.

---

compensi corrisposti", prevede che tali società mettano a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima dell'assemblea di approvazione del bilancio una relazione sulla remunerazione, approvata dal consiglio di amministrazione e articolata in due sezioni, di cui la prima dedicata alla politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e la seconda dedicata alle voci che compongono tale remunerazione. Il contenuto specifico di entrambe le sezioni della relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti è affidato alla regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, sentite Banca d'Italia e Ivass per i soggetti rispettivamente vigilati (nuovo art. 123-ter, commi 7 e 8).

<sup>222</sup> Una autorevole difesa delle ragioni che militano a favore di una competenza consiliare nella determinazione del compenso degli amministratori è rinvenibile in J. GORDON, "Say on Pay": *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-In*, in *Harv. J. on Legis.*, 46, 2009, pp. 329 ss., ove l'Autore si propone appunto di rispondere al quesito "why leave it to the board?". Nella letteratura italiana, v. A. MIGNOLI, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, p. 118, ove l'Autore, con riferimento agli amministratori esecutivi, sottolinea come l'organo delegante (il consiglio di amministrazione) sia il più adatto a valutare l'ampiezza e la difficoltà del compito inerente alla delega e la responsabilità conseguente e, in ultima analisi, a determinare il livello di retribuzione adatto.

<sup>223</sup> In tal senso v. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 708.

<sup>224</sup> Per un ampio commento di tale articolo si v. M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, in *Comm. Scialoja-Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, pp.

L'assemblea ordinaria è titolare di una competenza generale, dal momento che essa delibera sulla retribuzione spettante a tutti i membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo<sup>225</sup>. Questa prescrizione si deve, poi, correlare con quella dell'art. 2364, n. 3), c.c., in cui si prevede che, nelle società prive di consiglio di sorveglianza, la remunerazione degli amministratori spetta all'assemblea ordinaria «se non è stabilita nell'atto costitutivo», prefigurandosi, in tal modo, una chiara alternatività tra lo statuto e all'assemblea vista come sede di esercizio del potere dei soci<sup>226</sup>. Il comma 3 poi prevede una competenza speciale per la retribuzione degli amministratori "investiti di particolari cariche conformi allo statuto" e, infatti, prevede che la potestà decisionale spetti al consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Viceversa, rientra nella competenza del consiglio di amministrazione la fissazione del compenso del presidente<sup>227</sup> e degli amministratori che siano stati delegati in forza di clausola statutaria<sup>228</sup>.

---

331 ss.; A. L. BONAFINI, *Articolo 2389*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano, pp. 343 ss.; P. RAINELLI, *Articolo 2389*, in G. COTTINO – O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, pp. 736 ss.; G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634 ss.. Per una trattazione dell'argomento antecedentemente alla riforma del diritto societario, cfr. V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, pp. 49 ss.

<sup>225</sup> Legittimato al voto deve ritenersi anche il socio – amministratore. In questa ipotesi, la giurisprudenza ravvisa il presupposto del danno *ex art.* 2373 c.c. nei soli casi di delibera assembleare che abbia fissato una remunerazione "irragionevole", ossia sproporzionata rispetto all'attività effettivamente prestata dagli amministratori (ma, sul concetto di "irragionevolezza", v. *infra* note 306-314 e testo corrispondente): Cass. 21 marzo 2000, n. 3312, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2001, I, 428 con nota di E. PROSPERETTI, *Sulla nomina a tempo indeterminato di amministratori nel tipo s.r.l.*; App. Milano 8 novembre 1996, in *Società*, 1997, 547, con nota di B. IANNIELLO, *Competenza in ordine alle controversie sui compensi dell'amministratore unico*; App. Milano 12 aprile 1994, in *Società*, 1994, 1209; App. Milano 29 marzo 1991, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 793; Trib. Milano 6 febbraio 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, 416; *contra*, isolato, Trib. Milano, 20 marzo 1980, in *Giur. comm.*, 1980, II, 396 con nota di P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso degli amministratori e conflitto d'interessi*. In dottrina, v. *ex multis* M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori*, cit., p. 341; D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Liber Amicorum G. F. Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 361 e ss.

<sup>226</sup> In particolare, è stato precisato dalla Suprema Corte che «se il compenso degli amministratori di una società per azioni è stabilito dallo statuto, l'assemblea ordinaria non ha la competenza per modificarlo o integrarlo, quand'anche esso consista in una partecipazione agli utili ed abbia quindi natura aleatoria»; v. Cass. 7 aprile 2006, n. 8230, in *Foro it.*, 2007, I, 204 e in *Società*, 2007, 698, con nota di M. CUPIDO, *Determinazione del compenso degli amministratori: prevalenza delle disposizioni statutarie sulle delibere dell'assemblea ordinaria* (nel caso di specie la Corte ha espresso la seguente massima: «è invalida la deliberazione con la quale l'assemblea ordinaria di una società di capitali, il cui statuto stabilisca il compenso dell'amministratore unico in una determinata percentuale degli utili, gli attribuisca un ulteriore compenso»; v. anche Trib. Roma, 11 marzo 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 293.

<sup>227</sup> Così in giurisprudenza Trib. Torino 3 marzo 1987, in *Soc.*, 1987, p. 726, con nota di A. SALA, *Compensi degli amministratori con particolari cariche*; Trib. Modena 21 maggio 1957, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, II, 302; in dottrina *ex multis* G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982, p. 487, che estende la stessa soluzione al vicepresidente del consiglio.

<sup>228</sup> Così V. CASELLI, *op. cit.*, p. 51; G. POSITANO, *op. cit.*, p. 454. Si ritiene che sia fuori dalla competenza del consiglio la determinazione del compenso degli amministratori cui la delega risulti attribuita direttamente dall'assemblea, al di fuori di ogni previsione statutaria; si ritieni infatti, sulla base dei principi generali ricavabili dalla disciplina del mandato, che il potere di determinare il compenso sia in questi casi riservato all'organo che ha conferito l'incarico. In tal senso A. MIGNOLI, *op. cit.*, p. 115; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 445 ss.; in giurisprudenza Trib. Milano 17 settembre 1987, in *Giur. comm.*, 1987, II, 797 *Contra* F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, p. 554.

La disciplina in materia di compensi cambia in base al modello di amministrazione e controllo scelto dalla società. Nel caso in cui questa decida di adottare il sistema dualistico è bene ricordare che una delle peculiarità di tale sistema riguarda le competenze assembleari, le quali risultano più ristrette di quelle dell'organo assembleare di società retta dal sistema tradizionale. In particolare, nel sistema dualistico è il consiglio di sorveglianza e non l'assemblea a nominare e revocare i componenti del consiglio di gestione (artt. 2409 *novies* comma 3, e 2409 *terdecies*, comma 1, lett. a, cod. civ.) e anche l'approvazione del bilancio di esercizio è di competenza del consiglio di sorveglianza. In concomitanza con quanto previsto nel sistema tradizionale è l'assemblea ordinaria a deliberare sulla nomina, la revoca, i compensi e la responsabilità dei componenti dell'organo di vigilanza, vale a dire del consiglio di sorveglianza (artt. 2364 *bis*, comma 1 nn. 1-3, e 2409-*duodecies*, comma 2e 5, c.c.)<sup>229</sup>.

Inoltre, il consiglio di sorveglianza viene identificato come organo misto di gestione e controllo con diversi compiti siccome gli sono attribuite sia le funzioni di vigilanza e le responsabilità del collegio sindacale (art. 2409-*terdecies*, comma 3 e 2409-*quaterdecies*, comma 1, c.c.) sia determinate funzioni dell'assemblea ordinaria (nomina e revoca dei componenti del consiglio di gestione, loro retribuzione, promozione dell'azione sociale di responsabilità, approvazione del bilancio *ex art. 2409 terdecies* c.c.). Si tratta, pertanto, di un sistema che più realizza la dissociazione tra proprietà (dei soci) e potere (degli organi sociali), dato che le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria, che nel modello tradizionale vengono esercitate da parte dei soci, sono attribuite a un organo professionale interno alla società, *rectius* al consiglio di sorveglianza, il quale determina in modo indiretto le linee del programma economico della società<sup>230</sup>. Peculiare è, infine, la disciplina dei compensi dei componenti del consiglio di gestione, i quali sono determinati dal consiglio di sorveglianza, ovvero, qualora lo preveda lo statuto, dall'assemblea così come disposto dall'art. 2409 *terdecies* comma 1 lett. a, cod. civ. Occorre osservare che nonostante non ci sia un'esplicita previsione relativa alla natura dei compensi a causa del mancato richiamo dell'art. 2389 c.c., tale articolo si ritiene compatibile con il sistema dualistico e in particolare il secondo comma il quale dispone che possono essere oggetto del compenso la partecipazione agli utili, invece per quanto riguarda il terzo comma, il quale dispone la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche, la dottrina è divisa siccome una parte di

---

<sup>229</sup> CARRIELLO, *Il sistema dualistico*, Torino, Giappichelli editore, 2012, p. 31.

<sup>230</sup> G.B. PORTALE, *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico – comparatistici*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015 fasc. 1 pag. 39-40.

essa<sup>231</sup> dispone che tale norma sia applicabile anche nella parte in cui la determinazione del compenso sia fissata da parte del consiglio di gestione previo parere del consiglio di sorveglianza. In senso contrario, invece, si esprime un altro filone dottrinale, che ritiene questa parte della disposizione incompatibile con il sistema dualistico<sup>232</sup>.

Nel sistema monistico di amministrazione e controllo, invece, in base all'art. 2409 *septiesdecies* del Codice civile la gestione dell'impresa spetta esclusivamente al Consiglio di amministrazione, che è necessariamente pluripersonale<sup>233</sup> e opera in maniera collegiale.

Rispetto al sistema tradizionale, nel sistema monastico, quindi, è impossibile attribuire la gestione ad un amministratore unico. È, al contrario, consentito, all'organo amministrativo di delegare le proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo o ad uno dei suoi componenti.

Il legislatore pone specifici vincoli per la composizione del consiglio di amministrazione del sistema monastico: almeno 1/3 dei consiglieri di amministrazione deve essere in possesso dei medesimi requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma, del C.c. (art. 2409-*septiesdecies*, co. 2, del C.c.). Infatti, si tratta delle medesime cause d'ineleggibilità e di decadenza previste per i sindaci.

Tuttavia, viene riconosciuta ai soci la facoltà di richiamare nello statuto i requisiti di indipendenza previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati e di prevedere nello statuto altre, e più stringenti, cause di ineleggibilità o decadenza, cause di incompatibilità, nonché limiti e criteri per il cumulo degli incarichi.

Ai sensi dell'art. 2409-*octiesdecies*, quinto comma, lett. b) del Codice civile, il comitato di controllo deve vigilare sull'adeguatezza: (i) della struttura organizzativa della società; (ii) del sistema di controllo interno; (iii) del sistema amministrativo; (iv) del sistema contabile.

La competenza del comitato di controllo è più ampia di quella del collegio sindacale, che è l'organo di controllo previsto nel sistema tradizionale. Il comitato di controllo (nel sistema monistico) non solo deve vigilare sull'assetto organizzativo della società, ma deve anche verificare l'efficacia e il concreto funzionamento dei sistemi sopra elencati. Inoltre, esso ha la competenza di vigilare sul «sistema di controllo interno» non prevista per il collegio sindacale.

Il consiglio di amministrazione può, però, delegare al comitato di controllo lo svolgimento di attività di competenza dell'organo amministrativo, con esclusione di quelle di tipo esecutivo.

---

<sup>231</sup> A. GUACCERO, *Società di capitali, commentario* (a cura di), G. Niccolini – Alberto Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene editore, 2004, PP. 884-885.

<sup>232</sup> CARRIELLO, *op. cit.*, p.304

<sup>233</sup> Secondo quanto appurato dallo studio condotto dalla Fondazione Aristeia, *Il sistema di amministrazione e controllo monistico*, 2006.

In particolare, al comitato di controllo, che (in base all'art. 2409-*septies* contenuto nell'art. 2409-*noviesdecies* del C.c., deve scambiare con il revisore esterno le informazioni rilevanti per lo svolgimento dei rispettivi incarichi) possono essere affidati compiti specifici di natura contabile. Dopo essere stato regolarmente costituito, il comitato elegge a maggioranza assoluta un presidente, che è chiamato a svolgere compiti di natura organizzativa dei lavori dell'organo e, come per il presidente del collegio sindacale<sup>234</sup>, è destinatario delle dimissioni dei consiglieri di amministrazione, nonché delle dichiarazioni di dissenso di un amministratore e, inoltre, il soggetto legittimato passivo per la notifica dell'azione di responsabilità esercitata dalle minoranze. I membri del comitato di controllo non hanno poteri di ispezione simili a quelli dei sindaci né possono avvalersi di dipendenti e di ausiliari propri nell'espletamento delle funzioni loro affidate. Comunque, anche se privi di poteri ispettivi e di controllo individuali, i componenti i componenti di tale comitato possono acquisire le informazioni necessarie sia partecipando alle riunioni degli altri organi sociali, sia attivando apposite richieste di informazioni nei confronti del presidente del consiglio di amministrazione e degli altri amministratori dell'assemblea dei soci. Inoltre, poiché la legge non disciplina la remunerazione dei componenti del comitato di controllo, secondo lo studio condotto dalla Fondazione Aristeia, ai sensi dell'art. 2402 del C.c., relativo al collegio sindacale, il compenso deve essere stabilito dall'assemblea dei soci o dallo statuto e non può essere modificato durante l'incarico.

Anche se questa netta divisione di competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione non solo è stata oggetto di critica, ma è stata definita anche "ingiustificata e pericolosa", stante che, in virtù di essa, la determinazione delle retribuzioni spettanti a quegli amministratori che di norma percepiscono i compensi più elevati, viene completamente sottratta all'assemblea, demandando il controllo al solo collegio sindacale<sup>235</sup>; si può affermare che la disciplina attualmente in vigore nel nostro ordinamento sia abbastanza coerente con le previsioni europee.

Infatti l'attuale art. 123-*ter* T.U.F., come modificato dal d.lgs 49/2019, attuativo della Direttiva Ue 828/2017, prevede la sottoposizione della prima parte della relazione sulla remunerazione all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio, che si esprime con voto vincolante. In linea generale, quindi, le società sono tenute ad attribuire esclusivamente

---

<sup>234</sup> D'ANDÒ, *Diritto societario: il sistema monistico (di amministrazione e controllo della gestione) adottato nelle medie e grandi società*, su *Commercialista telematico*, 2006.

<sup>235</sup> Così, A. BARTALENA, *Note in tema di compenso degli amministratori delegati*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 213; nello stesso senso cfr. G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 447; V. F. FERRARA JR. – F. CORSI, *op. cit.*, p. 553; P. RAINELLI, *Articolo 2389*, cit., p. 742; A. L. BONAFINI, *Articolo 2389*, cit., p. 354. Peraltro, è pacifico in dottrina che il parere del collegio sindacale, benché obbligatorio, non possa essere in alcun caso ritenuto vincolante, in tal senso G. MINERVINI, *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Soc.*, 2000, p. 650.

compensi in linea con la politica remunerativa approvata dall'organo amministrativo e sottoposta al voto dei soci. L'assemblea potrebbe stabilire un tetto massimo di compensi per gli amministratori, comprendente anche la componente aggiuntiva in favore di quelli esecutivi, *ex art. 2389 c.c.*, e si deve obbligatoriamente pronunciare, con effetto vincolante, sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (*art. 114-bis T.U.F.*)<sup>236</sup>. Infatti, sulla base di quanto previsto dallo stesso articolo 2389 c.c., qualora non sia stabilita nello statuto, per la determinazione della misura del compenso degli amministratori, è necessaria un'esplicita delibera assembleare, che non può considerarsi implicita in quella di approvazione del bilancio, data: la natura imperativa e inderogabile della previsione normativa (che discende dal fatto che la disciplina del funzionamento delle società è dettata dal regolare svolgimento dell'attività economica, da svolgersi nell'interesse pubblico, oltre che dal fatto di considerare illecito la percezione di compensi non precedentemente approvati dalla stessa assemblea); la distinta previsione, ai sensi dell'art. 2364, n. 1 e 3, delle delibere di approvazione del bilancio e di quella di determinazione dei compensi; la mancata liberazione degli amministratori dalla responsabilità di gestione, nel caso di approvazione del bilancio (*art. 2434*); il contrasto delle delibere tacite e implicite con le regole di formazione di volontà della società, ai sensi dell'art. 2393, comma 2. Di conseguenza, la delibera di approvazione del bilancio contenente anche quella relativa ai compensi degli amministratori non è idonea ad adempiere le previsioni dell'art. 2389, salvo che un'assemblea convocata solo per il bilancio, essendo totalitaria, non discuta e approvi espressamente anche la proposta di determinazione dei compensi degli amministratori<sup>237</sup>. Al contrario l'approvazione di un bilancio che non prevede anche il compenso degli amministratori non comporta rinuncia implicita al compenso, anche se l'amministratore abbia concorso con il suo voto all'approvazione del bilancio<sup>238</sup>.

Dal momento che nel nostro Paese la clausola che prevede la gratuità dell'incarico è legittima, il diritto al compenso è disponibile. Tale gratuità è possibile considerato che si tratta di attività non equiparabili ad una prestazione di lavoro subordinato in senso stretto e non potendosi, perciò, applicare il principio costituzionale della retribuzione proporzionata e sufficiente<sup>239</sup>.

---

<sup>236</sup> V. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128 ss.; M. PRESTIPINO, *Art. 114-bis*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1168 ss. e 1173 ss., il quale sottolinea, peraltro, come il perimetro applicativo di tale disposizione sia più esteso di quello previsto dalla Raccomandazione europea del 2004. Per alcuni riferimenti comparatistici v. M. CAMPOBASSO (nt. 9), 718 ss.

<sup>237</sup> Cass. S.U., n. 21933/2008.

<sup>238</sup> Tib. Roma 12 settembre 2012.

<sup>239</sup> Cass. n. 2861/2002.

Alla luce del complessivo panorama europeo, la disciplina italiana appare sufficientemente rigorosa: il novellato testo dell'art. 123 *ter* Tuf specifica che la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo e introduce il voto vincolante sulla politica di remunerazione che deve essere sottoposta all'assemblea almeno ogni tre anni e in occasione di ogni modifica della stessa. Implementando completamente la normativa comunitaria l'ambito d'interesse dell'assemblea è stato esteso anche alla seconda sezione della relazione, inerente i compensi corrisposti. In tal caso però la natura del voto non è vincolante, fatte salve le diverse previsioni applicabili a banche e assicurazioni, ma l'esito dev'essere reso noto al pubblico della società (così è stabilito dal nuovo comma 6 dell'art.123 *ter*, modificato dal d.lgs 49/2019).

### **3.2. Trasparenza e ruolo del *remuneration committee***

Pur prescindendo dalla natura vincolante o meno della decisione dei soci relativa alla politica dei compensi ed alla sua concreta implementazione, si è notato che, soprattutto nelle società fortemente concentrate e caratterizzate dalla presenza di una stabile maggioranza, il coinvolgimento assembleare non rappresenta uno strumento efficace per la tutela degli azionisti, in particolare per quelli di minoranza. Questo è dovuto al potenziale e probabile allineamento degli azionisti di controllo con i *boards* dagli stessi nominati: lo stretto legame esistente tra i soci di maggioranza e gli amministratori, in alcuni casi reso particolarmente evidente dalla presenza in consiglio degli stessi soci di controllo, rende verosimile tale circostanza, a scapito della minoranza assembleare e dell'eventuale voto negativo dalla stessa espresso<sup>240</sup>.

Forme indirette di tutela gli interessi della minoranza potrebbero essere rappresentate anche dal potenziamento del ruolo svolto, nel consiglio di amministrazione, dal comitato sulle remunerazioni e dall'individuazione di criteri specifici per parametrare i compensi degli amministratori esecutivi, soprattutto riguardo alla parte variabile del pacchetto retributivo.

---

<sup>240</sup> È del resto un'affermazione piuttosto condivisa quella secondo cui, nelle società caratterizzate da un forte controllo da parte del socio di maggioranza, i più sentiti problemi di agenzia riguardino i rapporti con le minoranze: v. K.J. HOPT, *Comparative corporate governance*, (nt. 5), 63 ss.

Oltre che da ipotesi di veri e propri conflitti di interesse, l'assenso dei soci di controllo alla politica remunerativa predisposta dagli amministratori potrebbe essere determinato da diversi fattori, fra i quali vengono in rilievo, ad es., la mancanza di informazioni e la conseguente incapacità nel valutare i piani retributivi; la tendenziale apatia di molte categorie di soci; la forte competizione nell'«accaparrarsi» le migliori professionalità nel mercato, etc. In generale, v. T. STRAND, (nt.3), 29 ss.; G. BOFELLI, *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance, I Quaderni della Scuola di Alta Formazione n. 39*, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, 2011, Milano, 14-15. Il peso degli azionisti di controllo, peraltro, potrebbe essere incrementato dalla previsione di azioni a voto plurimo e/o da altre forme di potenziamento del diritto di voto legate al possesso continuativo delle azioni nel tempo (ad es. artt. 127-*quinquies* e – *sexies*, TUF): sul punto, v. anche S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12.

Riguardo al comitato sulle remunerazioni, le Raccomandazioni europee ne affermano, in via solo incidentale, il coinvolgimento, ma non impongono la sua costituzione nelle società quotate, né tantomeno ne fissano i criteri di composizione. Il legislatore europeo ha invitato tutti gli ordinamenti comunitari a promuovere la trasparenza sulla remunerazione dei singoli amministratori, attraverso l'introduzione nei conti annui o nella relazione sulla remunerazione di informazioni dettagliate.

La Commissione Europea con la Raccomandazione 2009/385/CE, integrativa delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE, non solo ha dettato dei criteri specifici per la pianificazione della struttura del compenso degli amministratori delle società quotate, nel tentativo di allineare le remunerazioni degli amministratori agli interessi a lungo termine delle società<sup>241</sup>; ma è anche intervenuta sul contenuto della relazione sulla remunerazione, al fine di renderla più chiara e facilmente comprensibile<sup>242</sup> e sulle funzioni del Comitato per le remunerazioni, per aumentarne l'indipendenza di giudizio e l'integrità nell'esercizio dei suoi compiti. In particolare, ha messo in luce la necessità che almeno uno dei membri del Comitato per le remunerazioni abbia sufficiente esperienza nell'ambito retributivo, che il consulente esterno (qualora intervenga) non svolga contemporaneamente altri incarichi di consulenza per altri organi della società e che il Comitato riferisca agli azionisti circa il proprio operato intervenendo nell'assemblea generale annuale<sup>243</sup>.

In sostanza questi principi sono stati ripresi anche nella Raccomandazione 2009/384/CE<sup>244</sup>, riguardante le politiche retributive nel settore dei servizi finanziari, terminata nella Direttiva 2010/76/CE (c.d. CRD III), che, recependo le indicazioni del Summit del G20 di Londra del 2 aprile 2009<sup>245</sup> e dei principi fissati in materia dal *Financial Stability Forum*<sup>246</sup>, hanno

---

<sup>241</sup> Al punto 6.1., infatti, la Raccomandazione precisa che “i comitati non sono istituiti con lo scopo di esautorare il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza stesso per le questioni ad essi demandate”, restando quest'ultimi interamente responsabili delle decisioni adottate nel loro ambito di competenza.

<sup>242</sup> Il punto 5.1. della Raccomandazione 2009/385/CE, in aggiunta alle informazioni richieste al punto 3.3. della Raccomandazione 2004/913/CE, richiede anche le seguenti indicazioni aggiuntive: “a) una spiegazione su come la scelta di criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi a lungo termine della società [...]; b) una spiegazione sui metodi applicati al fine di determinare se i criteri in materia di risultati sono stati soddisfatti; c) informazioni sufficienti sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione [...]; d) informazioni sufficienti sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto [...]; e) informazioni sufficienti sui periodi per l'acquisizione della remunerazione basata su azioni [...]; f) informazioni sufficienti sulla politica relativa all'obbligo di mantenere le azioni dopo la loro acquisizione [...]; g) informazioni sufficienti sulla composizione di gruppi di società pari, la cui politica retributiva è stata valutata per determinare la politica in materia di remunerazione della compagnia in esame”

<sup>243</sup> In tal senso si v. i punti 7., 8. e 9. della Raccomandazione.

<sup>244</sup> Il testo della Raccomandazione 2009/384/CE è consultabile all'indirizzo [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu).

<sup>245</sup> Al punto 15 della Risoluzione del Parlamento Europeo del 19 aprile 2009 sul Vertice del G20, il Parlamento sottolinea che “il sistema di remunerazione per i dirigenti e gli operatori nel settore finanziario sia una questione fondamentale da affrontare al fine di garantire la stabilità finanziaria; si compiace, in tale contesto, della volontà del G20 di garantire che le tabelle salariali siano compatibili con gli obiettivi a lungo termine dell'impresa e con un'assunzione prudente del rischio”.

<sup>246</sup> Gli FSF Principles for Sound Compensation Practices sono consultabili all'indirizzo [www.fsb.org](http://www.fsb.org), al paragrafo 2 evidenziano che “An employee's compensation should take account of the risks that the employee

introdotto il criterio del rischio nella strutturazione della politica di remunerazione, evidenziando la necessità di non incoraggiare un'assunzione di rischi superiore al livello tollerato dell'ente creditizio o dall'impresa d'investimento.

Nel nostro ordinamento il Comitato per la remunerazione serve, da un lato a fugare ogni dubbio sulla conformità della delibera consiliare sulla remunerazione rispetto all'interesse sociale, dal momento che la decisione viene adottata in base al parere ed i suggerimenti di un organismo teoricamente indipendente e professionalmente qualificato<sup>247</sup>. Dall'altro lato, consente di sottrarre la decisione consiliare alla speciale procedura per le operazioni con parti correlate, in quanto l'art. 13, co. 3, lett. b), del Regolamento Consob n. 17221 del 2010, permette di esentare dalla procedura le "deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche [...]", a condizione che la società abbia adottato una politica di remunerazione. L'art. 123-ter, co. 3, t.u.f.<sup>248</sup> prevede che nella definizione della politica di remunerazione sia coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti, qual è appunto il Comitato sulla remunerazione, ai sensi del Codice di Autodisciplina sulla Corporate Governance della Banca d'Italia<sup>249</sup>; e che sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione. Circostanza che trova puntuale riscontro nell'art. 123-ter, co. 6, t.u.f.<sup>250</sup>, che richiede che la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica, come richiesto dall'art. 123-ter, co. 4, lett. a)<sup>251</sup>, t.u.f.

---

*takes on behalf of the firm. Compensation should take into consideration prospective risks and risk outcomes that are already realised".*

<sup>247</sup> In tal senso v. CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 716 s.

<sup>248</sup> In seguito alle modifiche apportate dall'art. 3, comma 1 d.lgs 49/2019, il nuovo comma 3 dell'art. 123 ter Tuf recita: "La prima sezione della relazione sulla remunerazione illustra in modo chiaro e comprensibile:

a) la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo e, fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 del codice civile, dei compensi degli organi di controllo;

b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.". Inoltre sono stati inseriti due ulteriori commi, 3- bis e 3-ter con cui si specifica rispettivamente che: la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo e che essa è vincolante.

<sup>249</sup> In tal senso si esprimono: SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, Giuffrè, Milano, 2011, p. 41; CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 717.

<sup>250</sup> Il d.lgs 49/2019 ha così modificato il comma 6 dell'art. 123 ter Tuf: "Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-bis, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, delibera in senso favorevole o contrario sulla seconda sezione della relazione prevista dal comma 4. La deliberazione non è vincolante. L'esito della votazione è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-quater, comma 2.".

<sup>251</sup> La nuova lettera a), è così modificata dal d.lgs 49/2019: Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2389 e 2409-terdecies, primo comma, lettera a), del codice civile, e dall'articolo 114-bis, l'assemblea convocata ai sensi dell'articolo 2364, secondo comma, ovvero dell'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile,

La complessità del tema delle remunerazioni e l'elevato potenziale conflitto d'interessi a essa connessi hanno indotto il Comitato per la Corporate Governance della Borsa italiana all'introduzione, sulla base dell'esperienza internazionale, del Comitato per la remunerazione già nel Codice di Autodisciplina del 1999, il quale al paragrafo 8.1 ne prevedeva espressamente la costituzione all'interno del *board*, attribuendogli genericamente funzioni propositive in materia di remunerazione<sup>252</sup>. Tali previsioni sono state poi modificate nella versione del Codice di Autodisciplina del marzo 2010<sup>253</sup>, in cui, anticipando il legislatore, è stata data attuazione ai principi contenuti nelle Raccomandazioni 2005/162/CE e 2009/385/CE, che richiedevano il rafforzamento dell'obiettività dell'operato del Comitato, intervenendo sull'indipendenza dei suoi componenti, e sull'accrescimento dell'efficienza, prevedendo che almeno un componente abbia "conoscenze ed esperienza nell'ambito della politica in materia di remunerazione"<sup>254</sup>.

Le Raccomandazioni della Commissione europea, infatti, si fondavano sull'idea anglo-americana che l'intervento di un comitato indipendente, dotato di risorse e conoscenze proprie in materia, fosse in grado di mitigare il conflitto d'interessi degli amministratori esecutivi, proteggendo gli azionisti e gli altri *stakeholders* e riducendo i costi di agenzia connessi alle remunerazioni<sup>255</sup>.

Nella nuova versione del Codice al principio 6.P.3, si prevede che il Comitato sulla remunerazione debba essere composto da almeno tre amministratori<sup>256</sup> tutti indipendenti<sup>257</sup>,

---

delibera in senso favorevole o contrario sulla seconda sezione della relazione prevista dal comma 4. La deliberazione non è vincolante. L'esito della votazione è posto a disposizione del pubblico ai sensi dell'articolo 125-quater, comma 2.

<sup>252</sup> Il paragrafo 8.1 del Codice di Autodisciplina del 1999 disponeva che "il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione. Tale comitato, composto prevalentemente di amministratori non esecutivi, formula proposte al consiglio per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli che ricoprono particolari cariche, nonché su indicazione degli amministratori delegati, per la determinazione dei criteri per la remunerazione dell'alta direzione della società. A tal fine esso può avvalersi di consulenti esterni a spese della società". Tale soluzione era ritenuta perfettamente compatibile con il diritto societario italiano, non incidendo in alcun modo sulla competenza in materia del consiglio di amministrazione.

<sup>253</sup> Tutte le versioni dei Codici di Autodisciplina (1999, 2002, 2006, 2010, 2011, 2014 e 2015) sono consultabili all'indirizzo [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>254</sup> In tal senso si esprimeva la Sezione III, par. 7.1 della Raccomandazione 2009/385/CE.

<sup>255</sup> Gli amministratori non esecutivi indipendenti rappresentano il meccanismo correttivo di ultima istanza per proteggere gli interessi degli azionisti nelle società a proprietà diffusa e degli azionisti di minoranza nelle società a proprietà concentrata, dove il board è promanazione del socio di maggioranza. In tal senso v. FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 620 e 622 ss.

<sup>256</sup> Secondo le indagini di Assonime per l'anno 2015, il numero di componenti del Comitato per le Remunerazioni varia tra un minimo di 2 (in 16 società) a un massimo di 6 componenti (in un istituto di credito, seguita da 9 società con comitati composti da 5 componenti). Nell'80% dei casi il comitato è comunque formato da 3 componenti secondo quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2015), n. 10/2015, p. 65.

<sup>257</sup> Il riferimento all'indipendenza dev'essere inteso ai sensi del criterio applicativo 3.C.1. del Codice di Autodisciplina. Al riguardo, si osserva che l'indipendenza va considerata non in senso assoluto ma relativo, cioè come capacità di un individuo, per personalità, struttura intellettuale e morale, di determinare liberamente il proprio giudizio, senza subire alcuna distorsione nel processo psicologico dovuta a condizionamenti da parte di chi esercita «effettivamente il comando». Per approfondimenti sulla figura degli amministratori indipendenti si v.

oppure, alternativamente, da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, specificando che almeno un componente del Comitato debba possedere anche un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive<sup>258</sup>. Il ruolo del Comitato per la remunerazione s'innesta nella procedura codicistica di determinazione del compenso degli amministratori, e con più precisione nel procedimento consiliare di determinazione della remunerazione aggiuntiva al compenso base spettante agli amministratori investiti di "particolari cariche", di cui all'art. 2389, co. 3, c.c. In particolare, ai sensi del principio 7.C.5. (ora 6.C.5.), al CoRem sono attribuiti poteri istruttori, consistenti nella raccolta e nell'analisi delle informazioni ricevute anche dagli amministratori esecutivi ai fini di una ponderata valutazione della migliore politica retributiva e di partecipazione attiva alla definizione e alla predisposizione delle politiche di remunerazione, mediante la fissazione anche degli obiettivi di *performance* a cui correlare la componente variabile della retribuzione<sup>259</sup>. La decisione finale sulle politiche di remunerazione degli amministratori con "particolari cariche" e dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche resta comunque di esclusiva competenza del consiglio di amministrazione<sup>260</sup>, non potendo l'operato del CoRem impedire l'adozione di una determinata scelta da parte dell'organo

---

PRESTI - MACCA- BRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in A.G.E., 1, 2003, pp. 23 ss.; LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 134 ss.; BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2, 2005, pp. 354 ss.; DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, 2005, consultabile all'indirizzo [www.nedcommunity.com](http://www.nedcommunity.com); SIRONI, *Commento art. 2387 c.c.*, in Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, Milano, Egea, 2005, pp. 277 ss.; STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2005, pp. 163 ss.; BOMPANI, *La tutela del risparmio*, Milano, FrancoAngeli, 2006; Regolamento CONSOB in materia di emittenti, in *Riv. soc.*, 3, 2007, pp. 51; SPIOTTA, *Rapporto di amministrazione*, in *Cavallini (a cura di), Assemblea e Amministratori, Milanofiori Assago*, Utet, 2013, pp. 433 ss.

<sup>258</sup> Le indagini di Assonime per l'anno 2015 hanno messo in luce che in 98 società (pari al 49% di quelle che hanno istituito un CoRem) il Comitato è costituito da soli amministratori indipendenti, mentre in 74 società (pari al 37% del totale) il Comitato è formato da amministratori non esecutivi, con maggioranza di indipendenti e presidente scelto tra essi. Di conseguenza, ha dedotto che oggi l'86% delle società hanno un CoRem allineato alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, con un incremento rispetto agli anni passati: era l'81% nel 2014 e solo il 76% nel 2013. V. Si v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2015), cit., pp. 65-66.

<sup>259</sup> Il principio 6.C.5. precisava la funzione del Comitato nel seguente modo: "Il comitato per la remunerazione: - valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dagli amministratori delegati; formula al consiglio di amministrazione proposte in materia; - presenta proposte o esprime pareri al consiglio di amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio stesso verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di performance". Sul punto si v. anche BOSSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, FrancoAngeli, Milano, 2010, p. 47 e, in particolare, n. 24.

<sup>260</sup> CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 715; GRAZIANI - CRISCIMANNI, *Evoluzione della corporate governance in Europa*, p. 14, consultabile all'indirizzo [www.ojs.romatrepress.uniroma3.it](http://www.ojs.romatrepress.uniroma3.it); DI NOIA - LAFRANCHINI - MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governance* a cura di Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015, p. 308, i quali evidenziano che nonostante l'attuale art. 6 del Codice di Autodisciplina sia intervenuto definendo più dettagliatamente i compiti del CoRem mantengono solo carattere consultivo e istruttorio.

gestorio nel *plenum*. Il Comitato per la remunerazione, peraltro, alla luce del principio 6.C.7., nell'espletamento dei compiti a lui affidati, può anche avvalersi, come spesso accade, del contributo di un *Advisor* esterno esperto in materia di politiche retributive, di cui deve però valutare l'indipendenza.

### **3.3. Misure di *disclosure* e di *corporate governance* sulla remunerazione degli amministratori esecutivi in Europa**

Come è stato dettagliatamente descritto in uno studio sul processo evolutivo della regolamentazione nei Paesi dell'Unione europea<sup>261</sup>, le raccomandazioni della Commissione europea prevedono misure di *disclosure* e di *corporate governance*, già completamente previste nel Regno Unito, dove hanno provocato il ripensamento delle politiche remunerative adottate da alcune società<sup>262</sup>. Inoltre, verso tali misure si è osservato un processo di progressiva convergenza degli ordinamenti degli Stati Membri.

Nello specifico deve notarsi che, anche se attualmente nell'Unione non si possa tracciare una netta distinzione tra un primo gruppo di ordinamenti, che sono caratterizzati per l'elevato dettaglio della *disclosure* richiesta riguardo al pacchetto remunerativo destinato agli *executive* e per la previsione (contenuta in norme di legge o prodotta dall'autoregolamentazione dei mercati) di un *remuneration committee* costituito, appositamente, per l'elaborazione e la supervisione della politica remunerativa delle società quotate<sup>263</sup>, ed un secondo ipotetico raggruppamento di Paesi membri, che si contrappongono al primo per il loro quadro istituzionale che risulta meno rigoroso ed esigente su questi punti, ma nonostante ciò si può affermare che in via generale tutti in Paesi membri dell'Unione europea ci sia un diffuso consenso, limitatamente, almeno, alle *best practices* indicate nei rispettivi codici di *corporate governance*, sull'importanza di un insieme di norme a garanzia di un'adeguata trasparenza e dello specifico ruolo assegnato al *remuneration committee*.

Si può dire, dunque, che su questi principi, tendenzialmente, ci sia una convergenza in pressoché tutti gli ordinamenti nazionali verso obiettivi prefissati nelle raccomandazioni europee.

---

<sup>261</sup> G. FERRARINI, N. MOLONEY e C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit.; GG. FERRARINI, N. MOLONEY e C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU Corporate Governance Faultline*, in *The Journal of Corporate Law Studies*, vol.4, 2004, e tratto dal sito [www.ecgi.de](http://www.ecgi.de).

<sup>262</sup> Emblematico il caso della società inglese GlaxoSmithKline, dove l'assemblea degli azionisti ha votato contro il *remuneration report* ad essa sottoposto (v. *Il Sole 24 Ore*, 4 giugno 2003). V. anche la casistica citata in G. FERRARINI, N. MOLONEY e C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit., nt. 64, e le contestazioni registrate nelle assemblee delle società Shell e Amvescap (cfr. *La Repubblica*, 18 maggio 2003).

<sup>263</sup> Cfr. G. FERRARINI, N. MOLONEY e C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit. p. 16 ss. Il Paese che assicura la massima trasparenza è il Regno Unito, dove la *Director Remuneration Report Regulations 2002.*, ha introdotto l'obbligo, nelle società quotate, di un *advisory vote* annuale da parte dell'assemblea sul *Directors' Remuneration Report*, nel quale viene dettagliatamente illustrata la politica retributiva adottata dalla società. Rientra in questo primo gruppo anche l'Italia, la Francia, la Svezia e i Paesi Bassi.

Al contrario, tale uniformità, non si riscontra, per le disposizioni europee che prevedono che i piani di assegnazione di *equity-based incentive* nei confronti degli amministratori siano sottoposti a specifica approvazione assembleare.

Questa proposta si modella sul sistema già in vigore nel Regno Unito, disciplinato dalle *listing rules*<sup>264</sup> e in Francia, come disposto nel *Code de Commerce*, laddove negli altri Stati membri gli interventi degli azionisti in assemblea è generalmente raccomandato, sulla base della c.d. *comply or explain rule*, dai codici nazionali di *corporate governance*, ma non imposto tramite una previsione legislativa *ad hoc*, essendo, al massimo richiesto, conseguentemente e limitatamente all'applicazione di regole che disciplinano l'aumento di capitale o l'impiego di azioni proprie al piano di *stock option* o di *restricted stock*.

Allo stato attuale, pur registrandosi una profonda divisione su questo particolare profilo tra i sistemi giuridici "continentali" e i Paesi anglosassoni (e alla Francia), nei paesi del primo gruppo sembra aumentare il consenso delle autorità e degli investitori istituzionali sull'opportunità di attribuire uno specifico ruolo all'assemblea degli azionisti. Questo giudizio può essere tratto dalla constatazione che una disposizione in tal senso è già contemplata nei codici di *corporate governance* approvati nei diversi paesi e considerando anche che, nella revisione di "Principi di *Corporate Governance*" per le società quotate redatti dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), sia stata introdotta una previsione che richiede in modo espressi la sottoposizione a voto assembleare della proposta di assegnazione di incentivi azionari a dipendenti e amministratori<sup>265</sup>.

In Italia fra gli interventi normativi volti a rafforzare le tutele degli azionisti nelle procedure di determinazione dei compensi degli amministratori, ce ne sono stati alcuni particolarmente incisivi in materia di trasparenza.

La normativa speciale applicabile alla società quotata si è infatti da tempo concentrata sulla necessità di un'adeguata informazione agli azionisti ed al mercato sui compensi degli amministratori e dei soggetti che rivestano posizioni strategiche, prevedendo obblighi informativi più penetranti di quelli previsti per altre categorie di informazioni, tentando di agevolare il controllo esterno del mercato che basa le proprie scelte di investimento anche su queste informazioni<sup>266</sup>.

---

<sup>264</sup> *London Stock Exchange Listing Rule* § 13.13.

<sup>265</sup> Cfr. il principio previsto al § II.3.C. I *Corporate Governance Principles* sono un insieme di principi non vincolanti, sottoscritti dai rappresentanti dei Paesi membri dell'OCSE nel 1999, ed aggiornati nel 2004, al fine di fornire agli Stati membri e non membri, linee guida per la configurazione di un adeguato sistema di *corporate governance* delle società quotate. Essi vengono utilizzati anche da organizzazioni internazionali quali lo IOSCO, il *Financial Stability Forum*, il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale come parametro di valutazione dei sistemi legali dei Paesi esaminati.

<sup>266</sup> Sul punto, v. I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., pp. 255 ss.; P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, p. 20, ove l'Autore dà conto del fatto che la

Prima dell'intervento legislativo del 2010, l'informativa era anzitutto presente, a livello consuntivo, nella nota di bilancio, ove l'art. 78 del Regolamento Emittenti della Consob, ora abrogato<sup>267</sup>, prevedeva l'indicazione nominativa dei compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo e ai direttori generali, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma. La regolamentazione secondaria della Consob apportava già un maggior grado di dettaglio rispetto a quanto richiesto, per la generalità delle società per azioni, dall'art. 2427, n. 16), c.c., che si limita (per gli amministratori ed i sindaci) ad una indicazione cumulativa<sup>268</sup> in particolare per i piani di compensi basati su azioni, le società quotate sono tenute, oltre che al rispetto di quanto previsto dai principi contabili internazionali<sup>269</sup>, ad attenersi anche a quanto stabilito dall'art. 114-*bis* T.U.F. Tale articolo non si limita a disciplinare le regole di approvazione dei suddetti piani, ma si occupa anche della loro pubblicità<sup>270</sup>, imponendo una dettagliata trasparenza pre-assembleare rendendo obbligatoria la predisposizione da parte degli amministratori di un documento informativo da mettere a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previsti dall'art. 125-*ter*, 1° co., T.U.F., ossia entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea convocata per l'approvazione del piano. Lo stesso art. 114-*bis* T.U.F. delega la Consob a definire con proprio regolamento il contenuto del documento informativo che è oggetto di relazione dell'organo amministrativo. La

---

Commissione, con questa disposizione, abbia voluto deliberatamente allinearsi ai principi nel frattempo indicati dall'art. 24 della legge delega 4 giugno 2010, n. 96, in attuazione dei quali sarebbe stato di lì a poco introdotto l'art. 123-*ter* T.U.F.

<sup>267</sup> Il contenuto dell'articolo è stato riformulato e trasposto nel nuovo art. 84-*quater* R.E. a seguito dell'entrata in vigore della disciplina attuativa del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259, adottata con delibera Consob n. 18049 del 23 dicembre 2011.

<sup>268</sup> Norma che non trova applicazione, tra l'altro, nelle società che, rispettando i limiti imposti dall'art. 2435-*bis* c.c., redigono il bilancio in forma abbreviata.

<sup>269</sup> Il riferimento è al principio IFRS2 (applicabile in virtù del reg. CE n.1606/2002 e del d.lgs. n. 38 del 2005), in virtù del quale le società quotate sono obbligate a riportare in bilancio notizie sulle caratteristiche dei piani e sulla loro evoluzione nel tempo. In proposito, v. I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., pp. 257 ss.

<sup>270</sup> Prima della novella contenuta nell'art. 114-*bis* T.U.F., il nostro ordinamento, come delineato sia dal codice civile sia dal T.U.F., non prevedeva specifiche e puntuali forme di disciplina in materia di trasparenza per il profilo dell'attribuzione dei piani in esame né in generale né con riferimento alle società quotate. Le informazioni in questione si ricavano in base all'applicazione di norme generali preesistenti e segnatamente: ai sensi dell'art. 114 T.U.F. (informazioni preventive *price sensitive*), per il quale il mercato deve essere informato qualora l'approvazione dei piani da parte del consiglio di amministrazione integri la fattispecie di eventi rilevanti per l'andamento delle quotazioni; ai sensi degli artt. 72 e 73 R.E. (informazione preventiva pre-assembleare) in occasione di aumenti di capitale o acquisti o alienazioni di azioni proprie; ai sensi dell'art. 14, 7° co., T.U.F. e dell'art. 152-*octies* R.E. (informazione successiva) relativa agli adempimenti di comunicazione di *internal dealing* inerenti la vendita da parte dei *manager* delle azioni assegnate sulla base dei piani in esame; nonché ai sensi del citato art. 78 RE (informazione ricorrente) inerente i dati e le notizie da riportare periodicamente nell'ambito delle note al bilancio, nominativamente per i compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione, direttori generali e, per categoria, ai dirigenti con responsabilità strategiche, attinenti il numero di opzioni detenute, esercitate e scadute nell'anno. Ulteriori chiarimenti erano stati forniti dalla Consob con la comunicazione n. 11508 del 15 febbraio 2000 in materia di informativa pre-assembleare e ricorrente sui piani di azionariato; tale comunicazione è stata esplicitamente abrogata con l'entrata in vigore dell'art. 84-*bis* R.E. V. CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., p. 2; F. ANNUNZIATA, *Art. 114-bis*, cit., pp. 1521-1522; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 720, n. 36.

Commissione, in sede di attuazione della delega<sup>271</sup>, ha introdotto l'art. 84-*bis* R.E. e lo schema 7 dell'Allegato 3A, il quale ultimo prevede l'indicazione di informazioni (più o meno penetranti, a seconda che coinvolgano piani rilevanti) riguardanti i soggetti destinatari dei piani di *stock option*, le ragioni che motivano l'adozione di tali piani, il loro *iter* di approvazione, la tempistica di assegnazione e le caratteristiche degli strumenti attribuibili.

Il quadro degli obblighi di informazione successiva fissati dalla Consob è completato dalla possibilità che alcuni dettagli dei piani siano stabiliti in un secondo momento rispetto all'approvazione assembleare (art. 84-*bis*, 5° co., R.E.)<sup>272</sup>.

Se alle menzionate informazioni si affiancano quelle rese disponibili al mercato in virtù della disciplina, di cui all'art. 114, 7° co., T.U.F., sul c.d. *internal dealing*<sup>273</sup>, ne consegue che il mercato potrà «monitorare in modo agevole l'intero ciclo di sviluppo del beneficio economico connesso con i compensi in esame, fino all'eventuale vendita delle azioni assegnate sulla base dei piani»<sup>274</sup>, dando, in tal modo, la possibilità di confrontare il prezzo di esercizio delle *stock option* e quello di vendita delle azioni e la conseguente plusvalenza.

Da un'informazione di tipo prevalentemente “statico”, come l'informativa di bilancio e pre-assembleare, si passa così ad una informazione “dinamica” e ricorrente, che prescinde dal carattere privilegiato dell'evento relativo all'approvazione o esecuzione del piano<sup>275</sup>.

### 3.4. Contabilizzazione degli incentivi azionari fra i costi

La materia della registrazione nel conto economico degli incentivi azionari comporta un problema di “azione collettiva” tra diversi ordinamenti le cui imprese competano su uno stesso mercato del capitale di rischio. Si può, infatti, desumere che nessuno di essi riterrebbe molto conveniente introdurre questo obbligo contabile se non fosse certo che una siffatta regola fosse imposta anche alle imprese degli Stati che competono sul medesimo mercato.

---

<sup>271</sup> Delibera Consob 3 maggio 2007, n. 15915.

<sup>272</sup> Ci si riferisce all'ipotesi in cui la proposta del consiglio di amministrazione all'assemblea riguardi solo l'approvazione di un piano la cui attuazione debba essere delegata ad una successiva deliberazione del consiglio di amministrazione; ipotesi che sembra autorizzata dall'art. 114-*bis*, 1° co, laddove si ritiene sufficiente anche la sola indicazione di “criteri determinativi”). V. C. ALVISI, *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, p. 311. A tal proposito, l'art. 84-*bis*, 5° co., pone in capo agli emittenti il dovere di informare il pubblico delle decisioni dell'organo competente inerenti all'attuazione dei piani già approvati dall'assemblea, nonché degli adeguamenti intervenuti a seguito di operazioni straordinarie nel capitale e di altre operazioni che comportano la variazione del numero degli strumenti finanziari sottostanti le opzioni. Lo Schema 7 dell'Allegato 3°, che stabilisce il contenuto del documento informativo pre-assembleare, nella parte introduttiva richiede di indicare quali siano le informazioni contenute nei successivi paragrafi non disponibili al momento dell'approvazione della proposta per l'assemblea e che saranno stabilite (ai sensi dell'art. 84-*bis*, 5° co.) successivamente su delega dell'assemblea.

<sup>273</sup> La norma citata, com'è noto, impone agli amministratori ed ai dirigenti strategici di comunicare tempestivamente le operazioni effettuate sulle azioni della società o altri strumenti finanziari ad essa collegati, ivi incluse la vendita di azioni derivanti dall'esercizio di *stock option*.

<sup>274</sup> CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., p. 11.

<sup>275</sup> Così, N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit., p. 138.

Infatti, sarebbe troppo alto il rischio di porre le imprese nazionali in una posizione di svantaggio competitivo nell'offerta del capitale di rischio, conseguente agli oneri contabili che non sono posti a carico anche delle imprese straniere concorrenti.

Quindi, la soluzione di questo problema è avvenuta con un'azione coordinata sovranazionale, tramite l'emanazione ad opera dell'*International Accounting Standards Board* del principio contabile internazionale: *International Financial Reporting Standard 2* (IFRS 2)<sup>276</sup>.

Dato atto che tale principio contabile, secondo quanto stabilito dalla normativa comunitaria<sup>277</sup> e da quella italiana<sup>278</sup>, a decorrere dal 1° gennaio 2005, è divenuto vincolante per tutte le società quotate e facoltativo per quelle non quotate, il problema va trattato alla luce dello stesso.

È necessario precisare, prima di affrontare la trattazione della materia, che il concetto di "costo" sostenuto da una società in relazione all'attribuzione di incentivi azionari può essere di natura e entità diversa in base alla prospettiva concettuale dalla quale si affronta il tema.

Si potrebbe affrontare il tema intendendo il costo come esborso (*cash outflow*) che effettivamente la società sostiene come conseguenza dell'operazione. La sussistenza o meno dello stesso costo dipende dalle circostanze del caso concreto: infatti, se la società emette nuove azioni, essa non sostiene alcun costo in tal senso, ma sono i soci preesistenti a sopportare un decremento patrimoniale inteso come "diluizione del valore della loro partecipazione; al contrario, se la società acquista azioni già in circolazione per poi cederle

---

<sup>276</sup> A partire dal 1° Aprile 2001, lo IASB ha sostituito il precedente IASC (*International Accounting Standard Committee*) nell'elaborazione dei principi contabili internazionali. Questi sono stati identificati con la sigla IAS (*International Accounting Standard*) fino alla data appena menzionata. Successivamente ad essa, i principi di nuova elaborazione sono identificati con la sigla IFRS (*International Financial Reporting Standard*). L'IFRS 2 è stato approvato il 19 febbraio 2004. Si applica a tutte le *stock option* e alle azioni che siano state concesse successivamente al 7 novembre 2002 e che abbiano una *vesting date* successiva al 31 dicembre 2004 (IFRS 2, §§53 e 60).

<sup>277</sup> Il Regolamento 1606/2002/CE obbliga dal 1° gennaio 2005 le società quotate dell'UE alla redazione di bilanci consolidati attraverso i principi contabili internazionali IAS/ IFRS successivamente all'omologazione della Commissione europea, che avviene dopo aver consultato i Paesi membri attraverso ARC (*Accounting Regulatory Committee*) e aver ricevuto il parere favorevole dell'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). Il medesimo regolamento prevede la facoltà per gli Stati membri di consentire o prescrivere l'adozione dei principi contabili internazionali anche per i bilanci d'esercizio delle società quotate e per i bilanci, consolidati o no, delle società non quotate. Il regolamento CE 1725/2003, più volte emendato, completa il quadro normativo comunitario adottando i principi contabili internazionali che dovranno essere osservati nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato. Per quanto concerne il principio IFRS 2, esso è stato approvato dallo IASB nel febbraio 2004, ha ricevuto il parere favorevole dell'EFRAG il 26 aprile 2004, seguito da quello conforme dell'ARC il 20 dicembre 2004, ed è stato omologato dalla Commissione con il regolamento CE 211/2005, che ha emendato il citato regolamento 1725/2003.

<sup>278</sup> La legge comunitaria 306/2003 delega il Governo ad emanare entro il 30 novembre 2004 uno o più decreti che rendano l'utilizzo dei "principi contabili internazionali" individuati dalla normativa comunitaria facoltativo per le società non quotate e obbligatorio per: le società quotate (anche in relazione al bilancio di esercizio individuale); le società aventi strumenti finanziari tra il pubblico (rispetto a bilancio d'esercizio individuale e consolidato); le imprese e gli altri intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia (per il bilancio d'esercizio e consolidato); le imprese di assicurazione per il bilancio consolidato o per il bilancio di esercizio nei soli casi in cui siano quotate e non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato. Il d.lgs. 28 febbraio 2005 n. 38 ha dato attuazione alla delega, dettando anche la scansione temporale attraverso cui si arriverà all'assetto diviso nella legge delega.

agli amministratori, il costo dell'operazione potrebbe essere considerato come il corso di acquisto delle azioni<sup>279</sup>, nel caso in cui queste vengano attribuite ad amministratori o dipendenti senza che questi effettuino versamenti di capitale, oppure la differenza tra questo prezzi e la somma erogata alla società dai manager come prezzo di esercizio delle *stock option*.

In senso completamente diverso si orienta un'altra impostazione concettuale, seguita da coloro che ritengono che la contabilizzazione in conto economico debba considerarsi una misura necessaria (a prescindere dalla sussistenza di un costo nel senso di cui sopra), dal momento che soddisfa la necessità di registrare il costo economico della “forza lavoro” che la società riceve e utilizza come corrispettivo delle *stock option* o delle *restricted stock*. Secondo tale approccio, dunque, il valore e quindi il prezzo di questa “forza lavoro” rappresentato facendo riferimento alla somma che la società avrebbe altrimenti dovuto versare in denaro, o altrimenti detto, indicando nel bilancio il costo che gli economisti chiamano “costo opportunità” dei servizi acquisiti.

Lo IASB, nel principio contabile internazionale IFRS 2, fa propria questa impostazione. Il principio, fra l'altro, ha anche un'applicazione più ampia di quella presa in considerazione da tale approccio, poiché la disciplina della contabilizzazione si applica a tutte le transazioni concluse per l'acquisto di beni e servizi, forniti da dipendenti o da soggetti terzi mediante: azioni, opzioni su azioni o altri strumenti di partecipazione al patrimonio netto (i cc. dd. *equity instrument*) emessi dall'ente acquirente (tale tipo di transazioni sono chiamate *equity-settled share-based transactions*); importi di denaro quantitativamente determinato riferendosi alla variazione di valore delle azioni o di un altro strumento di partecipazione al patrimonio netto della società (*cash-settled share-based transactions*)<sup>280</sup>.

L'IFRS 2 dispone che, per rendere conto dei servizi acquisiti e consumati dalla società mediante *stock option* agli amministratori e ai dipendenti della società, si debba contabilizzare nel patrimonio netto una posta denominata *increase in equity*, e corrispondente ad un costo nel conto economico (c.d. *fair value*), che viene definito come l'ipotetico valore che esse avrebbero avuto se fossero poste in una contrattazione informata e paritetica<sup>281</sup> nel giorno

---

<sup>279</sup> Ovvero il costo che le società, sapendo che i manager potrebbero in futuro esercitare l'opzione, sostenendo per “coprirsi” (comparando ad esempio un'opzione *call* sulle proprie azioni) dal rischio d'incremento del valore dell'azione sopra lo *strike price*.

<sup>280</sup> L' IFRS 2 esclude espressamente dal proprio perimetro di applicazione le transazioni in azioni disciplinate dallo IAS 22 (*Business Combinations*) e le transazioni in derivati regolate dai §§8-10 dello IAS 32 (*Financial Instruments: Disclosure and Presentation*) e dai §§5-7 dello IAS 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*).

<sup>281</sup> Nel documento IASB, *IFRS 2 Basis for Conclusion, February 2004*, p. 22 ss., sono indicate le ragioni per cui lo IASB ha ritenuto preferibile fare riferimento al *fair value* piuttosto che ad altri criteri di misurazione (*intrinsic value, historical cost e minimum value*).

della loro attribuzione (*grant date*)<sup>282</sup> e quello a partire dal quale le opzioni diventano esercitabili (*vesting date*)<sup>283</sup>.

Se l'accordo fra la società e l'amministratore non prevede la corresponsione di azioni ma una somma di denaro di importo collegato alle variazioni di valore delle azioni o di un altro *equity instrument*, la società dovrà inscrivere nelle passività e, di conseguenza, fra i costi, un importo pari al *fair value* alla *grant date* dei diritti concessi, ripartendo questo importo fra i vari esercizi necessari per il decorso del *vesting period*. Le variazioni del *fair value* tra un esercizio e l'altro devono essere inserite nel conto economico del periodo di riferimento<sup>284</sup>.

Per determinare concretamente il *fair value* lo standard IASB non prescrive alcuna particolare metodologia di calcolo prospettate, ma richiede di utilizzare una delle tecniche riconosciute generalmente e utilizzate nei mercati finanziari per determinare il valore delle opzioni. Tali tecniche, naturalmente, dovranno essere eventualmente corrette per tenere in considerazione i termini (ad esempio nel caso di non trasferibilità delle *stock option* concesse ad amministratori e dipendenti) e delle condizioni per cui le *stock option* concesse ad amministratori e dipendenti differiscono da quelle scambiate sui mercati regolamentati.

L'IFRS 2 contiene delle importanti precisazioni relative all' ipotesi in cui il regolamento che disciplina *stock option* e *restricted option* contempra delle *vesting condition*, subordinando cioè la possibilità di esercitare l'opzione non solo al decorso del tempo, ma anche al verificarsi di determinate condizioni.

L'IFRS 2 distingue, quindi tra *market condition* e *vesting condition*: le prime comprendono le condizioni individuate sul mercato con riferimento al prezzo di mercato dell'azione, come ad esempio la crescita della quotazione al di là di una data soglia<sup>285</sup>. Il secondo gruppo viene identificato per contrapposizione al primo, in quanto comprende le altre condizioni che in ipotesi si possono indicare, come il protrarsi del rapporto di lavoro sino alla *vesting date* o il raggiungimento degli obiettivi di *performance* che non si riferiscono al prezzo dell'azione.

L'IFRS 2 stabilisce che solo le *market condition* devono essere considerate nella determinazione del *fair value* delle *stock option*. La società dovrà tener conto delle *vesting*

---

<sup>282</sup> Il giorno dell'attribuzione è quello in cui entrambe le parti concordano su, e accettano, tutti i termini e le condizioni che regolano gli "incentivi azionari" connessi (cfr. il documento IASB che accompagna l'IFRS 2 con il titolo di *Guidance on implementing IFRS 2 Share-based Payment*, 2004, p.4). per una discussione delle ragioni che hanno indotto lo IASB ad indicare la *grant date* come data di riferimento per la misurazione (*measurement date*) cfr. IASB, *IFRS 2 Basis for Conclusions February 2004*, p. 26 ss. Per una trattazione critica della scelta compiuta dallo IASB v. L. BARONE, *Executive stock options*, in *Quaderni Guido Carli*, Roma 2004, p. 40 ss.

<sup>283</sup> Cfr. l'IFRS 2, §15, il quale in linea generale dispone che il costo ed il corrispondente incremento del patrimonio netto debbano essere rilevati nel momento in cui i beni sono ricevuti e i servizi resi, ma precisa che qualora l'effettiva assegnazione dell' *equity instrument* sia subordinata al completamento di uno specifico servizio della controparte, l'azienda dovrà rilevare il costo del servizio lungo il periodo di maturazione del servizio.

<sup>284</sup> V. l'IFRS 2, §§30 ss.

<sup>285</sup> Cfr. IFRS 2, *Appendix A, Defined Terms*.

*condition* per determinare il numero di stock option che presume, in base alle informazioni disponibili, risulteranno aver soddisfatto tali condizioni il giorno della *vesting date*. Per tale motivo se durante il *vesting period* o alla data della *vesting date*, la stima compiuta dalla società si rileva *ex post* inesatta a causa di un maggiore o minore numero di opzioni risultate esercitabili, la società dovrà apprestare le opportune revisioni e “portare alla luce” (*truing up*) il solo valore dei servizi resi date le *stock option* esercitabili.

Al contrario non si può effettuare nessuna revisione nel caso di in cui non si realizzino le *market condition*<sup>286</sup>, che sono prese in considerazione *ex ante* nel calcolo del *fair value*. Allo stesso modo non è consentita nessuna previsione nel caso in cui i termini per l’esercizio e le *vesting condition* originariamente previste (alla *grant date*) vengano successivamente modificate dalla società, tranne se tali modifiche comportino un incremento del *fair value*, ad esempio nel caso di una riduzione del prezzo di esercizio, oppure in caso di cancellazione delle opzioni concesse<sup>287</sup>.

Inoltre la contabilizzazione in conto economico si dovrà corredare con una serie di informazioni esplicative, in nota integrativa, sulla natura degli incentivi azionari concessi nel corso dell’anno, sulle modalità del calcolo del *fair value* e sulla loro incidenza sul risultato di esercizio<sup>288</sup>.

La *disclosure* dovrà quindi svolgere un ruolo fondamentale per aumentare la trasparenza sull’utilizzo degli incentivi azionari e per rendere decifrabili e comparabili le scelte discrezionali compiute dagli emittenti per adattare alle caratteristiche delle *stock option* concesse a dipendenti e amministratori le tecniche di valutazione usate per le normali opzioni *call* trattate sul mercato.

Infine, sul piano comparatistico, si deve osservare che il principio contabile considerato impone alle società di contabilizzare sempre e in ogni caso il *fair value* delle *stock option* concesse. Quindi non sussiste il rischio dell’effetto “discriminante” nella scelta degli incentivi azionari che, sembrano aver avuto le regole contabili statunitensi che, consentendo di scegliere tra il metodo del *fair value* e quello *dell’intrinsic value*, sono state uno dei fattori che hanno indotto quasi tutte le società statunitensi ad adottare *stock option at the market*, poiché esse presentano alla *grant date* un valore intrinseco pari a zero.

### **3.5. Attribuzione degli incentivi azionari agli amministratori indipendenti**

La Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005, è completata da un allegato contenente alcune linee guida che si ritiene auspicabile che gli Stati membri

---

<sup>286</sup> Cfr. IFRS 2, §§19-22.

<sup>287</sup> Cfr. IFRS 2, §27.

<sup>288</sup> Cfr. IFRS 2, §§44 ss.

acquisiscano nella definizione delle situazioni che precludono l'assunzione della carica di amministratore indipendente.

Meritevole di particolare attenzione, fra i vari criteri previsti, è quello che dispone che norme di remunerazione legate alla *performance* della società debbano ritenersi incompatibili con questa specifica categoria di amministratori. Tale impostazione, però, non appare condivisibile laddove, pur riconoscendo una generale flessibilità agli stati membri nel recepimento delle linee guida, è formulata in maniera tale da escludere a priori, senza prevedere alcuno spazio per eventuali eccezioni, uno strumento che in alcuni casi, invece, potrebbe aiutare a migliorare l'efficacia e l'efficienza del governo societario.

Infatti, se da un lato il collegamento fra *performance* e remunerazione potrebbe rappresentare un notevole stimolo per indurre gli amministratori indipendenti ad assumere decisioni "rischiose"<sup>289</sup> e ad acquisire le informazioni e la necessaria professionalità per eliminare quella posizione di asimmetria informativa in cui si trovano istituzionalmente rispetto ai soggetti controllanti (gli *executive*). Tale condizione, come notato, induce molti a dubitare dell'efficacia e dell'utilità del loro ruolo<sup>290</sup>.

In questa direzione, fra l'altro, sembrano orientarsi gli studi empirici che hanno indicato come negli Stati Uniti, a partire dalla fine gli anni '80, è andato via via incrementandosi il ricorso a forme di remunerazione incentivanti (in particolare *stock option*) per gli *outsider directors*: sussiste una relazione statisticamente importante fra la remunerazione incentivante da loro ricevuta e la *performance* positiva dell'impresa<sup>291</sup>.

Dall'altro lato, il rischio che questa tipologia di remunerazione possa incrementare la possibilità di collusione tra controllanti e controllati a scapito degli azionisti (pericolo che il suddetto divieto tenderebbe a scongiurare) non sembra profilarsi ogni volta che le *restricted stock*, i piani di *stock option* e gli altri incentivi che vengono attribuiti siano calibrati, sia nei tempi che nei termini che regolano il loro funzionamento, con modalità diverse per gli amministratori esecutivi e per quelli non esecutivi.

---

<sup>289</sup> Di fronte all'enfasi che il *Sarbanes Oxley Act* e le regole di ammissione al *Nasdaq* e al *Nyse* pongono ora sul ruolo degli *independent director* nelle società statunitensi, da più parti è stato sottolineato il pericolo di una gestione eccessivamente "conservativa".

<sup>290</sup> V. A GREENSPAN, *Corporate Governance*, 2002, tratto dal sito [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

<sup>291</sup> D. YERMACK, *Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*, Working Paper, Stern School of Business, 2002, tratto dal sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Per analisi empiriche che indicano come nello stesso periodo l'indipendenza di giudizio e l'efficacia degli *outsider directors* sia aumentata, v. la letteratura citata da M. KAHAN e E.B. ROCK, *How I learned to stop worrying and love the pill: adaptive responses to takeover law*, in 69 *University of Chicago Law Review*, 2002, p. 882. Per ulteriori indicazioni circa la correlazione tra performance e attribuzione di incentivi azionari agli amministratori non esecutivi cfr. L.A. BEBCHUCK e J.M. FRIED, *op. cit.*, p. 35. Si noti tuttavia che L.A. BEBCHUCK e J.M. FRIED, *op. cit.*, concludono la loro dissertazione esprimendo un certo scetticismo circa la possibilità che gli incentivi azionari riescano a motivare adeguatamente gli amministratori indipendenti (*ivi*, p. 205).

Quello che sembra è che questi meccanismi di remunerazione potrebbe rendere le forme di remunerazione esaminate dei veri e propri strumenti anti-collusivi, dal momento che sono idonei a creare una divergenza degli obiettivi tra controllanti e controllati, a favore dell'interesse degli azionisti alla creazione di valore.

Appare, pertanto, preferibile un approccio più flessibile, ma dotato delle opportune tutele, al tema in questione come quello adottato a partire dal luglio 2003 con la revisione del codice di *corporate governance* per le società quotate al *London Stock Exchange*, ossia il *Combined Code on Corporate Governance*. Il regolamento di ammissione al *London Stock Exchange*, infatti, dispone che le società quotate che non rispettino le prescrizioni in esso contenute ne indichino le ragioni nella relazione di accompagnamento al bilancio (c.d. *comply or explain rule*)<sup>292</sup>.

Per quel che riguarda le forme di retribuzione degli amministratori non esecutivi connesse al valore di mercato della società, il codice, pur esprimendo un'opinione tendenzialmente negativa al riguardo, non esclude a priori che questo possa effettuare la qualifica di amministratore indipendente, ma obbliga la società ad indicare, nel rapporto annuale, le ragioni per cui non si ritenga compromessa l'indipendenza degli amministratori (§A.3.1.) e subordina, in ogni caso, la partecipazione ad un piano di *stock option* al preventivo consenso dell'assemblea degli azionisti e all'obbligo di conservazione delle azioni ottenute tramite le opzioni per almeno un anno dalla fine della carica<sup>293</sup> (§B.1.3).

Nel nostro ordinamento la riforma del diritto societario impone che, nel caso in cui si scelga di adottare il sistema societario monistico, almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione debba essere "in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma, e se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati" (art. 2409-*septiesdecies* cod. civ.) e tutti i componenti del comitato per il controllo sulla gestione debbano essere in possesso "dei requisiti di indipendenza di cui all'art. 2409-*septiesdecies*"(art. 2409-*octiesdecies* cod. civ.).

Una particolare attenzione agli amministratori indipendenti è stata anche posta nel disegno di legge contenente "disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", dove si prevedeva l'inserimento nel d.lgs. 58/1998 (t.u.f.) di disposizioni secondo cui qualora il consiglio di amministrazione sia composto da sette membri, o il consiglio di gestione sia composto da più di quattro membri, "almeno uno di essi deve possedere i

---

<sup>292</sup> Cfr, *LSE Rules*, 12.43 A(b).

<sup>293</sup> Obbligo che comporta un maggior onere per i manager sia sul piano finanziario, sia su quello relativo al rischio d'impresa, che non dipenderà più dalle loro scelte ma da quelle di soggetti terzi, i nuovi manager, per compensare questo onere la società sarà quindi costretta a incrementare il numero di *stock option* concesse, sostenendo un costo maggiore.

requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria”.

Data l'enfasi già posta dal vigente ordinamento sulla figura dell'amministratore indipendente, e del crescente rilievo che essa continua ad assumere, anche nel nostro ordinamento bisogna domandarsi se l'attribuzione di *stock option* o di *restricted stock* ad un amministratore comprometta la sua eventuale qualifica di indipendente ai sensi di legge, a prescindere dal significato della nozione in base alla normativa speciale<sup>294</sup> o a fonti autoregolamentari e clausole statutarie che dispongono specificamente a riguardo).

Partendo dal dato normativo si rileva che il legislatore, sia nel codice sia nel t.u.f., non affronta in maniera esplicita il tema della struttura della remunerazione quando delinea le caratteristiche che precludono la qualificazione di amministratore indipendente, ma richiama solo i requisiti elencati rispettivamente nell'art. 2399, co.1, cod. civ., e dall'art. 148, co. 3, t.u.f, che annoverano fra le cause di ineleggibilità e di decadenza “i rapporti di natura patrimoniale” che “compromettano l'indipendenza” degli amministratori.

Si tratta di fattispecie vaghe, che potrebbero sussistere in presenza di incentivi azionari, poiché, come si è già osservato, la partecipazione a piani di *stock option* o di *restricted stock* può comportare una situazione di collusione tra gli amministratori indipendenti e gli amministratori esecutivi<sup>295</sup> e compromettere le mansioni di indirizzo strategico e di vigilanza affidate ai primi. Infatti, essi potrebbero essere indotti ad un atteggiamento compiacente con possibili politiche gestionali di breve termine che, contrastando l'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti sul medio-lungo termine, consentano ingenti guadagni con le azioni o le *stock option* dagli stessi possedute.

In particolare, riferendosi alle società con proprietà concentrata, dove è identificabile un socio o un gruppo di controllo, si deve notare che le *stock option* e le *restricted stock* possono compromettere l'indipendenza degli amministratori portandoli a conseguire l'interesse del socio o del gruppo di controllo a discapito di quello della generalità degli azionisti alla massimizzazione dell'investimento azionario. Basti pensare alla possibilità di attribuire agli amministratori di una società appartenente ad un gruppo *stock option* su azioni di altra società del gruppo (o *restricted stock* della stessa); tale situazione, peraltro già verificatasi in società italiane quotate, può indurre gli amministratori a portare all'interno del gruppo risorse e

---

<sup>294</sup> Il riferimento è alla novella dell'art. 26 del d.lgs. 385/93 e dell'art. 13 del d.lgs. 58/98 che dispongono che coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di banche, sgr, sim e sicav, debbano possedere anche i requisiti di indipendenza stabiliti con regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>295</sup> Per tali intendendosi “gli amministratori delegati, ivi compreso il presidente quando allo stesso vengano attribuite deleghe, nonché gli amministratori che ricoprono funzioni direttive nella società”, così si esprime il “Codice di autodisciplina” delle società quotate nella Borsa Italiana s.p.a. (§2.2.).

opportunità d'investimento in favore della società sulla quale hanno le *stock option*, favorendo l'interesse di una parte e non di tutti gli azionisti. Si consideri, anche, il caso in cui la clausola che anticipa la possibilità di esercizio delle opzioni in caso di trasferimento di controllo della società venga introdotta su impulso di un socio che detiene una quota significativa della società soltanto per indurre gli amministratori a conseguire il buon esito di una successiva offerta pubblica promossa dallo stesso socio per l'acquisizione del controllo, a svantaggio degli azionisti di minoranza.

Proprio queste preoccupazioni, pur condivisibili, si potrebbero considerare, potrebbero essere considerate non rilevanti nell'accertamento giuridico dell'indipendenza degli amministratori così retribuiti, considerato che secondo un'autorevole dottrina è dubbio che la situazione in cui l'amministratore non sia indipendente dal socio di maggioranza<sup>296</sup> possa essere ricompresa nell'art. 2399, co. 1, lett. c) cod. civ.

Riguardo a questa argomentazione si può obiettare che, anche se è vero che l'eventuale collegamento fra l'amministratore e il socio di maggioranza non esclude l'indipendenza del primo ai sensi dell'articolo 2399, co. 1, lett. c), cod. civ., ciò non esclude che proprio ai sensi di questa disposizione possa assumere importanza un rapporto retributivo fra la società e l'amministratore indipendente strutturato in materia tale da indurre quest'ultimo ad accettare passivamente le scelte di gestione compiute dagli amministratori esecutivi nell'interesse esclusivo dei soci di maggioranza.

Dato che non si può a priori escludere che, non solo nelle società a proprietà diffusa ma anche in quelle con assetti proprietari concentrati, l'attribuzione di incentivi azionari assume un rilievo fondamentale ai fini dell'applicazione dell'art. 2399, co. 1, lett. c), ma bisogna osservare che non è scontato che l'attribuzione di *stock option* o *restricted stock* pregiudichi l'autonomia di giudizio degli amministratori indipendenti. Piuttosto l'utilizzo di questi strumenti di remunerazione, se opportunamente calibrato ai termini di esercizio, può rivelarsi uno strumento in grado di creare una positiva divergenza di interessi nei rapporti fra amministratori esecutivi e amministratori indipendenti<sup>297</sup>.

Non si deve neppure dimenticare che la partecipazione di quest'ultimi, anche se in misura ridotta, al rischio d'impresa può sicuramente costituire uno stimolo per un migliore espletamento dei compiti di amministrazione e di supervisione.

---

<sup>296</sup> Cfr. G. PRESTI e F.F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* (AGE), n. 1, 2003, p. 112, nt. 11. Interpretazione che appare in effetti corroborata dalla constatazione che anche gli amministratori indipendenti sono revocabili, come gli altri amministratori, in ogni tempo dell'assemblea dei soci, salvo il diritto al risarcimento del danno in assenza di giusta causa (v. art. 2409- *noviesdecies* cod. civ. che richiama l'art. 2383, co. 3, cod. civ.).

<sup>297</sup> Si pensi al caso previsto dal *Combined Code* che condiziona l'attribuzione degli incentivi azionari alla presenza di una clausola in base alla quale le azioni possono essere cedute solo dopo un anno dalla cessazione della carica.

Non si può dare una risposta univoca relativamente alla convenienza o meno dell'attribuzione degli incentivi azionari agli amministratori indipendenti, in quanto condizionata alle circostanze del caso concreto.

Pertanto occorrerà accertare di volta in volta se l'attribuzione di *stock option* o *restricted stock* conduce ad una commistione di interessi tra amministratori indipendenti ed esecutivi tale da poter compromettere l'indipendenza dei secondi con conseguente ineleggibilità o decadenza ai sensi del combinato disposto degli artt. 2409-*octiesdecies*, co.2, e 2399, co. 1, lett. c).

Del resto anche il Codice di Autodisciplina delle società quotate della Borsa Italiana, statuisce che "il compenso di amministratore ed una partecipazione azionaria, tale da non permettere il controllo o l'influenza notevole sulla società interessata, non inficiano il requisito dell'indipendenza" (§3.2).

### **3.6. Tutela reale e tutela risarcitoria**

Come detto in precedenza l'istituto del *Say-on-Pay* nel Regno Unito è stato rafforzato da parte dell'*Enterprise and Regulatory Reform Act* del 2013, con il quale, in particolare, sono state modificate le sezioni 421 e 422A del *Companies Act 2006*, imponendo alle società di redigere una relazione sulla remunerazione per ciascun esercizio finanziario della società da far approvare al consiglio di amministrazione<sup>298</sup>. Il contenuto della relazione sulla remunerazione è ora definito nelle grandi e medie imprese e nei *Groups Regulations 2013*<sup>299</sup> (con emendamenti su conti e revisioni) ed è strutturato in due parti<sup>300</sup>. La prima è il "rapporto annuale" sulla remunerazione, ossia un resoconto su come la politica di remunerazione degli amministratori è stata implementata alla luce dei pagamenti effettivi effettuati agli amministratori nell'ultimo esercizio finanziario<sup>301</sup>. Secondo la sezione 439 del *Companies Act 2006*, gli azionisti hanno un "voto consultivo" annuale su una risoluzione per approvarla. La relazione deve includere una singola retribuzione totale per ciascun amministratore per l'esercizio finanziario precedente da riassumere in una tabella che evidenzia stipendi e commissioni denaro o attività ricevute o ricevibili a seguito del raggiungimento di misure o obiettivi di rendimento, utili da qualsiasi sistema di incentivi a lungo termine e benefici pensionistici<sup>302</sup>. Inoltre, la relazione deve indicare per ciascun amministratore i diritti

---

<sup>298</sup> La politica di remunerazione degli amministratori contenuta nella relazione sulla remunerazione degli amministratori di una società può essere rivista, ma in tal caso deve essere approvata dal consiglio di amministrazione. Vedi. Sez. 422°, *Companies Act 2006*.

<sup>299</sup> *Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013* (SI 2013/1981).

<sup>300</sup> Parte 3 e Parte 4 della Schedule 8 *ibid.*

<sup>301</sup> Parte 3 Schedule 8 *ibid.*

<sup>302</sup> Maggiori dettagli sono previsti dalla *Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations 2013*, Schedule 8, ss, 4-12

pensionistici totali, gli interessi del regime (come quelli relativi alle azioni e alle opzioni) assegnati durante l'esercizio, i pagamenti agli amministratori passati, i pagamenti per la perdita dell'ufficio e una descrizione della partecipazione degli amministratori e condividere interessi nella società<sup>303</sup>. Se in una società non si riuscirà a far passare questa risoluzione in un anno in cui la politica di remunerazione non è stata sottoposta al voto di un azionista, ciò innescherà la necessità per la società di rimettere la politica di remunerazione agli azionisti l'anno successivo<sup>304</sup>. La seconda parte della relazione sulla remunerazione è la "politica di remunerazione" degli amministratori. Secondo la sezione 439A del *Companies Act 2006*, gli azionisti hanno un "voto vincolante" su una risoluzione per approvare la politica di remunerazione degli amministratori almeno ogni tre anni. La politica di remunerazione dell'amministratore definisce l'orientamento della società in merito all'erogazione di pagamenti di compensi esecutivi e pagamenti per la perdita della carica. Se una società desidera apportare modifiche alla politica di remunerazione, dovrà sottoporre la nuova politica agli azionisti per l'approvazione in assemblea generale<sup>305</sup>. Gli amministratori che violano la politica di remunerazione approvata, non avranno diritto a ricevere la remunerazione stessa e perderanno anche i pagamenti d'ufficio<sup>306</sup>.

Accordi non conformi alla politica saranno vincolanti solo se il pagamento pertinente è specificamente autorizzato mediante una risoluzione dell'azionista, in base a un *memorandum* che stabilisce l'importo e le indicazioni del pagamento proposto<sup>307</sup>. Anche l'obbligo di effettuare un pagamento in contrasto con queste disposizioni non ha alcun effetto<sup>308</sup>.

La relazione sulla remunerazione dovrebbe includere anche una "dichiarazione annuale", che mira a migliorare la trasparenza e rendere più facile per gli azionisti trovare rapidamente le informazioni pertinenti sulle retribuzioni all'interno della relazione sulla remunerazione. Si tratta di una valutazione personale, da parte del presidente del comitato per la remunerazione, che sintetizza per l'esercizio finanziario rilevante le principali decisioni sulla remunerazione degli amministratori, le modifiche sostanziali relative alla remunerazione degli amministratori effettuate nel corso dell'ultimo anno e il contesto in cui tali cambiamenti si sono verificati e le decisioni che sono state prese<sup>309</sup>.

---

<sup>303</sup> *Ibid*, ss. 13-17.

<sup>304</sup> Sez. 439A(2)(a) *Companies Act 2006*.

<sup>305</sup> *Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations 2013*, Schedule 8, ss. 24-40.

<sup>306</sup> Sezioni 226B e 226C *Companies Act 2006*.

<sup>307</sup> Sez. 226D (1) *ibid*.

<sup>308</sup> Sez. 226D (5) *ibid*.

<sup>309</sup> *Large and Medium-sized Companies and Groups Regulations 2013*, Schedule 8, s 3. A partire da gennaio 2019, questa dichiarazione riporta anche ogni discrezionalità che è stata esercitata nell'aggiudicazione della remunerazione degli amministratori. Vedi *Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018*, reg. 16.

Nell'ordinamento italiano, in ragione della natura meramente consultiva della delibera assembleare *ex art. 123-ter T.U.F.*, la competenza decisoria sulla retribuzione degli amministratori investiti di particolari cariche resta in capo all'organo di gestione, unico soggetto responsabile, nel nostro ordinamento, per le scelte compiute ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.

L'istituto di *Say on Pay*, dev'essere, d'altro considerato anche nella sua prospettiva "patologica" e cioè analizzando in presenza di quali condizioni la volontà (positiva o negativa) espressa in sede assembleare possa giustificare l'attivazione di una tutela di carattere "invalidante" (o "reale", o altrimenti detto, "demolitoria" ) ovvero di carattere "risarcitorio" rispetto alla retribuzione concretamente determinata dall'organo di gestione *ex art. 2389, 3° co., c.c.* Tale verifica, infatti, consente di ponderare quanto gli amministratori, nonostante abbiano competenza decisoria, siano effettivamente liberi di discostarsi dagli esiti della votazione.

In tal senso, può essere utile capire quali strumenti di tutela possano essere attivati nel caso in cui: *i)* la delibera consiliare *ex art. 2389, 3° co., c.c.* non sia conforme al parere fornito dai soci in sede assembleare; *ii)* la delibera consiliare attributiva dei compensi sia pienamente conforme agli esiti del voto assembleare; *iii)* la delibera consiliare non sia preceduta dall'approvazione di una politica di remunerazione ovvero da una(valida) delibera assembleare *ex art. 123-ter t.u.f.*

Idealmente si possono prefigurare due diverse ipotesi in cui si registra una divergenza tra la volontà assembleare (espressa ai sensi dell'art. 123-ter T.U.F.) e il deliberato consiliare (adottato ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.). Il primo caso è quello in cui la politica di remunerazione, sottoposta alla valutazione dell'assemblea *ex art. 123-ter T.U.F.*, riceve un voto negativo; nonostante ciò gli amministratori decidono di restare fedeli alla relazione da essi redatta e di determinare egualmente i compensi degli "amministratori investiti di particolari cariche" (*ex art. 2389, 3° co., c.c.*) coerentemente alla politica in essa contenuta<sup>310</sup>. Nel secondo caso, invece, la politica di remunerazione incontra il consenso dei soci, che esprimono un parere positivo in sede assembleare, ma nonostante questo, l'organo di

---

<sup>310</sup> Laddove l'organo di gestione faccia prevalere ragioni di opportunità e reputazionali, decidendo di non applicare la politica retributiva non gradita all'assemblea, si ritiene che non sia obbligato a convocare nuovamente l'assemblea, potendosi limitare a dare *disclosure* alla nuova politica (in linea con le preferenze dei soci) con le stesse modalità dell'art. 123-ter, 1° co., T.U.F. In ogni caso, la politica sarebbe sottoposta all'assemblea l'anno successivo. Così, ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate. Circolare n. 8/2012*, cit., p. 800; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., p. 1282.

gestione, in sede di successiva fissazione dei compensi, decide di discostarsi dalle linee guida indicate nella politica presentata e approvata dall'assemblea<sup>311</sup>.

In entrambe le situazioni, i principi di correttezza e buona fede a cui gli amministratori devono conformarsi nell'esercizio delle proprie prerogative fanno sorgere in capo all'organo di gestione l'obbligo di motivare adeguatamente le ragioni che hanno indotto a non tenere conto degli esiti del voto assembleare. È dunque necessario individuare le conseguenze, in termini di strumenti di tutela attivabili, nel caso in cui questo obbligo di motivazione sia disatteso.

Fra questi, il primo da analizzare è la tutela risarcitoria. Innanzitutto, una simile violazione potrebbe comportare conseguenze sul piano della responsabilità degli amministratori verso la società, ai sensi dell'art. 2392 c.c.<sup>312</sup>.

Invero, occorre preliminarmente esaminare se una delibera consiliare, avente ad oggetto la corresponsione di un compenso irragionevole<sup>313</sup> a favore degli amministratori "investiti di particolari cariche in conformità dello statuto", sia da sola sufficiente a fondare la responsabilità dell'organo gestorio nei confronti della società, indipendentemente dalla coerenza di tale delibera con la pronuncia assembleare *ex art. 123-ter t.u.f.* In tal modo, infatti, diviene possibile isolare la specifica incidenza che ha, ai fini risarcitori, la circostanza che questo stesso deliberato consiliare avente ad oggetto l'attribuzione di un compenso irragionevole sia stato adottato discostandosi immotivatamente dal parere espresso dai soci.

Ciò premesso, la dottrina che si è occupata dell'argomento ha rilevato che, in un quadro normativo privo di specifiche regole o criteri normativi di adeguatezza dei compensi, al fine di accertare la legittimità dell'emolumento sia necessario appellarsi ad una clausola generale: il principio di *ragionevolezza*<sup>314</sup>. Questo principio, infatti, opera, *ex ante*, quale

---

<sup>311</sup> Le ragioni alla base di una simile decisione potrebbero risiedere, ad esempio, in un sopravvenuto mutamento delle condizioni economico-patrimoniali della società, in un generale andamento del mercato o ancora in uno *ius superveniens* (anche fiscale). Così A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 300, n. 76.

<sup>312</sup> Così anche S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1282-1283; M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., p. 468.

<sup>313</sup> Solo in presenza di un compenso irragionevole, infatti, si può correttamente ritenere che la delibera attributiva causi un ingiustificato depauperamento del patrimonio aziendale: depauperamento che, pur costituendo l'effetto normale della delibera (giacché sull'impresa che grava il peso retributivo), diviene illegittimo ove l'onere posto a carico della società non risulti rispondente all'interesse di quest'ultima, ossia remunerare e incentivare il *management*.

<sup>314</sup> V. D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, cit., p. 377, ove si auspica l'esplicitazione del principio in sede normativa; A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 3, 2013, pp. 457 ss., ove si ritiene che tale principio possa trovare applicazione in materia di compensi; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 206 ss.; V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, cit., pp. 54 ss.; da ultimo, v. A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 317.

limite alla discrezionalità degli organi sociali e, *ex post*, quale criterio per sindacare la legittimità dell'assegnazione e i suoi elementi di lesività per l'impresa<sup>315</sup>.

Però considerato che il concetto di "ragionevolezza" si caratterizza per la sua relatività ed indeterminatezza, l'elaborazione giurisprudenziale e la dottrina si sono concentrati sulla ricerca e sull'identificazione di parametri di riferimento oggettivi, al fine di evitare che il giudizio si trasformi in un arbitrario sindacato nel merito delle scelte aziendali, in applicazione della *business judgment rule*<sup>316</sup>.

Il vaglio della ragionevolezza delle delibere attributive è avvenuto tramite parametri che fanno capo alla situazione sociale, attuale e prospettica, della società erogante, con riferimento al patrimonio, al fatturato o agli utili, ovvero alle mansioni assegnate al beneficiario secondo la loro mole e qualità.

In altri casi, invece, ci si è rifatti ai livelli medi di mercato (*benchmark*)<sup>317</sup>, guardando ai compensi erogati in società analoghe (per dimensioni e mercato merceologico) e in favore di soggetti investiti di mansioni corrispondenti<sup>318</sup>.

Il principio di ragionevolezza diviene quindi rilevante, non solo per verificare la sussistenza di un danno al patrimonio sociale, ma anche come regola di condotta per gli amministratori, sostanzialmente riconducibile ai generali "principi di corretta amministrazione", oggetto di vigilanza dei sindaci *ex art. 2403 c.c.* e, pertanto, «clausola generale di comportamento degli amministratori». Infine, il principio di ragionevolezza diviene uno dei criteri alla stregua dei quali valutare l'adempimento del dovere di amministrazione diligente, imponendo in concreto agli amministratori l'adozione di scelte ponderate, istruite e coerenti con gli obiettivi di creazione di valore azionario.

Da tali considerazioni consegue che è configurabile una violazione del dovere generico di agire con diligenza (art. 2392 c.c.) e di perseguire l'interesse sociale, oltre che una violazione del dovere di curare e valutare l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (art. 2381, 3° co., c.c.), cui potrebbe essere ricondotto il sistema retributivo

---

<sup>315</sup> V. A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 465.

<sup>316</sup> In materia, v. C. AMATUCCI, *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della business judgment rule*, Milano, 2014; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pp. 183 ss. In giurisprudenza, v. da ultimo, Cass. 12 febbraio 2013, n. 3409, in *Giust. civ. Mass.* 2013; Cass. 12 agosto 2009, n. 18231, in *Diritto e Giustizia online*, 2009; Trib. Milano 14 gennaio 2011, in *Giur. comm.*, 5, 2011, p. 1178; Trib. Palermo 13 marzo 2008, in *Giur. comm.*, 1, 2010, p. 121.

<sup>317</sup> In dottrina, v. G. NICCOLINI, *Il compenso del liquidatore di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 5, 2010, p. 1091, il qual ritiene a tal fine utile un'indagine presso il Registro delle Imprese; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 126, n. 168, ove si afferma che un simile criterio sarebbe giustificato dal richiamo agli «usi» di cui all'art 1374 c.c. (in tema di integrazione del contratto), dall'art. 2233, 1° co., c.c. (in tema di compenso delle professioni intellettuali) e dall'art. 1709 c.c. (in tema di mandato).

<sup>318</sup> Tale criterio è talvolta ancorato, oltre che ai compensi erogati in società terze, a quelli erogati dalla stessa società nei precedenti servizi, v. Trib. Milano, 1 febbraio 2004, in *Giur. it.*, 2005, p. 2110.

dell'impresa, ogniqualvolta l'organo amministrativo deliberi (ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c.) un compenso eccessivo, non compatibile con la situazione aziendale né giustificato da particolari mansioni assegnate al beneficiario, ma dannoso per l'equilibrio patrimoniale dell'impresa. Così a titolo di corresponsabili risponderanno anche i consiglieri non beneficiari dell'erogazione che abbiano concorso ad approvare la remunerazione, pur conoscendone o dovendone conoscere (in virtù dei doveri di diligenza e dell'agire informato) il carattere pregiudizievole della società. Inoltre, *ex art. 2391, 4° co., c.c.*, sarà responsabile anche il gestore beneficiario dell'erogazione che, con il suo voto determinante, abbia concorso all'adozione del deliberato lesivo.

Quindi la corresponsione di un compenso irragionevole deliberata ai sensi dell'art. 2389, 3° co., c.c., deve ritenersi da sola sufficiente per giustificare l'esercizio di un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Un altro rimedio è rappresentato, poi, dalla revoca degli amministratori ai sensi dell'art. 2383, 3° co., c.c. La revoca dei gestori appartiene al genere del recesso per cui la "giusta causa" non è condizione di efficacia dell'atto ma la relativa mancanza attribuisce all'amministratore il diritto al risarcimento del danno<sup>319</sup>.

Nel caso di specie, però, il mero dissenso dei soci rispetto alla politica di remunerazione proposta dagli amministratori non può ritenersi sufficiente per affermare la rottura del vincolo fiduciario<sup>320</sup>.

Qualora poi gli amministratori abbiano determinato i compensi in senso non conforme alla pronuncia assembleare *ex art. 123-ter T.U.F.*, discostandosi quindi dalla politica "approvata" dall'assemblea o restando fedeli alla politica non "approvata" dall'assemblea, senza una valida e adeguata motivazione, è possibile riscontrare in questa condotta il *quid pluris* che faccia ritenere che gli amministratori non agiscano più nel migliore interesse della società<sup>321</sup>.

A differenza della tutela risarcitoria, quindi il ricorso ad una giusta causa di revoca non è subordinato alla sussistenza di un compenso "irragionevole"<sup>322</sup>, potendo operare in virtù di un

---

<sup>319</sup> Così, M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, cit., p. 180; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 470 ss. Per tale motivo, si è sottolineato che, essendo la revoca un diritto previsto dalla legge, il suo esercizio non può mai determinare un danno all'amministratore. Sarebbe stato quindi preferibile utilizzare il termine "indennizzo" piuttosto che quello di risarcimento, il quale lascerebbe intendere l'esistenza di un danno (di "indennizzo" parla infatti Trib. Roma 24 luglio 2013, n. 16432, in *Vita not.*, 3, 2013, p. 1477).

<sup>320</sup> Nello stesso senso, v. anche M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., p. 1716.

<sup>321</sup> V. anche A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 301; S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1283. Concludono nel senso della operatività di una giusta causa di revoca anche gli Autori che hanno affrontato il tema (simile) dell'ingiustificato scostamento dell'agire amministrativo rispetto al parere assembleare;

<sup>322</sup> La corresponsione di un compenso irragionevole (a prescindere dalla sua coerenza con la politica "approvata" dall'assemblea) può altresì operare quale giusta causa di revoca, concretizzandosi essa nella violazione degli obblighi sopra riportati (di diligenza, di perseguire l'interesse sociale, di adeguatezza degli assetti organizzativi,

ingiustificato scostamento della delibera consiliare attributiva dei compensi dagli esiti del voto assembleare.

Quanto alle possibili conseguenze sul piano invalidante, è possibile individuare altresì sanzioni a carattere reale. Non si può negare che l'amministratore che abbia votato nella delibera determinativa del proprio compenso (in quanto "investito di particolari cariche" *ex art. 2389, 3° co., c.c.*) possa considerarsi portatore di un interesse personale: questo, al ricorrere di determinati presupposti, può condurre all'annullamento della delibera consiliare.

Tali considerazioni devono infatti essere verificate alla luce della disciplina dettata dall'art. 2391 c.c. in tema di "interessi degli amministratori". Nello specifico, se l'amministratore ha un interesse, per conto proprio o di terzi, in una determinata operazione, la norma impone che costui ne informi gli altri amministratori e il collegio sindacale, nonché, se si tratta di amministratore delegato, che si astenga dal compiere l'operazione; inoltre il consiglio, ove deliberi il compimento dell'operazione è tenuto a motivarne adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società.

Sul piano sanzionatorio, la disposizione citata (al comma terzo) consente l'impugnativa delle delibere consiliari al ricorrere dei seguenti presupposti alternativi: *i)* omessa o insufficiente comunicazione da parte dell'amministratore interessato; *ii)* omessa o insufficiente o contraddittoria motivazione della delibera del consiglio; *iii)* voto determinante dell'amministratore interessato.

In ogni caso è necessario che la deliberazione sia potenzialmente dannosa per la società.

Nel caso di specie, pertanto, l'annullabilità della delibera sarà anzitutto possibile nel caso in cui l'amministratore investito di particolari cariche e beneficiario dell'attribuzione abbia partecipato con il suo voto determinante alla delibera.

La delibera sarà annullabile anche nel caso in cui essa si sia discostata dalla pronuncia assembleare, senza fornire un'adeguata motivazione in merito: la mancanza di questa motivazione potrà pertanto essere ricondotta all'obbligo di motivazione *ex art. 2391, comma 2, c.c.*<sup>323</sup>.

---

amministrativi e contabili, di non agire in conflitto d'interessi) e cui gli amministratori sono tenuti a informare il loro operato. Così A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, cit., p. 329.

<sup>323</sup> Nello stesso senso v. anche A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., pp. 302-304.

## CAPITOLO 4

### FORME DI ATTIVISMO E OBIETTIVI

Benché il fenomeno dell'attivismo sia molto diffuso negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove è considerato un fattore decisivo per il miglioramento della *corporate governance* delle imprese, in Italia è ancora poco sviluppato e si rende necessario incrementarlo dal momento che costituisce una componente mancante e necessaria per lo sviluppo del mercato italiano del controllo societario e per una gestione più efficiente delle imprese.

Concetti fondamentali per l'analisi di questa materia sono quelli di "investitore istituzionale", "attivismo" e "hedge fund", che è bene preliminarmente definire.

Per quel che riguarda il concetto di investitore istituzionale, appare condivisibile la definizione secondo cui con la locuzione "investitore istituzionale" ci si riferisce ad un'organizzazione che, dopo aver raccolto risorse finanziarie mediante sottoscrizione dai detentori di ricchezza o attraverso la vendita di attività finanziarie, costruisca portafogli finanziari al fine di assicurare sia la propria operatività che rendimenti adeguati per i sottoscrittori.

Accogliendo un'accezione allargata quindi, possono considerarsi investitori istituzionali le banche, i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, gli *hedge funds*, i *private equity*, i *venture capital* e analoghi.

L' "attivismo", invece, è quel fenomeno per cui gli azionisti, tramite l'esercizio dei loro diritti sociali connessi alla loro partecipazione o a qualsiasi altro strumento di persuasione disponibile nella società, si predispongono a svolgere un'intensa attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori.

Si cerca in tal modo di superare l' "*apatia razionale*"<sup>324</sup> dei soci sulla base di una valutazione di convenienza per cui il sacrificio individuale sostenuto per "disciplinare" gli amministratori è ampiamente compensato dal beneficio collettivo derivante dalla minimizzazione dei costi di agenzia, tramite la limitazione dell'indebito depauperamento del patrimonio sociale causato dall'estrazione dei "benefici privati" da parte di amministratori ed eventuali soci di controllo.

Ne consegue che l'attivismo degli investitori istituzionali è considerato come il meccanismo interno di *corporate governance* che viene azionato dagli stessi azionisti ed è finalizzato al monitoraggio delle *performance* e della gestione della società partecipata, congiuntamente se necessario a "*proactive efforts to change firm behaviour or governance rule*"<sup>325</sup>.

---

<sup>324</sup> PERNA RAFFAELE, *La "riforma Draghi". La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario nelle imprese italiane*, in *Le Società*, 1999, fasc. 3, pp. 269-279

<sup>325</sup> BENOCCI ALESSANDRO, *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, fasc. 1, pt. 1, pp. 83-122

Infine si deve tentare di definire l'*hedge fund*. Sono state date svariate definizioni, ognuna delle quali riflette una delle sue peculiarità, ma tutte possono essere generalizzate nell'affermazione secondo cui tale fondo è un investitore istituzionale capace di utilizzare il *leverage* e lo *short selling* per ottenere ingenti guadagni in un contesto normativo non sufficientemente dettagliato.

A livello internazionale emerge l'interesse a valorizzare le strategie *long term* degli investitori istituzionali, a rafforzare i diritti degli azionisti e a favorire forme di rapporto più attivo e diretto fra gli investitori istituzionali e il *management* delle società quotate.

#### **4.1. Aree interessate e fattori che stimolano l'attenzione degli azionisti**

Inizialmente si riteneva che gli investitori istituzionali fossero dotati di sufficienti incentivi a svolgere un'efficace attività di monitoraggio nei confronti degli amministratori, ma successivamente sono emerse diverse ragioni strutturali che rendono l'attivismo di questi soggetti scarsamente efficace<sup>326</sup>.

Una di queste ragioni è sicuramente il conflitto d'interessi<sup>327</sup> che si crea fra i sottoscrittori ed i gestori dell'organismo d'investimento collettivo del risparmio, dovuto alla sua struttura proprietaria, che è in grado di privare i gestori degli incentivi razionali necessari per l'attivismo. Anche la struttura dei compensi dei *money managers* induce i gestori a perseguire strategie diversificate: questo non permette agli investitori di far fronte alla complessa attività di analisi richiesta da qualsiasi forma di attivismo.

Questo spiega come mai gli investitori istituzionali sono strutturalmente impreparati e privi degli incentivi razionali a svolgere un'intensa attività di monitoraggio sull'operato degli amministratori. Anche i dati empirici mostrano che gli investitori assumono un atteggiamento molto più passivo, disertando le adunanze assembleari o servendosi di consulenti esterni per la determinazione del voto<sup>328</sup>.

---

<sup>326</sup> ZINGALES L., *Why Italian do not invest in equity market?*, Marzo 2007, paper disponibile su [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it) e presentato da Zingales all'Assemblea Annuale di Assogestioni tenutasi a Milano in data 25 Marzo 2007. Cfr. Pure J.R. MACEY, *Corporate Governance: promises Kept, promises broken*, 2010.

<sup>327</sup> *Conflitti d'interesse*. Quando agli "investitori istituzionali", quelli che dovrebbero fungere da "cane da guardia" del mercato nei confronti delle società, in Italia oggi sono essenzialmente le Sgr (Società di gestione del risparmio). Ebbene, i consiglieri delle Sgr presenti nel board della capogruppo (che è un gruppo bancario o assicurativo) o in altre società del gruppo sono ben il 67% del totale (erano il 69% l'anno precedente). Si può immaginare quanto abbiano voglia le Sgr di contestare in assemblea le decisioni di una società che è magari tra i migliori clienti della "casa madre", se non magari addirittura collegata. Cfr. C. CLERICETTI, *Banche e finanza, la strigliata della Consob*, Articolo pubblicato su [Repubblica.it](http://Repubblica.it) e [Kataweb.it](http://Kataweb.it) il 9 luglio 2007.

V. anche M. BIANCHI, M. CORRADI e L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impresa e società*, 2002, 397.

<sup>328</sup> CROCI E., *Shareholder Activism Investitori Istituzionali ed Hedge Funds*, ed. Franco Angeli, 2011.

Gli attivisti sono degli investitori che detengono una partecipazione in una società e possono essere classificati secondo due dimensioni: la prima a livello di diversificazione degli investimenti e la seconda relativa all'inerzia rispetto all'investimento.

Gli investitori attivi possono definirsi come una figura intermedia fra i fondi comuni di investimento, che, pur investendo in numerose compagnie, possono decidere di identificarsi in una particolare impresa, e i fondi di *private equity* che di solito investono in un numero più ristretto di società tentando di esercitare un maggior grado di controllo sui loro investimenti.

Investire attivamente significa poter perseguire diverse strade: l'attività che si decide di svolgere può quindi partire dal selezionare una singola azione, tramite il cosiddetto *stock picking*, similmente a come si comporta il gestore di un fondo comune di investimento, alla revisione o cambio del piano strategico, analogamente all'attività dei fondi di *private equity*.

La maggior parte degli attivisti opera oggi investendo attraverso uno o più hedge fund: ciò comporta, in sostanza, che l'attivista deve rispondere alla richiesta di un valido ritorno da parte degli investitori dell'hedge fund. Ogni fondo deve attrarre potenziali investitori con una proposta di valore unica e negli ultimi anni si è dimostrato come siano riusciti effettivamente ad identificare opportunità di investimento di qualità.

Fino ad ora nessun autore è riuscito a dare una definizione esatta di *activist* perché, anche se i loro comportamenti e le loro tattiche possono differire sostanzialmente, gli *activist* sono *value investor* e il loro successo è subordinato all'attuazione di quel cambiamento finalizzato a generare un ritorno positivo.

Sarebbe opportuno che le società obiettivo degli attivisti fossero consapevoli dei processi e della strategia di una campagna attivista, perchè, anche se molti attivisti sono noti per aver collaborato con la società, a prescindere dal loro metodo, essi faranno tutto il necessario per vincere e supportare la realizzazione delle loro idee.

Il principale motivo di differenziazione tra l'*activist* e il *value investor* consiste nel fatto che, mentre un tradizionale *value investor* ricerca un investimento dove il valore di lungo periodo verrà realizzato attraverso l'attuale capacità operativa della società e di mercato, l'attivista ricerca piuttosto opportunità di investimento per creare un nuovo valore. Con poche eccezioni l'arco temporale di un attivista tende a essere più ristretto del tradizionale *value investor*. Gli attivisti che è probabile che considerino un più lungo arco temporale, sono quelli che diventano *insider*, divenendo parte del Consiglio di Amministrazione. In questi casi, infatti, l'attivista potrebbe decidere di mantenere un investimento per diversi anni, soprattutto se sono ancora presenti delle azioni che potrebbero essere intraprese per generare nuovo valore.

L'obiettivo comune alle due categorie è quello di trovare buone società che non sono pienamente valutate dal mercato. Infatti entrambi sono attratti da una stabile capacità di

generare ricavi, intesa come ostacolo all'essere acquistati dai rivali e come potenziale fonte di crescita. In questa epoca di informazione di massa è però difficile trovare un'azione che sia semplicemente sottovalutata, motivo per cui, entrambe le categorie di investitori sono alla ricerca di società che abbiano bisogno di qualche azione correttiva.

A volte la debolezza è nel *management*, nelle decisioni che prende o che non prende, nelle conoscenze e nelle competenze di una specifica azienda, ma la criticità potrebbe anche essere nella struttura del capitale: una cristallizzazione eccessivamente conservativa, come in una *holding* che detiene troppa cassa o un basso dividendo, una cattiva *governance*, per quanto riguarda l'indipendenza degli amministratori o le politiche di remunerazione che pongono attenzione alla creazione di valore nel lungo termine tanto quanto alla *performance* di breve.

Il processo di scelta della società *target*, da parte degli investitori istituzionali, è particolarmente importante per permettere che la strategia di attivismo assunta vada a buon fine.

Gli investitori elaborano una classifica delle imprese che hanno ottenuto i peggiori risultati reddituali in rapporto a quelli del settore e che hanno dimensioni elevate<sup>329</sup>. Questa scelta è volta al tentativo di incrementare i benefici reddituali attesi derivanti da modifiche delle politiche di governo societario delle imprese *leader* nel mercato. La selezione della società *target* avviene incrociando informazioni di carattere pubblico e privato (*collection*). Le prime possono facilmente desumersi dal mercato e dalla borsa, mentre per le seconde ci si avvale di *advisor* esterni. L'analisi comprende le informazioni scritte o verbali fornite direttamente dalla società in questione, le informazioni di carattere reddituale e finanziario, le strategie adottate dalla stessa e le capacità del *management*. Non esiste un profilo standard delle società *target*: la compagine può essere di piccola, media o grande dimensione.

Pur essendo molte le discussioni che un attivista può condurre nel corso di una campagna, la maggior parte delle stesse sono basate sulla scarsa *performance* sul prezzo dell'azione.

In aggiunta a uno scarso prezzo azionario rispetto alle comparabili, gli attivisti cercano di identificare e sottolineare vulnerabilità nella struttura del capitale, nelle politiche di distribuzione, nella *governance*, nella struttura societaria, in precedenti M&A, nella capacità di innovare e nella trasparenza.

Sulla base di quanto detto le società obiettivo, quindi, possono dividersi in tre categorie:

1. La società che ha un basso *market value* rispetto al *book value*, un brand stimato e una solida capacità di generare flussi di cassa operativi e rendimento sugli *asset*. In alternativa le riserve di cassa della società eccedono sia i suoi livelli storici che

---

<sup>329</sup> Cfr. L. ENRIQUES & M. BIANCHI, *Corporate governance in Italy after 1998 reform: what role for institutional investors?*, Working Paper N. 43. su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203112>, Gennaio 2001, pag. 13 e seg.

quelli delle proprie comparabili. Questo rischio è tanto maggiore quanto più è incerto il motivo per cui una tale quantità di cassa viene trattenuta come riserva.

Nelle società diversificate gli attivisti sono attenti anche ad eventuali rami di impresa o settori che stanno significativamente sottoperformando il mercato.

2. Le società in cui gli investitori istituzionali detengono una vasta maggioranza delle azioni con diritto di voto.
3. Le società la cui composizione del CdA non risponde alle attuali *best practice*. In questi casi gli attivisti sono consapevoli del fatto che gli altri investitori sono più propensi a supportare i loro sforzi quando il CdA è percepito come poco operativo, cosa che accade quando il consiglio non ha accolto molti nuovi amministratori nei precedenti 3-5 anni, e la maggior parte degli attuali amministratori ha servito la società per un esteso periodo temporale.

Attrahono l'interesse degli *hedge fund* anche quelle società che sono state ripetutamente obiettivi di fondi attivisti non *hedge fund*, in quanto sono sempre particolarmente attenti all'impatto cumulativo degli azionisti.

Anche l'assenza di una coerente strategia aziendale è un fattore che espone la società all'azione degli attivisti. Il *management*, infatti, deve essere in grado di spiegare come intende guidare la società per farla progredire sul mercato prescelto.

Un altro fattore che attrae l'interesse degli attivisti è un cambio di *leadership*: fronteggiare le strategie degli attivisti può essere una sfida particolarmente impegnativa per il *management* in arrivo, perché può essere necessario tempo prima che il nuovo sia in grado di prendere una posizione e di articolare una sua strategia.

Sicuramente maggiore trasparenza, messaggi dettagliati e comunicazione aperta sono aspetti importanti per una buona gestione aziendale, a prescindere dal fatto che il *management* sia di vecchia o di nuova costituzione.

Le società che non presentano queste caratteristiche possono ritenersi una facile mira per gli azionisti.

I fondi *hedge* statunitensi e gli investitori alternativi con strategie *event-driven* sono spesso considerati i principali attivisti degli azionisti nel Regno Unito. Tuttavia, negli ultimi anni, gli investitori istituzionali a lungo termine sono stati sempre più coinvolti in campagne di attivisti (al di fuori delle operazioni di acquisizione o fusione di arbitraggi) e, occasionalmente, hanno stretto alleanze con *hedge fund* o investitori alternativi a tale scopo.

L'attivismo nel Regno Unito si è storicamente focalizzato sulla composizione e sulla remunerazione del consiglio di amministrazione, con un'attenzione specifica rivolta alle società con commissioni consolidate e di lunga data, che non sono all'altezza o non intendono

contemplare un cambiamento nella direzione strategica. Tuttavia, gli investitori istituzionali a lungo termine sono sempre più coinvolti in attività che possono essere considerate come campagne di tipo attivista (al di fuori di operazioni di arbitraggio o fusione) e, a volte, hanno stretto alleanze con *hedge fund* o investitori alternativi per questo scopo. L'apparente spostamento comportamentale degli azionisti istituzionali negli ultimi anni può essere attribuito a una serie di fattori, tra cui l'introduzione della legislazione "say-on-pay" e uno spostamento politico a favore dell'impegno attivo degli investitori in pubblico società come dimostrato dall'istituzione dell'*Investor Forum* e dalla pubblicazione di *best practice guidance* volte a promuovere un effettivo coinvolgimento tra azionisti istituzionali e società quotate e dalle proposte governative del legislatore britannico predisposte in tema di governo societario<sup>330</sup>.

In Italia, invece, gli attivisti degli azionisti sono in maniera principale investitori istituzionali esteri. Infatti tradizionalmente, gli azionisti attivisti sono stati rappresentati principalmente da *hedge funds* stranieri. Tuttavia, negli ultimi anni si è assistito a un crescente coinvolgimento e attivismo da parte di investitori istituzionali tradizionali stranieri, come fondi comuni di investimento, fondi pensione e fondi di investimento sovrani e questa tendenza sembra destinata a continuare. Questo ha contribuito allo spostamento dell'orizzonte degli investimenti dal breve al medio e lungo termine.

Gli attivisti tendono ad essere inizialmente attratti dalla valutazione delle società (le azioni scambiate a prezzi scontati sono spesso l'obiettivo delle attenzioni degli attivisti), sottoperformance e operazioni straordinarie che coinvolgono società *target*, quali fusioni, scissioni e offerte pubbliche di appalto.

Gli *hedge fund* e altri investitori istituzionali attivisti di solito si concentrano sulla struttura di *governance* e sulla composizione del consiglio di amministrazione, sulle politiche di remunerazione, sui piani di incentivazione, sul monitoraggio della *governance* aziendale e sulle operazioni straordinarie.

In particolare, l'attivismo degli azionisti è finalizzato a modificare la composizione del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale. In determinate circostanze, tali cambiamenti nella composizione del consiglio di amministrazione sono volti a supportare ulteriori richieste da parte degli azionisti attivisti. A tal proposito, la stagione *proxy* 2017 mostra che oltre il 78 per cento degli azionisti di minoranza ha votato a favore della lista di candidati presentata dagli azionisti di minoranza, generalmente supportata da Assogestioni.

Relativamente alla remunerazione degli amministratori e dei dirigenti, i dati mostrano che una quota significativa degli azionisti di minoranza ha votato contro le politiche di remunerazione

---

<sup>330</sup> Cfr. aggiornamento e tendenze.

(circa il 32 per cento): anche i piani di incentivazione monetaria e i piani di incentivazione azionaria sono stati fortemente contestati.

Le questioni di *governance* evidenziate dagli azionisti attivisti includono anche la presenza di amministratori indipendenti, con l'obiettivo di aumentare il ruolo di supervisione di tali amministratori all'interno del consiglio di amministrazione e anche l'accesso, la completezza e l'accuratezza delle informazioni aziendali.

Gli azionisti attivisti hanno anche condotto campagne che perseguivano dividendi più elevati rispetto a quelli storicamente distribuiti o annunciati dagli emittenti o altri rendimenti azionari, spesso alla ricerca di una modifica del piano aziendale.

Più recentemente, gli azionisti attivisti nel contesto delle conversioni di azioni, hanno spinto ad avere azioni privilegiate convertite in azioni ordinarie ad un premio; nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto, hanno spinto gli offerenti ad aumentare la considerazione offerta; e nel contesto di fusioni e scissioni, hanno portato le aziende a cambiare il tasso di cambio.

Nella maggior parte dei casi, gli azionisti attivisti hanno sostenuto che il corrispettivo offerto o il rapporto di cambio non riflettono il valore equo delle azioni e hanno avviato iniziative di impegno con la direzione delle società coinvolte.

#### **4.2. Strategie comuni per implementare l'attivismo**

Nelle società del Regno Unito alcune questioni relative alla *governance* aziendale sono riservate agli azionisti, ai sensi del *Companies Act* e devono essere approvate con delibera ordinaria (approvata a maggioranza semplice) o con delibera speciale (approvata con una maggioranza del 75%). Queste soglie sono determinate in riferimento a coloro che votano all'incontro assembleare in questione, che in realtà rappresenterebbero, in genere, una percentuale molto più bassa della base azionaria complessiva. La risoluzione ordinaria è la più comune e viene utilizzata, tra l'altro, per autorizzare gli amministratori ad assegnare quote, approvare la politica di remunerazione del consiglio di amministrazione, rimuovere gli amministratori dall'incarico, ratificare le decisioni del consiglio di amministrazione e, per le società quotate in borsa ai sensi delle *Rules 10 e 11*, che rispettivamente, disciplinano l'approvazione di transazioni o operazioni significative con parti correlate. Risoluzioni speciali, d'altra parte, sono richieste per ridurre il capitale sociale di una società, che è comunemente usato per creare o aumentare le riserve distribuibili, e per modificare lo statuto della società. Inoltre, come risultato delle linee guida emesse dall' *Institutional Investor Committee* si prevede che le società quotate approveranno i riacquisti di azioni mediante una risoluzione speciale, piuttosto che ordinaria.

Inoltre, il requisito che la politica retributiva del consiglio di amministrazione sia soggetta ad un voto vincolante mediante delibera ordinaria, che deve essere approvata ogni tre anni, è particolarmente significativa in un contesto di attivismo in quanto fornisce un mezzo efficace agli azionisti per esprimere la loro insoddisfazione per l'esecuzione di gestione. Esso è accompagnato da una votazione annuale (non vincolante) di consulenza sul rapporto di attuazione della società, che illustra come la politica di remunerazione è stata attuata durante l'esercizio finanziario precedente. I voti consultivi sono altrimenti rari nel Regno Unito, ma possono essere utilizzati dagli azionisti per richiedere (piuttosto che richiedere formalmente) al consiglio di adottare azioni particolari come espressione del loro desiderio collettivo.

Se un azionista, o più azionisti, di una società del Regno Unito desidera presentare una proposta, può richiedere alla società di convocare l'assemblea generale ai sensi del *Companies Act*<sup>331</sup>, a condizione che detenga almeno il 5 per cento del capitale sociale versato con diritto di voto (escluse le azioni proprie). La richiesta deve indicare la questione da trattare durante la riunione e può includere il testo di qualsiasi risoluzione ordinaria o speciale che l'azionista rilevante propone di presentare. Qualsiasi risoluzione del genere non deve essere inefficace (ad esempio, a causa dell'illegalità), diffamatoria, frivola o vessatoria, sebbene il consiglio di amministrazione di un'impresa possa essere accusato di ostacolare il coinvolgimento degli azionisti se dovesse contestare una risoluzione su tale base. Se viene presentata una richiesta valida, il consiglio di amministrazione deve convocare un'assemblea generale entro 21 giorni e la riunione stessa deve essere tenuta non oltre 28 giorni dopo la data dell'avviso di convocazione. Nel caso in cui il consiglio di amministrazione non lo faccia, l'azionista che ha richiesto la riunione (o, se più di un azionista, nessuno di essi rappresenta più della metà dei diritti di voto totali dei richiedenti) può chiamare egli stesso la riunione.

Un azionista (o più azionisti) che detiene almeno il 5 per cento dei diritti di voto totali, esclusi i diritti di voto associati alle azioni proprie, e qualsiasi gruppo di 100 azionisti con diritto di voto sulla risoluzione, a condizione che ciascuno detenga, in media, £ 100 di capitale sociale versato, godono di ulteriori diritti. In particolare si deve notare che, il requisito relativo alla quota di capitale sociale può essere soddisfatto da un azionista attivista che detiene meno del 5% dei diritti di voto dividendo le sue azioni tra conti intestati. Un azionista che soddisfi questi criteri è autorizzato a richiedere risoluzioni da sottoporre a un'assemblea generale annuale (AGM) di una società pubblica o a richiedere alla società di diffondere una dichiarazione agli azionisti. Qualsiasi risoluzione da sottoporre a un AGM non deve essere inefficace, diffamatoria, futile o vessatoria e deve essere ricevuta dalla società almeno sei

---

<sup>331</sup> La disciplina relativa ai *company meetings and resolutions* è contenuta nella *Part 13* del *Companies Act* 2006. Cfr. Ch. 1-3, 6.

settimane prima del successivo AGM e dalla circolazione dell'avviso di AGM. Una dichiarazione agli azionisti, d'altra parte, deve essere limitata a 1.000 parole e deve attenersi ad una questione cui si fa riferimento in una proposta di risoluzione o altra attività da trattare alla riunione. La società deve inviare la dichiarazione a tutti i membri autorizzati a ricevere l'avviso dell'incontro nello stesso modo e nello stesso momento in cui, o non appena ragionevolmente praticabile, faccia circolare l'avviso di convocazione. Salvo limitate eccezioni, l'azionista che richiede la circolazione della dichiarazione sarà responsabile dei costi associati alla sua diffusione, a meno che la società non decida diversamente.

Come detto sopra, la disponibilità di determinate procedure per gli investitori dipenderà dal fatto che detengano una partecipazione sufficiente nella società o possa raccogliere un sufficiente sostegno tra gli altri azionisti. Gli azionisti attivisti statunitensi hanno maggiori probabilità di utilizzare misure pubbliche in una fase iniziale del processo elettorale, come requisire le assemblee generali e votare contro risoluzioni per la nomina di nuovi direttori. Al contrario, gli investitori istituzionali con sede nel Regno Unito tendono a impegnarsi inizialmente in discussioni private con il consiglio prima di presentare una proposta formale.

In generale, le tattiche attiviste nel Regno Unito sono più collaborative che negli Stati Uniti. Qualsiasi forma di impegno pubblico rappresenterebbe di solito l'ultima risorsa, generalmente, perché comporta costi e rischi considerevolmente maggiori sia nell'esecuzione che per le ripercussioni sulla reputazione. In genere, quindi, un attivista persegue i propri obiettivi attraverso un impegno privato con il consiglio di amministrazione dell'azienda. Sebbene vi sia una molteplicità di strategie di coinvolgimento privato, è comune per l'attivista non coinvolgere altri azionisti in prima istanza al fine di ridurre il rischio di fughe di notizie e di punti di vista divergenti su soluzioni e obiettivi. Tuttavia, laddove si preferisca un impegno collettivo, un azionista attivista avrà il diritto di richiedere una copia del registro degli azionisti ai sensi della legge sulle società e di rivedere le notifiche di partecipazioni rilevanti negli annunci pubblici effettuati conformemente alla DTR 5<sup>332</sup> al fine di contattare altri azionisti.

Se l'attivista è convinto che i suoi obiettivi non saranno raggiunti attraverso il coinvolgimento privato, potrebbe decidere di utilizzare annunci pubblici, lettere aperte, campagne di siti Web e anche social media per esprimere le sue preoccupazioni e ottenere supporto per le sue proposte da altri azionisti e organismi rappresentativi (come l'*Investment Association* e il PLSA). A seconda della percentuale di partecipazione azionista dell'attivista, egli può essere in grado, da solo o con altri azionisti, di richiedere una risoluzione all'Assemblea generale o convocare un'assemblea generale per prendere in considerazione le risoluzioni volte ad

---

<sup>332</sup> *Transparency Directive Review* sulla *disclosure* degli azionisti.

effettuare dei cambiamenti. Idealmente, l'attivista avrà ricevuto lettere di intenti o impegni di voto da altri azionisti per sostenere le sue proposte alla riunione, quindi, solitamente, l'azione legale collettiva (*class action*) in tal senso è rara.

Invece, ai sensi della legge italiana in materia di valori mobiliari, gli azionisti che, individualmente o congiuntamente, rappresentano almeno il 2,5 per cento del capitale sociale dell'emittente possono, entro 10 giorni (o 5 giorni per determinati punti specifici) dalla pubblicazione dell'avviso che chiama gli azionisti incontro, o richiedere uno o più elementi da inserire nell'ordine del giorno dell'assemblea degli azionisti; oppure presentare nuove proposte di risoluzione sui punti già all'ordine del giorno.

Gli azionisti non possono però chiedere di mettere all'ordine del giorno degli argomenti di assemblea che, ai sensi di legge, possono essere presentati dagli amministratori della società. Si tratta di: relazioni annuali, fusioni e scissioni, aumenti di capitale a fronte di contributi in natura. Inoltre, gli azionisti che chiedono l'integrazione dell'ordine del giorno o la presentazione di nuove proposte di risoluzione dovrebbero preparare una relazione che illustri le ragioni alla base delle proposte di risoluzione sui nuovi elementi o le motivazioni alla base di proposte di risoluzione aggiuntive su punti che erano già stati inseriti nell'agenda. Tale relazione deve essere inviata al consiglio di amministrazione, il quale dovrà mettere a disposizione del mercato la relazione degli azionisti insieme a una relazione contenente eventuali valutazioni, pubblicando entrambe anche sul sito web della società. Tuttavia, i singoli azionisti, inclusi gli attivisti, possono liberamente intervenire durante l'assemblea per discutere l'ordine del giorno.

Gli azionisti attivisti tendono a utilizzare i diritti degli azionisti concessi dalla legge italiana agli azionisti di minoranza. In particolare, nell'elezione dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, gli azionisti attivisti possono presentare una lista per l'elezione degli amministratori riservata agli azionisti di minoranza che beneficiano dell'applicazione obbligatoria del sistema delle liste elettorali. Inoltre, fatte salve alcune eccezioni, le campagne di attivisti che mirano alla rappresentanza delle minoranze sono guidate senza clamore, principalmente da investitori istituzionali (diversi dai fondi *hedge*), che di solito presentano la loro lista di candidati, tal proposito è bene sottolineare che, l'analisi delle notizie stampa suggerisce che in Italia gli azionisti attivisti conducono i loro affari stabilendo alleanze strategiche (anche con società *target*) piuttosto che utilizzando le tecniche più aggressive perseguite, ad esempio, negli Stati Uniti.

Tuttavia, alcune campagne dimostrano che gli azionisti attivisti possono perseguire le loro strategie e obiettivi, in un primo momento, attraverso discussioni private e negoziazioni con la direzione dell'azienda *target* e, in caso di insuccesso di questa prima fase, pubblicizzando

l'impegno privato o portando avanti altre azioni pubbliche (come lettere aperte) che sono spesso completamente coperte dai media. In tali circostanze, gli azionisti attivisti spesso utilizzano prestiti azionari e derivati e altri dispositivi per aumentare il potere di voto, nonché per ottenere il sostegno di altri azionisti al fine di raggiungere un interesse adeguato a sostenere le loro richieste.

Inoltre, gli azionisti che rappresentano almeno il 5 per cento del capitale sociale della società quotata (o la minore partecipazione indicata nello statuto) hanno il diritto di chiedere al consiglio di amministrazione di convocare le assemblee ordinarie o straordinarie<sup>333</sup>, indicando gli elementi da sottoporre a tali assemblee degli azionisti. In tale contesto, il consiglio di amministrazione deve convocare l'assemblea dei soci senza indugio.

Per partecipare alle assemblee e per esercitare i diritti di voto, gli azionisti devono chiedere ai propri intermediari di confermare, mediante una dichiarazione, all'emittente, in conformità alle scritture contabili intermedie, il diritto dei soci a partecipare all'assemblea<sup>334</sup>. Si aggiunga che gli azionisti che chiedono al consiglio di amministrazione di convocare un'assemblea dovrebbero preparare anche una relazione sugli argomenti all'ordine del giorno. Tale relazione deve essere inviata al consiglio di amministrazione, che deve mettere a disposizione del mercato la relazione degli azionisti insieme a una relazione contenente eventuali valutazioni.

Per legge<sup>335</sup>, gli azionisti di società quotate in borsa non possono agire per consenso scritto.

In particolare, poi, concentrandoci sugli investitori istituzionali, si deve dire che essi, dopo aver individuato la società *bersaglio*, cercano di impostare una strategia di contatto con il *management*, attraverso colloqui informali e segreti allo scopo di influenzare la conduzione strategica della stessa. In questo caso gli investitori pongono in essere azioni di persuasione sui soci di controllo (*jawboning*) e, qualora tali azioni diano esito negativo, tendono anche a porre in essere vere e proprie minacce che possono avere conseguenze disastrose sull'immagine e reputazione della società *target*.

Nei suddetti colloqui informali può emergere la loro insoddisfazione per i risultati di gestione ottenuti e per le remunerazioni dei *manager* troppo elevate (*non proxy activity*). Gli investitori istituzionali, quindi, possono anche svolgere consistenti attività di pressione sugli organi politici per cercare di ottenere una regolamentazione più favorevole nei loro interessi.

Gli investitori adottano delle strategie è formali, nel caso in cui quelle non pubblicizzate diano esito negativo. Possono, infatti, decidere di pubblicizzare questioni attinenti alla gestione

---

<sup>333</sup> Art. 2367, c.1, cc.

<sup>334</sup> Art. 83- *duodecies* d.lgs 27/2010.

<sup>335</sup> D.lgs 27 gennaio 2010, n. 27, TUF.

societaria interna, comportando una caduta del prezzo delle azioni, generando aspettative future negative nei risparmiatori<sup>336</sup>.

Gli investitori possono, in alternativa, manifestare all'esterno il senso d'insoddisfazione che li pervade, convincendo altri azionisti a non votare per uno o più amministratori: si tratta delle cd. campagne "Just vote no"<sup>337</sup>. Questa è certamente una strategia molto efficace che permette di sindacare l'intero operato degli amministratori e di danneggiarne la reputazione.

Infine, gli investitori possono optare per la soluzione di *exit*. *Prima facie* sembrerebbe che questa sia la soluzione più attraente e più facile da esercitare, ma, a ben guardare, la relazione inversa fra la liquidità dell'investimento e la sua entità, nonché i problemi di *governance* comuni a tutti gli investitori istituzionali, la rendono in concreto poco praticabile.

La causa principale del limitato attivismo nel contesto italiano è da rintracciare proprio nella struttura proprietaria degli investitori istituzionali. Infatti, nel nostro paese il patrimonio è gestito da Sgr controllate direttamente da gruppi bancari e per questo motivo è più facile aggirare la normativa e porre in essere comportamenti opportunistici mediante articolate strutture di gruppo o rapporti d'affari.

Infine, ulteriori fattori disincentivanti l'adozione di strategie attiviste nel mercato italiano, sono da rintracciare nell'elevata concentrazione e nella conseguente ridotta contendibilità del controllo societario.

#### **4.3. Attivismo *low-cost* e investitori istituzionali**

L'ambiente giuridico e legale in cui operano gli azionisti cambia a seconda del paese in cui opera la società *target*. Il quadro normativo è notevolmente importante in quanto i diritti possono rappresentare un notevole vantaggio per gli azionisti, mentre altre norme possono comportare ostacoli insormontabili per il potenziale attivista.

Contrariamente a quanto si possa pensare, la normativa americana non è costituita a vantaggio degli azionisti, soprattutto se i loro diritti sono messi a confronto con quelli degli azionisti delle società inglesi<sup>338</sup>. Infatti negli Stati Uniti si tende a favorire il management dell'impresa

---

<sup>336</sup> Cfr. L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giurisprudenza Commerciale* 25, I, 1998, pag. 686.

<sup>337</sup> *Specifically, we examine vote no campaigns, an innovation in activist tools that specifically targets a firm's board of directors rather than its corporate governance structure. Vote no campaigns are organized attempts by activists to convince their fellow shareholders via letters, press releases, and Internet communications, to withhold their vote from one or more directors in an effort to communicate a message of shareholder dissatisfaction to the board.* Cfr. DEL GUERCIO, DIANE, SEERY, LAURA J. e WOITDKE, TRACIE, *Do Board Members Pay Attention When Institutional Investors 'Just vote no'? CEO and Director Turnover Associated with Shareholder Activism*, su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=575242>., June 2006, pag. 3 e seg.

<sup>338</sup> Cfr. BEBCHUCK, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, in *Journal of applied corporate finance*, 2005, pp. 8-23.

nei confronti degli azionisti e questo è confermato anche dalla regola del *plurality voting*<sup>339</sup> applicabile nell'elezione dei membri del consiglio di amministrazione. In Gran Bretagna, invece, la regola è quella del *cumulative majority voting* dove ogni consigliere deve ricevere la maggioranza dei voti a favore per essere eletto. Un consigliere, quindi, può essere rimosso anche senza che un'alternativa sia presentata.

Gli azionisti delle società europee possono richiedere agli amministratori la convocazione di un'assemblea straordinaria e presentare domanda di rimozione dei consiglieri<sup>340</sup>.

L'attivismo *low-cost* vede come protagonisti diversi soggetti che hanno la facoltà di presentare in assemblea risoluzioni in qualità di investitori istituzionali. Nel dettaglio ci si riferisce a banche, assicurazioni, fondi comuni, fondi pensione pubblici e privati.

Uno studio fornito da Black (1998) mostra come il rendimento associato all'attivismo di investitori istituzionali, che detengono per lo più piccole partecipazioni azionarie, sia correlato al basso impegno impiegato in tali operazioni. Non risulta sorprendente quindi che questa forma di attivismo non comporti una significativa creazione di valore azionario e si potrebbe dunque dedurre che il rendimento dell'attivismo *low-cost* sia proporzionale all'investimento compiuto.

La letteratura sull'attivismo degli investitori ha poi fornito indicazioni circa determinate peculiarità che rendono le società *target* ideali per l'attivismo *low-cost*. Esso riguarda soprattutto le società di grandi dimensioni con una cospicua presenza di investitori istituzionali<sup>341</sup>. Sin dai primi anni Novanta il requisito primario per avviare l'attivismo sono state le cattive performance<sup>342</sup>. Infatti nella maggior parte della letteratura analizzata da Karpoff (2001) si riscontra che l'attivismo avviene con maggiori probabilità in quelle società che abbiano avuto performance negative rispetto al mercato<sup>343</sup>, ma non peggiori rispetto a quelle delle società appartenenti alla stessa industria<sup>344</sup>. In alcuni studi<sup>345</sup>, diversi da quelli di Strickland et al. e di Ronneboog e Szilaygi, il debito è positivamente associato all'attivismo. Infatti, accogliendo la tesi di Jensen che ritiene il debito uno strumento di controllo dei costi

---

<sup>339</sup> Con il *plurality voting* il candidato che riceve il numero più alto di voti viene eletto e non è necessaria la maggioranza dei voti.

<sup>340</sup> CAI et al. (2009) non trovano nessuna reazione di mercato all'annuncio dell'adozione del *majority voting*.

<sup>341</sup> BUCHANAN et al., *Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom*, in *American Business Law Journal* 49, 739-803, 2012.

<sup>342</sup> Anche CalPERS, fondo pensione pubblico, dal 1990 ha definito la cattiva performance come il criterio primario per avviare un'azione attivista contro una società.

<sup>343</sup> Cfr. KARPOFF et al., *Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1996, pp. 365-395; STRICKLAND et al., *A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective?*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 319-338, 1996; OPLER e SOKOBIN, *Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors*, su *SSRN Electronic Journal*, 1997; e BUCHANAN et al., *Are Shareholder Proposals an Important Corporate Governance Device? Evidence from US and UK Shareholder Proposals*, in *SSRN Electronic Journal*, 2010.

<sup>344</sup> Cfr. STRICKLAND et al., *op. cit.*

<sup>345</sup> Cfr. JOHN e KLEIN, *Shareholder proposals and corporate governance*, *New York University Working Paper*, 1995; KARPOFF et al., *op. cit.*

di agenzia, Ronneboog e Szilaygi sostengono che con l'aumento dell'indebitamento diminuisce la probabilità di essere attivista.

Anche l'effetto della proprietà degli *insider* è incerto: Carleton<sup>346</sup>, Bizjak e Marquette<sup>347</sup> rintracciano una relazione negativa ma Karpoff et al. e Smith<sup>348</sup> non riscontrano alcun effetto significativo. Si aggiunga che anche l'effetto delle *performance* contabili passate e del *market-to-book*, secondo Karpoff, è misto. Il fatto che la *mala gestio* aumenta la possibilità di attivismo è confermato dagli studi condotti da Ronneboog e Szilaygi, i quali hanno dimostrato che tra il 1996 e il 2005 le risoluzioni degli azionisti hanno colpito principalmente le società con misure di *antitakeover*, finalizzate a proteggere i manager, con *board* non efficaci e senza sufficienti incentivi per il management.

Alcuni studi<sup>349</sup> hanno evidenziato come gli azionisti attivisti sono interessati specialmente a rimuovere vincoli a possibili *takeovers* come *poison pills*<sup>350</sup>, *staggered boards*, e *supermajority amendments*<sup>351</sup> dagli statuti delle società. Come notato da Thomas e Cotter, solo dal 2000 sono diventate più frequenti richieste relative a *boards* più indipendenti e al compenso degli *executives*.

Le reali decisioni di investimento, invero, risultano correlate alle preferenze espresse dagli investitori istituzionali, questo significa che gli investitori più preoccupati dei problemi di *corporate governance* saranno quelli che maggiormente tenderanno ad investire in società con una buona *corporate governance*.

Certamente lo studio dell'efficacia dell'attivismo non è un'attività facilmente conducibile: presenta notevoli difficoltà in primo luogo nell'identificazione dei casi di attivismo, dato che spesso questo fenomeno avviene in privato. Questo comporta che i resoconti che sono riportati dalla stampa finanziaria altro non sono se non le campagne attiviste che le parti (soprattutto l'investitore attivista) scelgono di divulgare. Tuttavia, potrebbe conseguirne una distorsione nella misurazione del successo dell'attivismo<sup>352</sup>: tali distorsioni maggiorano i

---

<sup>346</sup> CARLETON *et al.*, *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF*, in *J. Financ.* 53, 1335–1362, 1998.

<sup>347</sup> BIZJAK, J.M., MARQUETTE, C.J., *Are shareholder Proposal All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolution to rescind Poison Pills*, 33 *J. Fin & Quantitative Analysis*, 33, 4 (1998): 499-521, 1998.

<sup>348</sup> SMITH, MICHAEL P., *Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERs*, in *J. Financ.* 51, 227–252, 1996.

<sup>349</sup> Cfr. GILLAN e STARKS, *Corporate Governance Proposal and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investor*, in *Journal of Financial Economics*, 57, 2 (2000): 275-305; THOMAS e COTTER, *Shareholder proposals in the new millennium: shareholder support, board response, and market reaction*, in *J. Corp. Finance* 13, 368–391, 2007.

<sup>350</sup> Note anche come pillole avvelenate. La *poison pill* consiste in una manovra di difesa antiscalata che una società decide di deliberare, ad es. manovra azionaria, distribuzione speciale, separazione di società affiliate o indennità imprenditoriali.

<sup>351</sup> Tattica difensiva che consiste nel richiedere una maggioranza qualificata, solitamente 67% o in alcuni casi persino 90% del capitale votante per deliberare.

<sup>352</sup> Cfr. GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model*, in *J. Financ. Econ.* 107, 610–631, 2013.

successi in quanto vengono portati alla pubblica conoscenza tutti i casi in cui l'attivista ha rinunciato dopo l'insuccesso delle trattative private.

A ciò si aggiunga anche una seconda difficoltà, connessa al tentativo di stabilire un legame causale tra l'attivismo e il cambiamento della *governance* sociale e tra tale cambiamento e le performance della società. Tali relazioni, in assenza di un legame evidente, potrebbero sembrare sospette e potrebbero anche essere causate da eventi estranei all'attivismo.

A tal proposito Gillan e Starks<sup>353</sup> evidenziano come la reazione del mercato all'annuncio della presentazione di risoluzioni degli azionisti generalmente non è significativa e gli autori formulano anche dei rilievi connessi sia alle date<sup>354</sup> degli eventi usate per i loro studi, sia alla circostanza che il voto su tali risoluzioni spesso non è vincolante per le imprese.

Il successo delle iniziative connesse alle proposte da votare in assemblea è connesso principalmente a diverse variabili come: l'oggetto della proposta, l'identità dello sponsor, la percentuale del capitale azionario nelle mani degli *insiders* (dirigenti o consiglieri); la presenza di investitori istituzionali; il fatto che la proposta sia nuova o già presentata in precedenti assemblee; la *governance* e le performance dell'impresa<sup>355</sup>. I maggiori successi si sono riscontrati nei casi di rimozione delle *poison pills*, delle proposte presentate dai fondi pensione pubblici, di scarsa presenza di *insiders*, di società di piccole dimensioni e di imprese con cattive performance azionarie. Al contrario, riscuotono meno successo le proposte avanzate da investitori individuali e questo è probabilmente dovuto al fatto che questi soggetti non sono capaci di aggregare consensi intorno alle loro proposte, mentre quelle proposte dagli investitori istituzionali come quelle dei fondi pensioni pubblici ottengono molti più voti e un alto livello di supporto. Inoltre le proposte relative alla *governance* della società generalmente hanno un successo maggiore di quelle riguardanti temi connessi alla responsabilità sociale.

È dunque necessario classificare gli investitori istituzionali tra attivisti e non e per farlo bisogna partire da una sintesi sui costi e sui benefici del monitoraggio e del *trading*.

Iniziando dal monitoraggio bisogna subito notare che il beneficio principale è quello di ottenere informazioni con le quali si proverà ad influenzare il management. Ne consegue che una maggiore partecipazione azionaria, riduce il costo di monitoraggio verso la società ed ecco perché i benefici del *monitoring* possono considerarsi come la funzione crescente della

---

<sup>353</sup> GILLAN, STUART L., STARKS, LAURA T., *The evolution of shareholder activism in the United States*, in *J. Appl. Corp. Finance* 19, 55–73, 2007.

<sup>354</sup> Gillan e Starks (2007) osservano che spesso alcuni investitori istituzionali annunciano all'inizio della stagione assembleare quali società prenderanno di mira. Nel caso degli studi sulle proposte degli azionisti, il ricercatore deve decidere se la data dell'evento è quella delle lettere iniziali all'impresa, quella dell'invio della proxy, quella dell'assemblea o quella di una comunicazione stampa separata.

<sup>355</sup> Cfr. GILLAN, STARKS, LAURA T., *Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors*, in *J. Financ. Econ.* 57, 275–305, 2000.

dimensione e della durata dell'investimento<sup>356</sup>. Invece, nel *trading*, si ottengono benefici solo nel momento in cui si hanno a disposizione informazioni maggiori, ottenute tramite il monitoraggio di istituzioni che investono nel lungo termine. Il *monitoring*, dunque, può premiare istituzioni che mantengono la partecipazione nella società per almeno un anno, con l'intenzione di inserirsi nella vita societaria stabilmente.

Al contrario, strategia del *trading*, può costituire uno strumento per ripagare quelle istituzioni che preferiscono posizioni più a breve termine che mirano ad ottenere un guadagno nel breve periodo (acquistando e vendendo titoli).

Prestando nuovamente attenzione ai diritti degli azionisti, le notevoli differenze riscontrate tra la legislazione degli Stati Uniti e quella europea, si rendono ancora più evidenti prendendo come punto di riferimento la legislazione britannica. Questa disciplina è decisamente più favorevole agli attivisti di quella americana. Infatti, secondo il *Takeover Code* britannico il *board* della società presa di mira non può compiere azioni che danneggino l'Offerta Pubblica d'Acquisto e tale regola (*passivity rule*) è stata eccepita in altri paesi europei, tra cui anche l'Italia. A ciò si aggiunga che gli azionisti delle società in Gran Bretagna possono richiedere la convocazione dell'assemblea straordinaria, quando la richiesta provenga da soci che detengono almeno il 10% del capitale azionario con diritto di voto<sup>357</sup>. Le proposte presentate all'assemblea, poi, a differenza di quel che avviene negli Stati Uniti, in Inghilterra e in altri paesi dell'Europa occidentale hanno carattere vincolante.

Nonostante si abbia, da un lato una normativa più favorevole, e dall'altro, una presenza meno diffusa di investitori istituzionali, un contesto culturale diverso e più diviso, e un azionariato più concentrato, fanno sì che l'attivismo *low-cost* in Europa abbia un ruolo minore di quello svolto negli Stati Uniti.

Il requisito più importante e fondamentale per determinare tale attivismo è la partecipazione azionaria al capitale della società: in Europa è frequente ritrovare società le cui partecipazioni rilevanti sia in mano alla famiglia che, in origine, era la totale proprietaria della compagnia. Tali forme societarie sicuramente non incoraggiano la diffusione in Europa della figura degli investitori istituzionali.

Da quanto detto in questo paragrafo, si può desumere che l'attivismo degli investitori istituzionali sia associato alla forma *low-cost*. Eppure i miglioramenti portati da tale forma di attivismo, associati alla *governance* societaria, non contribuiscono a rivalutare i prezzi della

---

<sup>356</sup> Teoria di Chen et al (2007). Cfr. CHEN *et al.*, *Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity*, in *J. of Finance*, pp. 119-149, 2007.

<sup>357</sup> Companies Act 2006, Section 303.

società *target*. Si può, pertanto, affermare che il *low-cost activism* sia la forma prescelta per ottenere piccoli cambiamenti senza sostenere ingenti spese, e che esso riesca a generare un rendimento correlato allo scarso investimento compiuto dall'investitore attivista.

#### **4.3.1. Segue: la *passivity rule***

Un momento cruciale nella vita di una società è il lancio di un'offerta pubblica d'acquisto, sia essa pubblica volontaria o obbligatoria, concessa ai possessori di titoli a causa o in seguito all'acquisizione del controllo della stessa azienda. È opinione generale che un'offerta di acquisizione di successo abbia effetti positivi sulla società *target*, allocando le risorse aziendali in modo più efficiente e creando sinergie tra le aziende. Le acquisizioni possono aumentare significativamente il valore degli azionisti ed è evidente che queste operazioni hanno un effetto positivo sul prezzo dei titoli azionari della società *target* e sui corrispondenti guadagni sostanziali degli azionisti *target*<sup>358</sup>. Al contrario, è stato dimostrato che il fallimento di un'acquisizione potrebbe portare a un calo del prezzo delle azioni della società se, nel prossimo futuro, quest'ultimo non riceverà nuove offerte. Alla luce di questi importanti risultati, uno dei temi più discussi sul governo societario in generale, e in particolare sulle offerte di appalto, è quello riguardante il modo in cui devono essere affrontate le offerte e chi dovrebbe essere il protagonista. In primo luogo, nell'esaminare la questione, va tenuto presente che la separazione tra proprietà e gestione dell'azienda causa sempre un problema di agenzia tra manager e azionisti. Infatti, il conflitto di interessi di cui sopra è ancora più elevato in caso di ricezione di un'offerta pubblica di acquisto. Le due categorie hanno obiettivi e modi diversi per affrontare questo evento. In effetti, l'obiettivo degli azionisti potrebbe semplicemente essere considerato la massimizzazione dei loro investimenti economici, e quindi sono interessati a ottenere il prezzo più alto possibile delle azioni, mentre l'obiettivo dei gestori è molto diverso e potrebbe essere in contrasto con quello degli azionisti. In effetti, i dirigenti e i direttori sono consapevoli che se l'acquisizione riuscirà, perderebbero il loro lavoro, quindi sono stimolati a cercare di non far accogliere l'offerta. Pertanto, i gestori potrebbero considerare l'offerta di interesse per gli azionisti e per l'azienda ma non per se stessi, quindi la loro miglior tattica potrebbe essere quella di rendere l'offerta più costosa e difficile. Pertanto, i manager spesso cercano di convincere gli azionisti che l'offerta non è equa, dal momento che non è basata su un'equa stima del valore delle azioni, al fine di indirizzare la loro opinione e indurli a rifiutare l'offerta e quindi a mantenere la loro carica<sup>359</sup>.

---

<sup>358</sup> WEI CAI, *Anti-takeover provisions in China, how powerful are they?*, in *Company and Commercial Law Review*, 2011, 22, pp. 311-317.

<sup>359</sup> M. TRONCOSO REIGADA, *Razionalità ed efficienza delle misure antiopa*, in *Giureta – Rivista giuridica on line*, 2008, [http://www.giureta.unipa.it/phpfusion/readarticle.php?article\\_id=96](http://www.giureta.unipa.it/phpfusion/readarticle.php?article_id=96).

In questo caso, vale a dire il caso in cui i gestori sono contrari all'offerta, ci troviamo di fronte ad un'offerta ostile, in cui, cioè, l'offerente si riferisce direttamente agli azionisti, senza la mediazione dei manager. Nella maggior parte dei casi le acquisizioni ostili sono considerate in qualche modo in grado di svolgere un ruolo chiave nel rendere i manager responsabili per gli azionisti dispersi. In effetti, un mercato di acquisizione efficacemente funzionante migliora la governance aziendale in due modi diversi. Innanzitutto, se l'offerente migliora le prestazioni dell'obiettivo riconfigurando le proprie risorse o sfruttando le sinergie tra le due aziende, porta direttamente benefici per l'azienda. In secondo luogo, le acquisizioni ostili hanno un beneficio indiretto, dal momento che i manager hanno di solito motivo di sospettare che un offerente ostile assumerà il controllo della società se la gestiscono male, quindi la prospettiva di un'acquisizione può tenere i manager in allerta<sup>360</sup>. Pertanto, le acquisizioni ostili potrebbero essere utili come strumento per sostituire manager inefficienti o minacciandoli con la paura di essere sostituiti. Questa minaccia dovrebbe indurre i manager a gestire la società in modo più efficiente, a fare scelte più orientate agli azionisti e a mantenere i loro comportamenti scorretti, poiché sono minacciati dall'ombra di una futura offerta pubblica di acquisto.

La *passivity rule* proibisce ai manager di intraprendere qualsiasi azione che possa frustrare un'offerta pubblica di acquisto, a meno che non sia stata ottenuta l'approvazione di un precedente socio. Questa regola è in realtà legata al regolamento del Regno Unito, al *City Code on Takeover and Mergers*, da cui sono state prese le idee e gli scopi. La maggior parte dei legislatori ha deciso di deviare i poteri dai dirigenti agli azionisti, che ora hanno il diritto di decidere se consentire o meno qualsiasi azione frustrante. Attualmente, gli azionisti possiedono i maggiori poteri decisionali durante un'offerta di acquisto, mentre i manager sono semplicemente esecutori della volontà degli azionisti. Quindi, la ragione di questa scelta, cioè la scelta di mettere il potere nelle mani degli azionisti, si basa sulla considerazione che gli azionisti sono i proprietari dell'azienda. Pertanto, gli azionisti dovrebbero avere la possibilità di consentire ai gestori di agire contro un'acquisizione quando lo ritengono opportuno, nonché di negare ai gestori questa possibilità e accettare l'offerta pubblica di acquisto quando la considerano valida.

Alla luce dei vantaggi apportati da un'offerta pubblica di acquisto riuscita (nonché un'offerta pubblica di acquisto ostile) e del conflitto di interessi tra dirigenti e azionisti all'interno di una società con proprietà disperse (che viene potenziata in caso di acquisizione), l'Unione europea era consapevole della necessità di predisporre norme comuni a tutti gli Stati membri su tale

---

<sup>360</sup> J. ARMOUR AND A. D. SKEEL JR., *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*, in *Regulation*, 2007, 30, pp. 50-59.

argomento. L'idea di adottare una direttiva europea (direttiva 25/2004 / CE) è stata a lungo in considerazione presso la Commissione europea, che ha deciso di intervenire per diversi motivi e con diversi scopi. Uno degli obiettivi principali di una direttiva sulle acquisizioni era di coordinare le garanzie che gli Stati membri richiedono alle società quotate al fine di tutelare gli azionisti e quindi rendere tali garanzie equivalenti in tutta l'Unione europea. Pertanto, l'idea della Commissione è sempre stata quella di creare parità di condizioni per le offerte di acquisto, in modo che le offerte pubbliche possano essere intraprese con le stesse aspettative di successo in tutta l'Unione europea, offrendo così agli azionisti le stesse possibilità di vendere le loro azioni, e agli offerenti la stessa possibilità di riuscire nel loro obiettivo di conquistare la società *target*<sup>361</sup>. A seguito delle perplessità sollevate dagli Stati Membri, in particolare dal Regno Unito, sull'applicazione vincolante di tale direttiva, dalla relazione sull'applicazione del 28 giugno 2012, ossia la relazione per la prima valutazione sull'applicazione della direttiva sulle acquisizioni (25/2004/CE), si evince che le disposizioni della direttiva potrebbero rimanere opzionali, con l'impegno della Commissione di condurre ulteriori ricerche per quanto riguarda la tutela dei diritti dei lavoratori<sup>362</sup>. Secondo la suddetta direttiva la regolazione di base del processo di offerte pubbliche di acquisto si basa su due regole principali e una dichiarazione conclusiva. La prima disposizione principale è la "regola della neutralità del consiglio" (articolo 9, direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto), che impone al consiglio della società bersaglio di rimanere passiva durante un'offerta pubblica di acquisto e di ottenere il consenso preliminare dell'assemblea prima di prendere qualsiasi azione, che potrebbe frustrare l'offerta pubblica di acquisto ostile. La seconda regola fondamentale è la "regola di svolta" (articolo 11, direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto), in base alla quale le restrizioni sul trasferimento di titoli o sui diritti di voto che operano nella società *target* non si applicano *vis-à-vis* all'offerente durante l'accettazione dell'offerta pubblica di acquisto. Infine, la direttiva sulle acquisizioni (25/2004 / CE) contiene una dichiarazione conclusiva, la cosiddetta "regola di reciprocità", che fa riferimento alla possibilità per le società che sono soggette a una o entrambe le regole precedenti (ossia, la neutralità del consiglio e le regole di svolta) di non applicarle, nel caso in cui tali società siano l'obiettivo di un offerente che non è soggetto alle stesse regole. Pertanto, una società soggetta alla *passivity rule* potrebbe decidere di applicarla erroneamente, nel caso in cui l'offerente non

---

<sup>361</sup> B. CLARKE, *Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control*, in *Journal of Business Law*, 2006, pp. 355-374.

<sup>362</sup> K. J. HOPT, *European takeover reform of 2012/2013 – time to re-examine the mandatory bid*, in *European Business Organization Law Review*, 2014, 15, pp. 143-190.

sia soggetto alle stesse disposizioni, consentendo così ai manager di respingere l'offerta ostile e applicare le restrizioni sui diritti di voto e sul trasferimento di titoli<sup>363</sup>.

L'articolo 21 della direttiva europea sulle offerte pubbliche d'acquisto, adottata nel 2004, imponeva agli Stati membri di attuare le sue disposizioni entro il 20 maggio 2006. Nonostante essa fosse principalmente basata sul *City Code on Takeover and Mergers* del Regno Unito, il legislatore inglese ha dovuto adottare alcuni emendamenti per attuarla.

L'emendamento più importante che questo Paese era tenuto a intraprendere era legato alla natura dell'autorità di autoregolamentazione del codice e del gruppo di esperti scientifici sulle fusioni e acquisizioni, che era inaccettabile per il testo della direttiva (25/2004/CE). Vale la pena ricordare che questo problema era alla base della resistenza del Regno Unito negli anni precedenti l'adozione della stessa. Il timore del legislatore inglese era legato alle implicazioni negative della direttiva sul gruppo di esperti, che avrebbe potuto perdere i suoi punti di forza, perdendo la sua natura di regime economico, rapido e flessibile. Quindi, si temeva la possibilità del nuovo regime di stimolare una cultura per le controversie tattiche, che era vista in qualche modo in grado di causare un aumento dei costi e della lunghezza del processo di acquisizione. Per colmare questa paura, la direttiva europea è stata recepita nel Regno Unito in modo tale da consentire al gruppo di esperti scientifici e al suo sistema di mantenere i loro punti di forza connessi alla natura del comitato di autoregolamentazione, nonostante sia diventato un sistema legale. Di fatto, l'autonomia del gruppo di esperti in materia di acquisizioni e fusioni è stata salvata con sette disposizioni vincolanti di legge che proteggevano il gruppo dai procedimenti giudiziari, salvo in caso di malafede. Pertanto, l'adozione della direttiva nel Regno Unito è avvenuta mediante due atti: in primo luogo con i *Takeovers Directive Regulations* del 2006, che sono stati una misura transitoria presa per attuare la direttiva entro il 20 maggio 2006 e, successivamente dalla Sezione 18 del *Companies Act 2006*, che ha definitivamente recepito la direttiva europea, facendola entrare in vigore il 6 aprile 2007<sup>364</sup>.

La regola della neutralità del consiglio di amministrazione è sempre stata la pietra angolare del regolamento sulle offerte pubbliche d'acquisto del Regno Unito. In effetti, nell'attuare la direttiva, il legislatore inglese ha deciso di mantenere tale regola e di continuare a considerarla il nucleo del suo regolamento. Pertanto, per le società inglesi non è possibile derogare alla suddetta regola della neutralità del consiglio di amministrazione.

---

<sup>363</sup> F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, 6, pp. 830-ss.

<sup>364</sup> P. DAVIES, *An Introduction to the New UK Companies Act: Part II*, in *European Company and Financial Law Review*, 5, 3, pp. 239-279.

In Italia con il d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, entrato in vigore il 1 ° luglio 2010, il nostro legislatore ha apportato l'ultimo emendamento al regolamento sulle acquisizioni, prevedendo il testo dell'articolo 104 del TUF che è ora in vigore. Con questa modifica finale, il legislatore italiano ha deciso di modificare nuovamente la natura della regola della passività, almeno con riferimento alla regola di neutralità del consiglio di amministrazione. Infatti, oggi, attraverso il decreto del 2009, la neutralità del *board* rappresenta nuovamente il sistema di *default* della *passivity rule*, con la possibilità per le società nazionali di esercitare di nuovo l'*opt-out* su di essa. Pertanto, la decisione dell'Italia è stata quella di introdurre la regola di neutralità del consiglio nella sua legislazione, con la possibilità per le società di annullarla totalmente o in parte nel loro statuto. Il nuovo regime non ha influenzato la regola della svolta, dal momento che è ancora oggetto di una decisione di adesione da parte delle compagnie nazionali che hanno la possibilità di introdurla nei loro atti costitutivi<sup>365</sup>. Il legislatore italiano ha ufficialmente giustificato questo nuovo decreto e la decisione di optare per la neutralità del consiglio, con la necessità di creare parità di condizioni nell'Unione europea. In effetti, questo intervento è stato stimolato dalla volontà di sottoporre le società italiane allo stesso regolamento stabilito in altri Stati membri<sup>366</sup>. Il nuovo regime potrebbe essere considerato come un sistema intermedio tra le due precedenti decisioni estreme, vale a dire la regola della passività obbligatoria nell'attuazione nel 2007 e il totale ribasso nel 2008, quando, a causa della crisi finanziaria, il legislatore italiano ha deciso di renderlo facoltativo. In soli tre anni il legislatore italiano ha cambiato tre volte il suo punto di vista, passando da una regola della passività obbligatoria a un regolamento solo raccomandato. In effetti, l'ultimo regime potrebbe essere visto come una serie di raccomandazioni che le aziende italiane hanno la possibilità di non seguire. Infatti, il nuovo testo dell'articolo 104 del TUF conferisce alle società italiane il potere di applicare totalmente o parzialmente la regola della neutralità del consiglio di amministrazione. Pertanto, le aziende italiane hanno un ampio margine di manovra, con la possibilità di fare tre scelte diverse: (i) essere totalmente soggette alla regola della neutralità del consiglio di amministrazione; (ii) applicarla erroneamente *in toto*; (iii) applicarla, in parte, in modo errato, avendo così la possibilità di impostare il sistema che soddisfa meglio le loro esigenze. Nel caso in cui gli Stati membri decidano per la terza opzione, ossia la possibilità di applicare parzialmente in modo errato la regola di neutralità del consiglio di amministrazione, hanno il diritto, ad esempio, di decidere quali atti richiedono la previa autorizzazione degli azionisti e quali atti il consiglio di amministrazione è autorizzato

---

<sup>365</sup> G. FERRARINI e G.P. MILLER, *A simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, in *Rivista delle società*, 2010, pp. 680-719.

<sup>366</sup> A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Le Società*, 2010, 2, pp. 158-166.

ad adottare, anche se potrebbero essere contrari al successo di un'offerta pubblica di acquisto ostile. Per quanto riguarda la “regola della svolta”, il nuovo regime non ha influito sul precedente, dal momento che il nuovo articolo 104 ha confermato questa norma come facoltativa solo per le società, che hanno la possibilità di optare nel loro statuto. In questo campo, non era sicuro se la possibilità per le aziende di introdurre la regola dell'innovazione nel loro statuto potesse essere considerata ampia come per la regola di neutralità del consiglio di amministrazione. Non è chiaro se le società abbiano il diritto di introdurre in parte la regola della svolta, ma attraverso l'interpretazione, la possibilità per le imprese di istituire il miglior regime per le loro esigenze è considerata sia per la neutralità del consiglio che per le regole rivoluzionarie<sup>367</sup>. Infine, con riferimento alla regola della reciprocità, il legislatore italiano ha deciso di introdurla e renderla obbligatoria. In effetti, non vi è alcuna possibilità per le aziende italiane di decidere se implementarla o meno. Pertanto, se un'azienda italiana è l'obiettivo di un offerente che non è soggetto alle stesse regole o alle regole corrispondenti, la regola di neutralità della commissione e la regola di sfondamento non si applicano. La valutazione sull'eventualità che l'offerente sia soggetto o meno alle stesse regole o a regole corrispondenti rispetto alla società *target*, viene svolta dalla Consob. Concludendo, possiamo ricapitolare il testo attuale dell'articolo 104 del TUF, dicendo che: (i) le società italiane sono soggette alla regola di neutralità del consiglio di amministrazione, con la possibilità di annullarla mediante una modifica statutaria; (ii) le società italiane non sono soggette alla regola della svolta, a meno che non la attuino volontariamente; (iii) le società italiane sono soggette alla regola di reciprocità.

#### **4.4. Profili di attivismo degli investitori istituzionali in un'ottica giusnormativa**

I diritti degli azionisti sono notevolmente diversi nella legislazione americana e in quella europea, soprattutto per la possibilità data agli azionisti in Gran Bretagna di modificare lo statuto con un voto. Nel diritto societario britannico, infatti, è obbligatorio concedere agli attivisti la possibilità di proporre la modifica dello statuto societario, senza dover ottenere prima l'approvazione del consiglio di amministrazione. Agli azionisti inglesi sono accordati anche maggiori diritti per rimuovere i consiglieri di amministrazione: in Gran Bretagna, vigendo la regola del *cumulative majority voting*, per essere eletto ogni consigliere deve ricevere la maggioranza dei voti a suo favore e può essere rimosso anche senza la necessità che venga presentata un'alternativa. In più, gli azionisti della società britannica hanno la facoltà di richiedere ai *directors* di convocare un'assemblea straordinaria degli azionisti con il

---

<sup>367</sup> A. MORELLO, *op. cit.*

10% o più del capitale votante e di presentare, in qualsiasi momento, domanda di rimozione dei consiglieri.

Se la proposta viene accolta, il consigliere è obbligato a dimettersi.

La disciplina britannica in materia di offerte ostili è certamente più favorevole di quella americana, dal momento che, secondo il *Takeover Code* britannico prevede la regola della *passivity rule*, secondo cui il *board* delle società *target* non può iniziare azioni che possano danneggiare l'offerta, proprio per permettere di mettere al voto degli azionisti l'offerta nel più breve tempo possibile.

Per tutte queste ragioni e, in particolare per la possibilità di convocare un'assemblea straordinaria, spesso in Gran Bretagna ricevono risposte positive quando sollecitano i manager delle imprese che non hanno delle buone performance. Tuttavia, la possibilità di sottomettere tali risoluzioni a votazione è concessa entro regole più stringenti di quelle statunitensi. Le proposte da votare in assemblea e che sono vincolanti per la società in caso di successo, infatti, possono essere presentate solo da quegli azionisti che non abbiano meno del 5% del capitale sociale. In alternativa una proposta può essere avanzata da un gruppo di 100 azionisti, con almeno 100 sterline investite nella società.

L'analisi del quadro normativo europeo, naturalmente, non può prescindere da quella della Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio dei diritti degli azionisti e il cui obiettivo è proprio quello di favorire la partecipazione degli stessi alla vita sociale e l'esercizio del loro diritto di voto.

Dopo un lungo percorso al ribasso partito dal 1989, è stata approvata nel 2007 ed è tesa a rafforzare i diritti degli azionisti nelle società quotate europee. In Italia è stata recepita nel 2010 e tra i punti più importanti, in questa sede, è bene ricordare: i) il periodo minimo di 21 giorni per la convocazione degli azionisti<sup>368</sup>; ii) abolizione del deposito delle azioni per votare in assemblea e introduzione di una record date in tutti i paesi membri che non può andare oltre 30 giorni prima dell'assemblea; iii) abolizione degli ostacoli al voto elettronico; iiiii) comunicazione dei risultati delle votazioni assembleari sul sito internet della società, dove si deve pubblicare anche la convocazione dell'assemblea insieme a tutti i relativi documenti, almeno 21 giorni prima dell'assemblea; iiiiii) abolizione dei vincoli sull'eleggibilità di persone ad agire come rappresentante<sup>369</sup>.

Confrontando i paesi europei e quelli degli Stati Uniti, risulta evidente che gli investitori attivisti negli USA non dispongono di strumenti abbastanza validi per far valere le proprie

---

<sup>368</sup> Il periodo di tempo può essere ridotto a 14 giorni se è permesso il voto elettronico e l'assemblea acconsente.

<sup>369</sup> L'art. 2 della Direttiva 36/2007/CE designa con il termine di rappresentante la persona che ha ricevuto la delega. Nella direttiva il termine "delega" può, in linea di principio, coprire tutti i diritti degli azionisti nell'assemblea generale, non solo di esercizio del diritto di voto.

pretese e le proprie pressioni sul management, come la possibilità di richiedere un'assemblea straordinaria. Invece, per quel che riguarda la facilità di presentare delle risoluzioni nell'assemblea ordinaria degli azionisti, la legislazione europea è meno favorevole all'attivismo *low-cost* rispetto a quella americana. Questo è testimoniato dal fatto che, molto spesso, in Europa si incontrano requisiti minimi di partecipazione o capitale per richiedere il voto su una proposta degli azionisti.

Nel 2010 uno studio di Cziraki *et al.*<sup>370</sup> ha esaminato le risoluzioni degli azionisti presentate nelle assemblee europee. Come hanno costatato questi autori, la stampa spesso menziona i casi di azionisti dissenzienti che prendono di mira le società europee<sup>371</sup>, mostrando come questo mezzo possa esser utile per disciplinare il management mostrando il dissenso.

Naturalmente esistono molte differenze fra Stati Uniti ed Europa per quel che riguarda le proposte: mentre quelle degli azionisti negli Stati Uniti non sono vincolanti, lo sono non solo in Gran Bretagna ma anche in alcuni paesi dell'Europa continentale. Le leggi e i regolamenti che disciplinano il voto variano molto nei vari paesi e influenzano incentivi e costi. Inoltre, come abbiamo già notato, gli azionisti di minoranza ricevono maggior tutela nei paesi di *common law*, quali Stati Uniti e Gran Bretagna<sup>372</sup> e in alcuni paesi dell'Europa continentale. Anche il ruolo svolto dalle banche è diverso a seconda che si consideri il contesto statunitense o quello europeo: negli Stati Uniti esse rappresentano soggetti passivi, diversamente dai paesi europei (come ad esempio la Germania) in cui sono attivamente impegnate nelle votazioni assembleari<sup>373</sup>.

Dal suddetto studio condotto nel 2010, concentrato su 290 proposte degli azionisti in nove paesi europei (compresa l'Italia) nell'arco temporale fra il 1998 e il 2010 e che ha riguardato un'analisi simultanea della selezione delle società *target* e del successo dei voti ottenuti e del loro effetto sui prezzi azionati, è risultato evidente che la presentazione di proposte soggette alla votazione assembleare è molto rara nell'Europa continentale. Infatti, di tutte le proposte oggetto di studio, solo 95 proposte riguardanti 28 assemblee di 23 società sono state presentate. Anche gli studi condotti da De Jong *et al.* (2006) riscontrano lo scarso ricorso alle risoluzioni da votare in assemblea in Europa continentale.

Tali analisi empiriche hanno evidenziato, inoltre, dati rilevanti su 195 proposte riguardanti 62 assemblee di 40 società inglesi. Nel contesto inglese le proposte degli azionisti si focalizzano sulla ricerca di cambiamenti dei membri del *board* per tentare un cambio di strategia e si

---

<sup>370</sup> CZIRAKI, RENNEBOOG, SZILAGYI, *Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective*, in *European Financial Management*, Vol. 16, Issue 5, pp. 738-777, 2010.

<sup>371</sup> Cziraki *et al.* (2010) discutono il caso di Acquisitor Holdings e Baltimore Technologies.

<sup>372</sup> Cfr. LA PORTA *et al.*, *Corporate Ownership Around the World*, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840, 1998.

<sup>373</sup> Cfr. FRANKS e MAYER, *Ownership and Control of German Corporations*, in *The Review of Financial Studies*, pp. 943-977, 2001.

differenziano, quindi, da quelle avanzate nel resto dell'Europa continentale che solitamente hanno ad oggetto specifici temi di *governance*. Si deve poi considerare che, sebbene la partecipazione alle assemblee in tutti i paesi si aggira fra il 55% e il 60% del capitale votante, quello che cambia è la partecipazione del *free float*, ossia del capitale votante non nelle mani degli azionisti stabili della società, che nelle assemblee dell'Europa continentale è basso rispetto al 53% della Gran Bretagna<sup>374</sup>.

Dal momento che prima delle proposte le società target di solito hanno cattive *performance* e sono poco indebitate, la probabilità di avere una risoluzione avanzata dagli azionisti aumenta con la concentrazione della proprietà della società e la percentuale detenuta dagli investitori istituzionali. Tutto questo testimonia che la composizione dell'azionariato è tenuta in forte considerazione al momento della presentazione della risoluzione.

Tuttavia, tali risoluzioni incontrano un successo modesto, in termini di voti, sia in Gran Bretagna che nel resto dell'Europa continentale. Nonostante questo insuccesso in termini di voti, il voto degli azionisti influenza negativamente il prezzo di mercato soprattutto per le società che hanno cattive performance e basso *market-to-book ratio*. Questo vuol dire che il mercato considera tali proposte e il loro esito negativo come un segno negativo per la *governance* aziendale.

#### **4.5. Attivismo high-cost**

Con l'espressione *high-cost activism* si indica una forma di attivismo connessa alla dimensione della partecipazione detenuta dall'investitore, solitamente almeno pari al 5%. È necessario distinguere due categorie di grandi azionisti: quelli di controllo e i grandi azionisti esterni, che la letteratura chiama *outside blockholders* o *blockholders*. Quello che sostanzialmente differenzia queste due tipologie è che mentre gli azionisti di controllo hanno il potere di gestire la società e di conseguenza possono prendere decisioni che ritengono più opportune, gli *outside blockholders* possono solo tentare di influenzare le decisioni dell'impresa attraverso l'attivismo.

L'acquisizione di partecipazioni di minoranza superiori al 5% avviene abbastanza frequentemente a livello mondiale. Infatti, uno studio condotto da Liao nel 2010<sup>375</sup> ha evidenziato che tra il 1990 e il 2009 una società quotata su sette è stata il *target* di

---

<sup>374</sup> I dati sono tratti dallo studio condotto dalla Commissione Europea nel 2006.

<sup>375</sup> LIAO, *Discriminatory input pricing and strategic delegation*, in *Managerial and Decision Economics*, pp. 263-276, 2010.

acquisizione di un blocco di minoranza<sup>376</sup>, con uno *stake* medio acquisito del 16% e anche le società non quotate spesso sono state target di tali blocchi.

Solo negli anni caratterizzati dalla forte crisi finanziaria, ossia nel 2007 e nel 2008, ci sono notevoli transazioni di mercato che hanno coinvolto miliardi di dollari.

Per questo sarebbe erroneo etichettare l'acquisizione di una partecipazione rilevante solo come il primo passo dell'acquisizione di una società. Infatti l'acquisto di un blocco azionario non comporta sempre una successiva completa acquisizione né è posto in essere a difesa di acquisizioni ostili<sup>377</sup> (cd. *white knights*). Questo vuol dire che le partecipazioni rilevanti vengono acquisite con l'intenzione di detenere un blocco di minoranza e non come inizio di del processo di acquisizione e controllo.

Certamente gli azionisti detentori di partecipazioni rilevanti creano un incentivo per monitorare la società *target*, ma bisogna ricordare che il cardine delle strategie attiviste non è la diversificazione degli investimenti e proprio questo è il motivo per cui sembra più facile per gli azionisti acquistare una partecipazione azionaria che consenta loro di ottenere una serie di benefici. In particolare ci si riferisce qui alla serie di flussi che derivano dalla distribuzione dei dividendi, sommati ad altri flussi monetari, e ai benefici privati ottenuti con il diritto di voto che acquistano.

Tale forma di attivismo permette di produrre nella società *target*, dopo l'arrivo di un investitore attivista, un miglioramento immediato a livello di proprie *performance* operative e azionarie<sup>378</sup>. Tuttavia bisogna notare anche per un azionista la detenzione di una partecipazione pari di solito ad almeno il 5% del capitale sociale, è condizione necessaria ma non sufficiente per essere definito un *high-activist investor*. A tal fine bisogna esaminare gli *switchers*, ossia gli azionisti esterni che hanno le stesse partecipazioni azionarie, ma che cambiano il motivo del loro investimento da passivo ad attivo<sup>379</sup>.

Le compagnie con alti livelli di *free cash flows*<sup>380</sup>, sono quelle che traggono benefici più velocemente dall'attivismo dopo lo *switch*, incrementando subito i dividendi.

In tutti casi, i principali soggetti che portano avanti strategie dell'attivismo *high-cost* e su cui bisogna porre l'attenzione sono quelle dei *corporate raiders* e dei fondi sovrani. I primi investitori, spesso hedge funds, presentano un forte incentivo a monitorare le società *target*,

---

<sup>376</sup> Liao (2010) definisce come blocco di minoranza qualsiasi acquisto dal 5% al 50% del capitale azionario della società. Chiaramente acquisti superiori al 30% farebbero scattare l'obbligo di offerta pubblica a tutti gli azionisti nei paesi europei.

<sup>377</sup> BETTON *et al.*, *Corporate takeovers*, in: Eckbo, B. Espen (Ed.) *Handbook of Corporate Finance* vol. 1, pp. 289–427, 2008; e LIAO (2010) hanno dimostrato che questo avviene solo nello 0,1 % dei casi.

<sup>378</sup> BETHEL *et al.*, *Block Share Purchases and Corporate Performance*, in *J. of Finance*, pp. 605-634, 1998.

<sup>379</sup> KIM *et al.*, *Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers*, in *Journal of Corporate Finance*, pp. 505-522, 2009.

<sup>380</sup> Il free cash flow rappresenta il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso.

dal momento che hanno investito ingenti somme di denaro. Anche se spesso sono descritti dalla stampa finanziaria negativamente, si deve verificare se questo giudizio negativo sia effettivamente supportato empiricamente da una distruzione di valore per gli azionisti<sup>381</sup>.

Sono state quindi formulate tre ipotesi: 1) il *raiding*, secondo cui essi per ottenere benefici personali tendono a distruggere valore per gli altri azionisti; 2) l'ipotesi secondo cui questo tipo di attivismo crea valore per la società *target*; 3) l'ipotesi di un'abilità superiore nel selezionare azioni dell'impresa *target*.

Le attività compiute da questi investitori spaziano da acquisizioni e dismissioni, all'utilizzo di *proxy fights*<sup>382</sup>, alle riorganizzazioni delle imprese e alla partecipazione nelle stesse e si riscontra un effetto positivo di queste attività da parte degli hedge funds, sul valore delle società *target*.

Per questo motivo, la teoria che riscontra una creazione di valore per la società *target* è l'unica che possa dare spiegazione a questi risultati<sup>383</sup>. Le altre due, infatti, non spiegano la reazione positiva del mercato.

L'attivismo portato avanti da questi investitori può essere una delle figure chiave per la creazione di valore societario sia nel breve che nel lungo periodo. Questi investitori, con la loro attività, contribuiscono ad una riduzione in termini di asimmetrie informative e a creare una pressione sui manager delle società che sono così maggiormente incentivati a massimizzare il valore delle azioni. Inoltre, il loro operato è particolarmente importante nel mettere in luce tutte quelle informazioni negative che, volutamente, vengono nascoste dalle aziende bersaglio, creando più opportunità di profitto nelle loro strategie attiviste<sup>384</sup>.

Infatti gli *activist hedge funds* entrano in società quando sono fermamente convinti che la stessa compagnia sia sottovalutata e che renda meno del suo reale potenziale. Gli azionisti attivi, pertanto, sono convinti che il loro intervento sia lo strumento con cui ottenere una maggiore efficienza societaria, tradotta nella creazione di maggiore valore per la società e per i suoi azionisti.

Per quel che concerne, invece, i *Sovereign Wealth Funds* (fondi sovrani), lo studio in materia di attivismo dev'essere ancora approfondito. Ciò nonostante si può fornire una definizione di tali fondi e analizzare come possono procedere all'avvio di campagne attiviste.

---

<sup>381</sup> HOLDERNESS e SHEEHAN, *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*, in *Journal of Financial Economics*, p. 555, 1985.

<sup>382</sup> La *proxy fight* è la "battaglia" attraverso la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra raccogliendo dagli azionisti esistenti il numero di deleghe necessario per avere in assemblea la maggioranza dei diritti di voto.

<sup>383</sup> HOLDERNESS e SHEEHAN, *op. cit.*

<sup>384</sup> PARTNOY e THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21 San Diego Legal Studies Paper No. 07-72*, 2006.

I fondi sovrani sono fondi che gestiscono il portafoglio di investimento dei governi di stati sovrani proprietari, appunto, di tali portafogli.

A differenza degli hedge funds non usano molta leva finanziaria e il loro intento è quello di stabilizzare i redditi ottimizzando la relazione tra rischio e rendimento per le nazioni<sup>385</sup>.

Particolarmente importante nell'analisi dell'attivismo di questi investitori, è la critica associata alla possibilità di perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del valore azionario. L'investimento degli investitori istituzionali potrebbe essere giustificato da motivi di stampo più politico che finanziario. Ne risulterebbe l'avvio di una campagna attivista per la convenienza politica e non per i benefici economici, specialmente per i paesi più sensibili dal lato geo-politico. Il *monitoring* dei fondi sovrani, quindi, non porta a benefici finanziari come quello effettuato dagli investitori privati, mentre si potrebbero ricevere vantaggi sul livello di informazione relative alle azioni del governo.

A ciò si aggiunga che, data la posizione ricoperta da questi managers, sarebbe possibile alterare l'agenda di governo andando a favorire proprio le azioni delle società detenute nel loro portafoglio, e questo comporterebbe una più facile creazione di valore sempre rispetto ad un investitore privato. La soluzione a questi problemi è il livello di trasparenza con cui opera il fondo, rilasciando volontariamente informazioni e segnalando la scelta dei propri investimenti sulla base di obiettivi finanziari<sup>386</sup>.

Una maggiore trasparenza, poi, contribuisce a creare un maggior controllo sull'operato dei *Sovereign Wealth Funds*, la cui reazione diretta sarà il compimento di investimenti migliori e un impegno maggiore nel monitoraggio delle società in cui investono<sup>387</sup>.

Un'analisi compiuta sulle società in cui investono questi fondi dimostra che queste società sono in *distress* finanziario, di grandi dimensioni e con scarsa liquidità, corrispondendo alle scelte degli investitori istituzionali. Se il fondo sovrano presenta un'elevata trasparenza, come dimostrazione di una consecutiva buona qualità del suo monitoraggio, da parte del mercato ne deriva una risposta più elevata dell'annuncio. Azioni di monitoraggio o influenza da parte dei *Sovereign Wealth Funds* la maggior parte delle volte conseguono alla nomina di consiglieri di amministrazione legati proprio al fondo stesso, al *turnover* dei dirigenti e decisioni regolamentari da parte del governo che vanno ad influenzare la società target.

Infine bisogna notare come l'attivismo, nel senso di acquisto di partecipazioni rilevanti, tende ad essere più efficace, con un apprezzamento da parte del mercato, rispetto a quello *low-cost*.

---

<sup>385</sup> KERN, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, Deutsche Bank Research, 2007.

<sup>386</sup> KOTTER e LEL, *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 360-381, 2011.

<sup>387</sup> SHLEIFER e VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, Volume 52, N.2, pp.737-783, 1997.

Questo effetto positivo ben si comprende se si considera che con la posizione acquistata, si ha un incentivo maggiore a monitorare la società.

#### **4.6. Lo *shareholder activism* e gli *hedge fund***

Le diverse iniziative intraprese dai soci, che abbiamo detto essere indicate con l'espressione *shareholder activism*, sono finalizzate a rendere più incisivo il monitoraggio della gestione societaria, con lo scopo di ovviare ai c.d. *agency problem* e ad eliminare lo stato di "asimmetria informativa", predisponendo strumenti idonei a scongiurare il rischio di premiare quei soci che non abbiano contribuito a migliorare la *governance* societaria (c.d. *collective action problem*).

Con maggior precisione, quindi, si può dire che l'attivismo è quel fenomeno tramite cui l'attivista si mette a disposizione per svolgere, nei confronti degli amministratori sociali, attività di monitoraggio ed intervento, esercitando i propri diritti sociali. Fra questi il primo a venire in considerazione è il voto, esercitato in alternativa al disinvestimento non sempre praticabile. Ad esso poi si aggiungano gli ulteriori poteri di persuasione disponibili nella società della comunicazione.

Come appena ricordato, questo postula il superamento dell'apatia razionale, sulla base di una valutazione di convenienza perfettamente razionale: essa ritiene il sacrificio individuale, sostenuto per supervisionare gli amministratori, ben compensato dal beneficio collettivo conseguentemente ottenuto dalla minimizzazione dei costi di agenzia (consistente nella limitazione dell'indebito depauperamento del patrimonio sociale, causato dal perseguimento dei benefici privati da parte di amministratori ed eventuali soci di controllo).

Da tutto questo derivano numerosi effetti positivi: l'accrescimento del valore delle azioni, l'efficienza del governo societario e, più generalmente, quella del mercato.

La disponibilità del socio a monitorare l'operato degli amministratori, dunque, è strettamente legato alla sussistenza delle risorse non solo di tempo, ma anche di denaro e di conoscenze necessarie all'espletamento di tale funzione. Questo spiega perché fra le diverse forme di *shareholder activism* consolidatesi nella prassi in "stagioni" diverse e con alterne fortune<sup>388</sup>, quella che da vent'anni ad oggi è al centro di un intenso dibattito fra gli studiosi della

---

<sup>388</sup> Per una ricostruzione storica dell'attivismo, con riferimento al mondo anglosassone, si vedano B. CHEFFINS, J. ARMOUR, *Offensive Shareholder Activism in U.S. Public Companies, 1900-49*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 09/2011 (11 Febbraio ,2011), consultabile sul sito internet <http://ssrn.com/abstract=1759983>; J. FISCH, *The Transamerica Case*, in *The Iconic Cases in Corporate Law*, a cura di J. Macey, New York, 2008, 46 ss.; J. GORDON, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, in 62 *Vanderbilt Law Review*, 478 ss. (2008).

*corporate governance*, è l'attivismo di una specifica "categoria" di soci<sup>389</sup>: gli investitori istituzionali.

Teoricamente, infatti, considerando la proporzionalità dell'attività di investimento da essi svolta, sembra che siano proprio tali soggetti ad offrire gli incentivi sufficienti a svolgere l'attività di vigilanza, che altrimenti risulterebbe molto onerosa per un investitore individuale.

A partire dalla fine degli anni Ottanta tali considerazioni, hanno contribuito a creare l'idea che l'importanza crescente degli investitori istituzionali nella formazione del capitale delle società quotate, avrebbe avuto come naturale conseguenza la maggiore efficienza nel governo societario<sup>390</sup>.

Tuttavia, nonostante in dottrina si fosse ormai affermata l'opinione secondo cui gli investitori istituzionali potessero porsi a capo di un ampio movimento di rinnovamento dei sistemi di *governance* nazionali, al fine di renderli maggiormente efficienti, agli inizi degli anni '90 una parte della dottrina nordamericana sosteneva che questa aspettativa si sarebbe potuta difficilmente realizzare<sup>391</sup>. Seguendo questa opinione appare plausibile che, relativamente ai problemi di *collective action*, gli investitori istituzionali, teoricamente, siano incoraggiati, dall'aumento delle rispettive partecipazioni, nell'assunzione di strategie attiviste. Questo, naturalmente, contribuirebbe a ridurre i costi di coordinamento tra investitori e, allo stesso tempo, a far perdere attrattività ad opzioni estranee all'attivismo, quali il disinvestimento (*exit*) e il disinteresse (*free riding*).

Sotto il profilo dei problemi di *agency*, che possono derivare dal possibile divaricamento non solo fra l'interesse dei soci e quello realmente perseguito dagli amministratori, ma anche fra soci di controllo e non, si deve notare che l'intervento degli investitori istituzionali può contribuire ad eliminarli solo nella misura in cui si ottenga un allineamento fra gli interessi delle diverse categorie di soci esistenti. L'investitore istituzionale, in altre parole, dev'essere capace di comportarsi come un qualsiasi investitore individuale, per riuscire, nel perseguimento del proprio interesse, a soddisfare anche quello di quest'ultimo.

---

<sup>389</sup> Evidentemente, il termine "categoria" è qui utilizzato con accezione comune, nel senso che, con esso, ci si intende riferire alla differente natura tipologica dei soci e non al fatto che questi siano eventualmente titolari di azioni dotate di diritti diversi.

<sup>390</sup> In particolare, v. A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in 22 *U. Mich. J. L. Ref.* 117, 135 (1988): "The growing power of institutional investors and the shrinking power of individual investors suggest the possibility, and perhaps even the inevitability, of a system of corporate governance in which institutional investors would take a leading role in determining the purposes for which major corporations will be managed. (...) 'Investor capitalism' would recapture the essential genius of capitalism by restoring primacy to the interests of the suppliers of capital". In senso analogo, cfr. B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in 89 *Mich. L. Rev.* 520 (1990); ID., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.* 811, 827, 830-49 (1991); R. GILSON e R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in 43 *Stan. L. Rev.* 863 (1991).

<sup>391</sup> Si vedano in particolare E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *Geo. L.J.* 445, 452 (1990-1991) e J. COFFEE JR., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1324-1326 (1991).

Si deve però rilevare che in seno agli investitori istituzionali esiste un altro problema di agenzia, che sorge fra sottoscrittori e gestori dell'organismo di investimento collettivo. Tale problema è da imputarsi alla struttura stessa di questo secondo ed è tale da privare i gestori degli incentivi razionali necessari affinché questi possano mettere in atto qualsiasi forma di attivismo<sup>392</sup>.

Questo si spiega alla luce di una serie di fattori convergenti: i conflitti d'interesse dei gestori che si riscontrano nei confronti degli amministratori delle società in cui si investe, sono tali da indurre i primi ad assecondare le decisioni dei secondi; la struttura dei compensi dei *money manager* non è influenzata dalla crescita del valore delle azioni che si può conseguire da un monitoraggio degli amministratori più efficace; l'eventuale applicazione da parte dei gestori di strategie di investimento "*indexed*", cioè pienamente diversificate, per cui il portafoglio d'investimenti viene costruito passivamente per replicare la composizione di mercato, ha la conseguenza di trasferire la competizione fra i fondi dal livello del rendimento degli investimenti azionari a quello dei costi per la loro gestione<sup>393</sup>.

Tutto questo comporta che gli investitori istituzionali, in particolare quelli più diversificati fra loro, non siano neppure preparati a fare fronte alla complessa attività analitica, che ad esempio verrebbe richiesta, dall'esercizio del voto relativo ad una partecipazione detenuta, come condizione necessaria per realizzare una qualunque forma di attivismo. In parallelo alla critica riguardo ad un marcato disallineamento di interessi fra gestori e sottoscrittori nel settore dell'intermediazione, c'è poi chi individua ulteriori problemi di *agency* in tutti quei casi in cui determinati tipi di intermediari (fondi pensione pubblici e quelli promossi da organizzazioni sindacali) siano portatori di un interesse diverso da quello in ipotesi riferibile ai soci della società partecipata, ad esempio nel caso in cui siano promotori di politiche gestionali mirate a privilegiare il livello occupazionale o salariale della forza lavoro, intaccando anche la redditività dei titoli azionari<sup>394</sup>.

Gli studi empirici che hanno esaminato le *voting policies* degli investitori istituzionali nelle stagioni assembleari degli ultimi vent'anni, anche in Italia, hanno evidenziato come questi mantengano ancora un atteggiamento soprattutto passivo, caratterizzato dalla propensione a

---

<sup>392</sup> E. ROCK (nt. 7), 452, secondo il quale: "*while the increased role of institutional investors ameliorates the classic collective action problems, it does so by means of agents, in-house and outside money managers. With agents come agency costs, and this new version of the agency problem – the potential divergence of interests between money managers and their principals – threatens the collective action gains from increased concentration of shareholding*".

<sup>393</sup> Più considerazioni analoghe riferite specificamente al contesto europeo e, in particolare, italiano, si veda M. BIANCHI, M. CORRADI e L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impresa società*, 2002, 397.

<sup>394</sup> Cfr. R. ROMANO, *Public pension fund activism in corporate governance reconsidered*, in 93 *Colum. L. Rev.*, 795-853 (1993).

disertare le assemblee delle società partecipate o ad intervenire per sostenere le posizioni tenute dall'amministratore o dal socio di controllo<sup>395</sup>, o dal ricorso a consulenti esterni per la determinazione delle decisioni di voto.

In tal senso sembra che numerosi interventi dei *policy makers* europei, mirati a diminuire i costi collegati all'attivismo (favorendo non solo maggiore trasparenza sul mercato, ma anche imponendo agli emittenti più obblighi di *disclosure* e estendendo i poteri di *voice* dei soci), oppure obbligando gli investitori istituzionali ad esercitare il voto nel migliore interesse dei propri sottoscrittori, non abbiano finora prodotto gli effetti sperati.

Al contrario degli investitori istituzionali che non ricorrono a forme episodiche di attivismo, vi è un'altra categoria di investitori che, invece, prediligono queste ultime forme di attivismo: gli hedge fund, ossia quella piccola frazione sul totale dei fondi c.d. "alternativi"<sup>396</sup> che, persegue principalmente strategie d'investimento basate, principalmente o esclusivamente, sull'acquisto di posizioni piccole nel capitale della società ritenuta sana ma amministrata male<sup>397</sup>, con l'intento di modificarne la gestione esercitando più ampi poteri di pressione sul management, per aumentarne il valore di mercato in modo da poter ottenere risultati significativi e uno smobilizzo immediatamente dopo la partecipazione. Lo scopo degli *hedge fund* è proprio quello di focalizzare i loro investimenti su un limitato numero di strumenti finanziari per ottenere dei risultati maggiori di quelli solitamente ottenuti sul mercato, agendo in maniera opposta a quella dell'investitore che, mediante la diversificazione del suo portafoglio fino a riprodurre la composizione del mercato, preferisce minimizzare il rischio. Quindi una delle principali differenze riscontrabili tra hedge fund e investitori istituzionali riguarda proprio l'attivismo societario: mentre i primi compiono scelte mirate d'investimento

---

<sup>395</sup> Fra gli altri, si vedano M. KAHAN e E. ROCK (nt. 5), 1001; C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401; L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, 592; ID., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 680.

<sup>396</sup> Con riferimento al 2007, si calcolavano circa 9.000 *hedge funds* attivi sul mercato nordamericano; di questi, appena un centinaio risultavano impegnati nel perseguimento di strategie attiviste, e nemmeno in via esclusiva. In questo senso, si veda R. B. THOMPSON, *The limits of hedge fund activism*, Working Paper (2006), 14-15, consultabile online all'indirizzo [http://works.bepress.com/robert\\_thompson/1](http://works.bepress.com/robert_thompson/1). In senso conforme, cfr. A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY e R. THOMAS, *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, in 63 *J. Fin.*, 1729 (2008); A. KLEIN, E. ZUR, *Hedge Fund Activism*, NYU Working Paper No. CLB-06-017 (2006),

consultabile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1291605>. Dal 2000, notevoli quantità di capitali si sono spostati in fondi europei, sia nuovi che già esistenti, guidati da un solo manager. Secondo il database EuroHedge i fondi hedge europei hanno raggiunto un totale di oltre \$ 325 miliardi nel gennaio 2006, vale a dire una crescita di oltre il 25% sul 2005 (rispetto a quasi il 100% nel 2003 e al 50% nel 2004). Oltre 330 nuovi hedge fund europei sono stati lanciati nel corso del 2005, accumulando asset per circa \$ 28 miliardi, mentre 109 fondi sono scomparsi, ottenendo un totale di 1.258 fondi hedge in attività. Quasi i due terzi delle attività degli hedge fund con sede in Europa sono gestite dal Regno Unito, la stragrande maggioranza da Londra. I dati sono stati tratti da *Database HeuroHedge*, 2005.

<sup>397</sup> Cfr. W. BRATTON, *Hedge funds and governance targets*, in 63 *Geo. L. J.* 1375 (2007); W. JIANG, *Do activist hedge funds create value?*, Report for the Ivy Asset Management Corp. 2007 Hedge Fund Research Forum (June 12, 2007).

fondate su attività di analisi approfondite e costose allo scopo di orientare poi le loro azioni nei confronti degli amministratori delle società target, sulla base di una strategia *ex ante*; i secondi esercitano i loro poteri di voice sulla base di una partecipazione già detenuta e seguendo una strategia *ex post*, dal momento che reagiscono nei confronti di scelte di gestione non condivise.

Oltre alla diversa strategia perseguita e alla generale assenza di conflitti d'interesse, gli hedge funds hanno delle loro peculiarità cui corrispondono diversi incentivi allo svolgimento di un'intensa attività di *shareholder activism*. Ciò che si nota per prima cosa è la struttura dei compensi che sono richiesti a favore di manager, in quanto è riconosciuta una remunerazione pari al 20% sulla crescita di valore di mercato delle azioni oggetto di investimento, oltre alla commissione base del 2% sul volume degli *assets*, con il conseguente allineamento in maniera particolarmente efficace l'interesse del gestore del fondo con quello dei sottoscrittori. In più, essendo organismi di investimento a struttura chiusa le cui quote di solito sono rivolte ad una categoria sofisticata di investitori e non possono mai formare oggetto di sollecitazione all'investimento, gli hedge funds hanno un regime regolamentare molto meno restrittivo di quello degli investitori istituzionali. Nello specifico essi: hanno obblighi di *disclosure* minori relativamente all'acquisto di strumenti di debito e di derivati su titoli non quotati; non hanno l'obbligo di diversificazione degli impieghi, potendo determinare la dimensione assoluta e relativa dell'investimento azionario e anche il grado del rischio associato; possono più ampiamente ricorrere al debito, potendo quindi sfruttare appieno la c.d. leva finanziaria; infine sono generalmente liberi limitare il diritto al rimborso dei propri sottoscrittori, conseguendone l'accesso anche ad opportunità d'investimento scarsamente liquidate<sup>398</sup>.

In conclusione, la buona combinazione fra le caratteristiche strutturali degli hedge funds e il paradigma regolamentare che li disciplina, ha offerto loro le condizioni ideali per riuscire a perseguire con successo le loro strategie attiviste, favorite anche dalle legislazioni nazionali di disposizioni finalizzate ad aumentare i poteri di monitoraggio ed intervento a favore delle minoranze azionarie negli emittenti quotati. Questo spiega la diffusione dell'*hedge fund activism* sia nei sistemi a più diffusa proprietà azionaria e quindi con maggiore potere disciplinare azionabile nei confronti degli amministratori, sia in quelli caratterizzati da un alto grado di concentrazione, tipici dell'Europa continentale e dell'Italia.

---

<sup>398</sup> Cfr. M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021, nt. 19, 1062-1065 (2007).

La letteratura nordamericana ha messo in evidenza le conseguenze che sono derivate dalla continua apertura del meccanismo della *proxy* all'iniziativa dei singoli soci, sottraendola, anche se solo in parte, al controllo degli amministratori della *public company*<sup>399</sup>.

Relativamente ai mercati europei in cui, anche la poca contendibilità degli emittenti quotati a prima vista potrebbe scoraggiare ogni forma di attivismo societario, ci si sono state, invece, diverse iniziative poste in essere non solo dai fondi pensione, ma anche dagli *activist hedge funds*<sup>400</sup>. Queste iniziative sono state prese attraverso l'espletamento dei poteri di *voice* approntati a tutela delle minoranze azionarie nei confronti dei soci di controllo e, in particolare per quel che riguarda il contesto italiano, attraverso gli strumenti mirati a permettere la loro rappresentanza in seno agli amministratori e ai soci di controllo<sup>401</sup>.

Quello che, in genere, spinge all'attivismo è la volontà di influenzare la gestione della società, migliorandone i risultati sul piano del valore di mercato e della redditività. Fra le varie iniziative proposte dagli hedge fund o sostenute insieme ad altri investitori attivisti, si devono distinguere quelle mirate ad intervenire sulle regole organizzative della società *target* da quelle più direttamente incentrate a modificare le scelte gestionali.

La prima tipologia risponde all'esigenza di sottrarre il controllo sul procedimento assembleare agli amministratori e di distruggere i meccanismi statutari difensivi contro il rischio di offerte ostili, concretizzandosi in campagne volte a: *i*) introdurre il voto di maggioranza; *ii*) agevolare il diritto dei soci di integrare l'ordine del giorno, eliminando i vincoli procedurali e incidendo sui costi, il diritto di presentare propri candidati per l'elezione degli amministratori e di comunicare con gli altri soci, sollecitando, all'occorrenza deleghe di voto; *iii*) impedire la contendibilità della società. L'attivismo così è teso a creare le condizioni necessarie per permettere ai soci di esercitare un potere di monitoraggio importante per la riduzione dei costi di agenzia.

La seconda tipologia di strategie, invece, è quella preferita dagli hedge funds e punta a colpire direttamente gli effetti dei problemi di *agency*, privando gli amministratori o i soci di controllo, di quei benefici privati che essi estraggono amministrando la società a proprio

---

<sup>399</sup> Per una completa rassegna, si vedano in particolare M. KAHAN, E. ROCK (nt. 19), 1021; T. BRIGGS, *Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis*, in 32 *J. Corp. L.* 681 (2007).

<sup>400</sup> Si veda, su tutti, l'esempio offerto dal fondo britannico Hermes, su cui v. diffusamente M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER, S. ROSSI, *Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund*, ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006 (aprile 2008), consultabile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=934712>.

<sup>401</sup> Sul punto, fra gli altri, si vedano T. ECKHOLD, *Institutionelle Anleger un Corporate Governance – Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, in *ZGR*, 2007, 701 ss.; P. ATHANASSIOU, *Hedge fund regulation in the European Union: current trends and future prospects*, Austin, 2009; M. BECHT, J. FRANK, J. GRANT, *Hedge fund activism in Europe*, ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010 (2010), disponibile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1616340>. Relativamente al contest italiano, sia consentito rinviare a M. EREDE, *Governing corporations with concentrated ownership structure: can hedge funds activism play any role in Italy?*, CLEA 2009 Annual Meeting Paper, disponibile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1397562>.

vantaggio. Le campagne a ciò finalizzate, mirano dunque ad ottenere la vendita della società *target*, o a modificarne gli impieghi, intervenendo, nello specifico su: iv) le politiche strategiche e d'investimento, attraverso distribuzioni straordinarie di utili o di riserve, acquisto di azioni e un ricorso maggiore alla leva; v) politiche strategiche e d'investimento, mediante l'attuazione di nuovi *business plans* e con la ristrutturazione dell'attività con la dismissione di cespiti e l'approvazione di fusioni o scissioni.

Studi empirici di matrice specialmente anglosassone<sup>402</sup>, hanno dimostrato che l'attività degli hedge funds non danneggia il valore di mercato delle società bersaglio: in media, risulta che essa genera dei rendimenti positivi superiori a quelli medi di mercato e persistenti nel tempo e accentuati soprattutto nel periodo successivo alla diffusione della notizia dell'intervento dell'azionista e che il periodo medio di detenzione della partecipazione azionaria da parte di questi fondi è di poco inferiore ai due anni e mezzo<sup>403</sup>, smentendo l'opinione secondo cui l'attività degli *hedge funds* siano naturalmente propense al breve periodo.

#### **4.6.1. Segue: lo Shareholder activism nel Regno Unito**

L'attivismo degli azionisti continua a crescere in prevalenza e significato nel Regno Unito, in linea con le tendenze globali. Mentre l'attivismo degli azionisti non è un concetto nuovo nel mercato inglese, il tipo di investitori che lo intraprendono, le aziende che stanno prendendo di mira e i risultati che stanno cercando di raggiungere hanno continuato ad evolversi negli ultimi anni, influenzati in grande parte dallo sviluppo di tale attività negli Stati Uniti.

Sebbene l'attivismo degli azionisti di questo paese è stato storicamente concentrato sul tentativo di ottenere la rappresentanza del consiglio di amministrazione, gli investitori attivisti hanno iniziato a utilizzare gli strumenti legali e normativi a loro disposizione per ottenere una più diversificata gamma di risultati, facendo a meno, però, di una transazione di controllo completo. Le campagne di attivismo degli azionisti nel Regno Unito possono essere classificate in modi diversi. L'approccio più semplice consiste nel distinguere tra: (1) attivismo guidato dagli eventi, in cui un azionista attivista cercherà di far valere la propria influenza sull'attività aziendale corrente dell'impresa, in particolare in relazione a un'acquisizione o altra situazione di fusioni e acquisizioni; e (2) un attivismo strategico o

---

<sup>402</sup> Cfr. A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY e R. THOMAS (nt. 16); A. KLEIN, E. ZUR (nt. 16); W. BRATTON (nt. 17). Con specifico riferimento all'effetto misurabile sul valore delle azioni in conseguenza della presentazione da parte di soci attivisti di propri candidati all'elezione per il rinnovo del consiglio di amministrazione, si veda C. CERNICH, S. FENN, M. ANDERSON, S. WESTCOTT, *Effectiveness of hybrids boards*, IRRC Institute Report (maggio 2009).

<sup>403</sup> M. BECHT, J. FRANKS, J. GRANT, *Unfulfilled expectations? The returns to international hedge fund activism*, Working paper (novembre 2010), consultabile online all'indirizzo [http://www.law.upenn.edu/academics/institutes/ile/CRTpapers/1210/BechtFranks&Grant\\_Unfulfilled%20Expectations.pdf](http://www.law.upenn.edu/academics/institutes/ile/CRTpapers/1210/BechtFranks&Grant_Unfulfilled%20Expectations.pdf).

operativo, dove al di fuori dell'attività aziendale corrente, un attivista azionista cerca di affrontare le prestazioni operative, il bilancio o altri problemi strategici, o altre preoccupazione a lungo termine presso un'azienda, come la *governance* o la remunerazione. Mentre l'attivismo operativo o strategico è spesso associato a cambiamenti di direzione o leadership, il conseguimento del controllo nel senso stretto del diritto societario non è solitamente un obiettivo e il pieno controllo della società è, quindi, qualcosa che gli attivisti cercheranno di evitare.

Proprio come il tipo di attivismo degli azionisti può variare ampiamente, non esiste un solo tipo di azionista attivista nel Regno Unito, e il termine può indicare una vasta gamma di investitori.

Alcuni attivisti sono specifici fondi di investimento e il loro modello di business è proprio l'attivismo e sono generalmente classificati come azionisti "attivisti". Allo stesso modo, gli azionisti esistenti possono diventare azionisti "attivi", ad esempio, quando ritengono che la società sia sottoperformante o non sono d'accordo con le decisioni prese dal consiglio di amministrazione dell'azienda.

Tradizionalmente, gli investitori istituzionali nel Regno Unito si sono astenuti dal dar voce alle loro preoccupazioni o critiche nei confronti della gestione di pubblico dominio e la comunità degli attivisti storicamente è stata composta da *hedge fund*, fondi di investimento specifici e, alternativamente, dagli investitori privati. Sempre più spesso, però, stanno diventando "attivi" anche investitori istituzionali e altri azionisti più propensi a portare allo scoperto le loro preoccupazioni o a prestare il loro sostegno (pubblicamente o in privato) a coloro che sono più disposti o in grado di farlo, quando sentono che le loro preoccupazioni non sono avvertite dagli organi di amministrazione e di controllo.

Gli specifici *shareholder activist funds* che operano nel Regno Unito sono generalmente buoni ricercatori, tatticamente astuti, determinati e muniti delle risorse necessarie per sostenere le loro campagne. Tali attivisti saranno preparati a una risposta ostile (e non si allontaneranno dal disaccordo pubblico) ma potrebbero preferire un accordo consensuale con una commissione, se possibile.

Sono persistenti (alcuni con orizzonti temporali pluriennali sul loro investimento) e relativamente resistenti a fronte di un *knockback* iniziale: sono, infatti, numerosi gli esempi di attivisti che ribadiscono volentieri gli argomenti e li riportano all'attenzione degli azionisti per un loro secondo voto.

A livello globale, l'attivismo degli azionisti ha registrato un notevole aumento negli ultimi cinque anni. Nel 2015, il numero di campagne attiviste lanciate dagli azionisti ha raggiunto un livello record di 507, un aumento del 73,6% dal 2014 e un aumento del 28% dal precedente

massimo storico del 2012<sup>404</sup>. Il mercato del Regno Unito ha seguito questa tendenza globale. Tra il 2010 e il 2015, il numero di campagne di attivisti per gli azionisti in Europa (compreso il Regno Unito) è aumentato del 126%<sup>405</sup>, con 24 azioni attiviste azioniste avviate nel Regno Unito tra giugno 2015 e giugno 2016<sup>406</sup>. In questo arco temporale, l'intervento degli azionisti, rafforzato dall'introduzione della legislazione "say-on-pay", nel Regno Unito si è concentrato su questioni relative al consiglio di amministrazione come la remunerazione dei dirigenti e le richieste di rappresentanza del consiglio di amministrazione. Nel primo semestre 2016, le richieste di rappresentanza del consiglio di amministrazione e le questioni relative alla retribuzione dei dirigenti o altre questioni di governo societario rappresentavano il 65,1 per cento di tutte le attività di attivismo azionista in Europa (incluso il Regno Unito)<sup>407</sup>. Il numero di questioni relative all'attività societaria M & A e altre questioni societarie le attività sono, poi, anche in aumento.

Mentre alcune delle tattiche e degli approcci sviluppati dagli investitori attivisti statunitensi sono stati adottati nel mercato britannico, limitazioni normative e legali sui tipi di influenza gli attivisti possono avere nei consigli di amministrazione del Regno Unito ha fatto sì che molte delle più audaci forme di attivismo degli Stati Uniti non si siano tradotte oltre l'Atlantico. Tuttavia, una tendenza statunitense che sta iniziando a essere implementata nel Regno Unito è l'uso di accordi di regolamento o di "relazioni di attivisti".

Negli ultimi dieci anni, negli Stati Uniti sono stati in vigore accordi transattivi che forniscono un mezzo per regolare un potenziale concorso tra un investitore attivista e una società, mentre evitano il drenaggio significativo delle risorse che una lunga battaglia per procura può comportare. Gli accordi transattivi in stile USA includono tipicamente le seguenti componenti di base: a) una serie concordata di azioni che devono essere prese dalla società, che possono includere la nomina di rappresentanti del consiglio per l'investitore attivista; b) un accordo di standstill sull'azionariato azionista nella società; c) un accordo di standstill in relazione a determinati aspetti di governo societario (ad esempio a restrizione sull'attivista dall'assumere determinate azioni progettate per guadagnare ulteriore rappresentazione del consiglio di amministrazione); ed altre disposizioni materiali, che possono includere clausole di non denigrazione, disposizioni di rimedio e la durata dell'accordo.

Un recente esempio di accordo transattivo in stile americano con l'adozione di un investitore attivista da una società del Regno Unito è stato annunciato da Rolls-Royce nel marzo 2016, anche se la compagnia lo ha etichettato come un "accordo di coppia", che ha un suono più

---

<sup>404</sup> Thomson Reuters – Global Shareholder Activism Scorecard 2015.

<sup>405</sup> Forbes – 'Europe sees 126% rise in activist investor action in five years', 15 Novembre 2015.

<sup>406</sup> *Activist Insight Monthly*, Volume 5 Issue 6, Luglio 2016.

<sup>407</sup> *Activist Insight Monthly*, Volume 5 Issue 6, Luglio 2016.

familiare e più neutrale per un pubblico britannico che abbia familiarità con tali accordi. Questi accordi sono richiesti dalle Regole sul listino del Regno Unito per gli azionisti con interessi del 30% o più diritti di voto, un livello di partecipazione azionaria che il *Value Act* non aveva raggiunto.

Una pratica che è diventata più comune tra gli azionisti attivisti nel Regno Unito è l'uso di siti Web dedicati o di micrositi come piattaforma per promuovere più ampiamente il loro messaggio. Tali siti forniscono agli attivisti i mezzi per raccogliere le loro argomentazioni (in genere da comunicati stampa RNS, circolari degli azionisti, ecc.) con altri dati di supporto e risorse di parti terze in un forum pubblico facilmente accessibile per altri azionisti, giornalisti e pubblico in generale.

Gli azionisti attivisti pienamente coscienti delle problematiche portate alla loro attenzione valuteranno attentamente le basi legali e normative su cui tali informazioni sono rese disponibili. Prenderanno inoltre in considerazione l'intera gamma di problemi legali come farebbero per i contenuti di qualsiasi sito Web o microsito prima di essere messi in circolazione sul web, per evitare di violare le leggi sul copyright, sulla riservatezza di terze parti o sulla protezione dei dati.

Un argomento che non è ancora ampiamente sollevato in relazione alle campagne attiviste, ma che potrebbe diventare più importante, è il ruolo della diversità di genere nei consigli di amministrazione delle società quotate. Nel Regno Unito i responsabili delle politiche societarie, i regolatori e gli investitori potrebbero sollevare più spesso le questioni legate alla diversità interrogandosi se i nominati dagli azionisti attivisti migliorino o peggiorino la posizione dei consigli di amministrazione esistenti.

Posto che l'attivismo degli azionisti in Gran Bretagna si è intensificato negli ultimi anni, rivolgendo la sua attenzione a diversi aspetti della vita societaria, non si può fare a meno di analizzare gli effetti prodotti da esso sulla teoria di agenzia tipica di questo Paese e, in particolare, il ruolo svolto dai NED nella risoluzione di tali controversie.

Nel modello di Teoria dell'Agenzia che presuppone un rapporto fra *principal* e *agent*, la teoria dipende da una relazione tra le parti e una comprensione condivisa del contesto in cui vengono stipulati gli accordi. Fra un *principal* e un *agent* questo non è un problema in quanto le due parti si conoscono. Nel mondo aziendale, tuttavia, i *principal* sono equiparati agli azionisti della società. Per qualsiasi grande azienda tali azionisti sono una massa amorfa di persone sconosciute ai gestori dell'attività commerciale. In effetti, non vi è alcun obbligo o aspettativa che qualcuno rimanga un azionista per un lungo periodo di tempo. Quindi non può esserci alcuna relazione tra gli azionisti - come *principal* - e i manager - come agenti - poiché i *principal* sono semplicemente quelli che detengono le azioni - come proprietà investita - in

un particolare momento. Quindi gli azionisti non investono in una società e nel futuro di tale società; piuttosto investono per la crescita del capitale e / o un futuro flusso di dividendi e le azioni sono solo un modo per farlo che può essere trasferito dentro o fuori a piacimento. Questo problema è esacerbato, in particolare nel Regno Unito, dal fatto che una quota significativa di azioni viene effettivamente acquistata e venduta da gestori di fondi di istituzioni finanziarie che operano per conto dei loro investitori. Questi gestori di fondi sono ricompensati in base alla crescita (o meno) del valore del fondo. Quindi le azioni sono comprate e vendute come materie prime, piuttosto che come titolo di possesso dell'azienda.

In tale contesto, gli amministratori non esecutivi, possono essere una preziosa risorsa per condurre una buona gestione societaria, dal momento che sono in grado di fornire consulenze ed esperienze imparziali. Gli amministratori non esecutivi sono gli amministratori diversi dagli amministratori delegati e dagli amministratori funzionali. Si tratta di persone d'eccellenza scelte in diversi campi con una variegata esperienza professionale. Dovrebbero essere nominati per un termine specificato e il rinnovo non dovrebbe essere automatico. Pertanto, la nomina di NED di calibro appropriato, esperienza e completa indipendenza è vitale per il buon governo societario. Si prevede che i NED includano le nomine chiave e gli standard di condotta. In questi giorni di crescente competizione e integrazione con i mercati globali, i NED dovrebbero rappresentare gli occhi e le orecchie del presidente.

Dovrebbero trasmettere ai presidenti le loro opinioni degli esperti su argomenti diversi al fine di trovare un giusto equilibrio tra la missione dell'azienda e il vantaggio competitivo con trasparenza e responsabilità. Dovrebbero proteggere l'interesse non solo degli azionisti ma anche di tutti gli *stakeholder*.

La maggioranza dei NED dovrebbe essere indipendente dalla direzione e libera da qualsiasi relazione d'affari o di altro tipo, che potrebbero materialmente interferire con l'esercizio del loro giudizio indipendente, a parte le loro tasse e partecipazione azionaria. Le loro tasse dovrebbero riflettere il tempo, che si impegnano per l'azienda. Gli amministratori non esecutivi dovrebbero essere selezionati attraverso un processo formale e sia questo processo che la loro nomina dovrebbe essere una questione per il consiglio nel suo insieme.

Ciò che è generalmente ignorato in queste raccomandazioni è tuttavia la natura internistica degli amministratori non esecutivi, queste persone si conoscono come i direttori dell'organizzazione stessa prima della nomina. Quindi la loro imparzialità è oggetto di molte discussioni.

Un'ulteriore classe di direttori è quella nominata da alcune organizzazioni come istituzioni finanziarie sulla base del fatto che hanno un investimento significativo nell'organizzazione. Il ruolo dei direttori nominati di istituzioni finanziarie (FI) nei consigli di amministrazione è

molto importante. Il nuovo ambiente economico ha cambiato il loro ruolo da semplici spettatori a giocatori chiave. Dal momento che essi detengono una fetta importante della società, il loro ruolo è significativo per rafforzare la responsabilità sociale. Nel perseguire questo obiettivo, questi direttori hanno prescritto un programma di 19 punti per i candidati nelle aziende. I punti più importanti all'ordine del giorno sono:

- Politiche di dividendi a lungo termine ben definite e dichiarate.
- Il metodo di ammortamento dovrebbe essere esaminato.
- Gli investimenti in società non quotate devono essere attentamente esaminati.
- Nessuna raccolta di risorse sotto forma di capitale o prestiti necessari per l'espansione del lavoro a lungo termine.
- Il trasferimento di divisioni redditizie e il ritiro richiedono approvazioni.
- L'impatto della fusione sul modello azionario e sulla partecipazione del promotore da esaminare.
- I prestiti e gli anticipi per l'acquisto di azioni dovrebbero essere esaminati.

Le aree in cui dovrebbero svolgere un ruolo efficace comprendono aree cruciali quali investimenti in sussidiarie e prestiti, aggiudicazione di contratti, fusioni e acquisizioni, dividendi e politiche contabili. Il loro intervento continuerà a cambiare con le necessità, ma ciò che è importante per il candidato è di agire in modo coeso con altri *board directors*. Per queste persone esiste anche un potenziale conflitto di interessi nel loro desiderio di servire gli interessi della propria azienda e la compagnia di cui sono un candidato direttore.

#### **4.6.2. Segue: Lo Shareholder activism in Italia**

Le società italiane sono caratterizzate dalla forte presenza degli azionisti di controllo, spesso famiglie, che detengono la maggioranza dei voti nelle società quotate<sup>408</sup>. Gli investitori istituzionali, fondi pensione sono di introduzione relativamente recente e ancora non svolgono un ruolo paragonabile a quelli americani ed europei.

Lo *shareholder activism* è stato definito in diversi modi. Alcuni lo identificano, forse in maniera più appropriata nella prospettiva italiana, come l'esercizio e l'applicazione dei diritti da parte degli azionisti di minoranza con l'obiettivo di migliorare valore per gli azionisti a lungo termine. Questa definizione sembra descrivere al meglio l'attivismo degli azionisti nelle aziende italiane, in quanto contesto fondamentalmente costituito da entità aziendali strettamente detenute e relativamente aziende poco quotate, dove l'attivismo è invariabilmente

---

<sup>408</sup> FACCIO e LANG, *The ultimate ownership of Western European corporations*, in *Journal of Financial Economics* 65, pp. 365–395, 2002; FRANKS, J., MAYER, C., VOLPIN, P. e WAGNER, H.F., *Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK*. Come presentato alla conferenza sulla Corporate governance in Italia: 10 anni dopo il Testo Unico sulla Finanza (TUF), della Banca d'Italia, 11 Dicembre 2008.

rappresentato dal tentativo di cercare legalmente la protezione per gli azionisti di minoranza, che spesso manca, nello statuto della società in cui non vi è anche un patto parasociale per proteggerli.

In termini generali, l'attivismo degli azionisti in Italia è rappresentato dalle attività di:

- Investitori di società, anche a responsabilità limitata (S.r.l.) o società per azioni (S.p.A.) che tentano di influenzare il management dell'azienda come riguarda le politiche e le strategie aziendali.
- Gli azionisti di minoranza tentano di mettere sotto pressione la direzione o altri azionisti (che quasi sempre coincidono in società strettamente controllate) esercitando i loro diritti, molto spesso all'estremo e abusandone, creando condizioni tali da costringere gli altri azionisti a comprarli fuori dalla società per porre fine ad affannosi litigi e controversie giudiziarie.

Quindi non è errato affermare che questa è la forma più comune di attivismo degli azionisti e si verifica su una scala più ampia di quella condotta dagli investitori.

In termini di volume di casi, l'attivismo da parte degli azionisti di minoranza supera talmente qualsiasi altra forma di simile attività che, l'analisi va concentrata sugli aspetti dell'attivismo che riguardano le minoranze e i loro disaccordi con la direzione o gli azionisti di maggioranza. Ci sono casi in cui l'attivismo è sinonimo di un azionista che si comporta come un *corporate raider* (per esempio, come il caso relativamente recente di Vivendi che tenta di fare irruzione nel gigante dei media italiano Mediaset). In generale, i regolamenti societari e finanziari italiani non forniscono un forte sostegno all'attivismo degli azionisti. In assenza di chiare disposizioni contrarie che dovrebbero essere contenute negli statuti della società (nel caso di S.r.l.) o nei patti parasociali (nel caso di S.p.A.), gli azionisti di maggioranza godono di diritti quasi illimitati a danno degli altri azionisti. Di conseguenza, il coinvolgimento degli azionisti di minoranza e la partecipazione al governo societario e la loro influenza a livello delle assemblee degli azionisti sono invariabilmente limitati, salvo alcune eccezioni che tuttavia confermano questo principio generale.

Tuttavia, negli ultimi vent'anni ci sono stati significativi cambiamenti legislativi che hanno contribuito a incoraggiare l'attivismo degli azionisti. Per le società quotate in borsa, la Legge sul Testo Finanziario (Testo Unico sulle Leggi Finanziarie, emanata dal Decreto Legislativo n. 58/1998), tra le altre cose, ha aumentato l'importanza della trasparenza e della fornitura di informazioni sul governo societario. Inoltre, la direttiva 2007/36 / CE relativa all'esercizio di determinati diritti degli azionisti di società quotate (direttiva sui diritti degli azionisti), ratificata dal decreto legislativo n. 27/2010, ha notevolmente aumentato i diritti degli azionisti di minoranza delle società quotate. Per le società strettamente controllate, la riforma del diritto

societario del 2003 (decreto legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003) ha introdotto alcuni emendamenti che hanno costituito la base dell'attivismo degli azionisti in questi tipi di società. Queste modifiche includevano il diritto di recesso da una società in determinati casi specifici (articoli 2437 e 2473, codice civile italiano) e il diritto alla trasparenza e all'informazione da parte della direzione (articolo 2476, paragrafo 2, codice civile italiano).

Il principale rimedio previsto dalla riforma del 2003 a favore degli azionisti di minoranza che alla fine renderebbe per loro preferibile lasciare la compagnia per non continuare a soffrire la tirannia della maggioranza, è senza dubbio il "diritto di recesso", che è concesso in determinate circostanze e permette agli azionisti di minoranza di vendere le loro azioni agli altri azionisti o alla società, a seconda dei casi. Mentre inizialmente è stato accolto come uno strumento di salvataggio per le minoranze, nel tempo ha, però, dimostrato di non essere una protezione efficace come si pensava sarebbe stata. Questo diritto può infatti essere esercitato solo in circostanze fattuali specifiche che, in realtà, è molto improbabile che si verifichino (ad esempio, questo diritto sorge tra l'altro sulla società che trasferisce la sua sede legale ampia, un evento che è improbabile che accada nella maggior parte delle società). Di conseguenza, l'attivismo degli azionisti rimane l'unico rimedio potenziale per un azionista di minoranza che è continuamente fuori sede nell'assemblea degli azionisti di maggioranza, non ha alcun diritto nella gestione della società e non ha altre protezioni o vie d'uscita secondo la legge. Si prevede che le istanze di attivismo degli azionisti continueranno a crescere fino a quando la legge introdurrà rimedi per gli azionisti di minoranza che sono chiari, efficienti e facili da implementare a qualsiasi livello giudiziario<sup>409</sup>.

La forma più comune di attivismo degli azionisti in Italia, che si verifica su una scala molto più ampia di quella istituzionale l'attivismo degli investitori, proviene da azionisti di minoranza che tentano di mettere sotto pressione la direzione o altri azionisti esercitando i loro diritti, spesso al fine di uscire dalla società acquistando la maggioranza.

Gli investitori istituzionali che si impegnano nell'attivismo, compresi gli investitori di *hedge fund*, sono generalmente focalizzati sull'introduzione di modifiche che riguardano:

- Struttura della *governance* aziendale e composizione del consiglio di amministrazione.
- Politiche di remunerazione.
- Piani di incentivazione.
- Monitoraggio della *governance* aziendale.
- Transazioni straordinarie.

---

<sup>409</sup> Cfr. ALESSANDRO VARRENTI, *Shareholder activism in Italy, Practical Law Country Q&A* w-014-1591 (2019).

L'attivismo degli azionisti in società quotate o quotate in borsa è in genere finalizzato a apportare modifiche alla composizione del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale. Non è inusuale per gli azionisti di minoranza che intendono modificare la composizione del consiglio per supportare le richieste di altri azionisti di minoranza fare lo stesso (ad esempio, i dati ufficiali mostrano che nel 2017 quasi l'80% degli azionisti di minoranza ha votato a favore le liste di candidati dei membri del consiglio di amministrazione, che sono state presentate da altri azionisti di minoranza).

Gli obiettivi dell'azionista attivista possono anche implicare in genere questioni di governo societario, tra cui l'elezione di amministratori indipendenti, al fine di aumentare il ruolo di supervisione di tali amministratori all'interno del consiglio e introducendo rimedi contro la mancanza di informazioni aziendali. Gli azionisti attivisti spesso spingono anche a ottenere dividendi più elevati di quelli tradizionalmente distribuiti, o altre forme di rendimenti per gli azionisti, modificando il piano aziendale.

Generalmente, gli azionisti attivisti tendono a fare uso dei diritti conferiti agli azionisti di minoranza secondo la legge italiana. Solitamente gli azionisti attivisti che mirano alla rappresentanza di una minoranza cercano il supporto di investitori istituzionali (diversi dagli investitori di fondi *hedge*), che invariabilmente presentano la loro lista di candidati dopo aver cercato il sostegno di altri azionisti. A questo scopo, le strategie utilizzate tendono a non essere aggressive. Spesso gli azionisti attivisti preferiscono condurre le loro attività in silenzio, in modo da stabilire alleanze strategiche con le aziende *target* laddove possibile, piuttosto che porre in essere strategie più aggressive. A volte gli azionisti attivisti perseguono i loro obiettivi in diverse fasi. Nella prima fase, la campagna attivista di solito inizia con trattative private e trattative con la direzione dell'azienda *target*. Se questo non è sufficiente per raggiungere lo scopo iniziale, una seconda fase potrebbe coinvolgere in genere gli attivisti degli azionisti in altre azioni pubbliche (ad esempio, lettere e comunicati stampa). In genere, in questa seconda fase gli azionisti attivisti cercheranno di aumentare il loro potere di voto, o useranno strategie volte a ottenere il sostegno di altri azionisti.

## CAPITOLO 5

### NUOVE FORME DI COINVOLGIMENTO PER I DIPENDENTI E TUTELA DELLE MINORANZE

Accogliendo un'interpretazione più generale di “partecipazione finanziaria dei lavoratori” si fa riferimento a tutte quelle casistiche in cui i dipendenti, con diverse modalità, vengono coinvolti nei risultati economici della società datore di lavoro. Più nel dettaglio, possono essere ricomprese nella nozione di partecipazione finanziaria:

- a) le fattispecie in cui la partecipazione porti benefici in via “diretta”, con assegnazione al dipendente di un introito monetario, la cui variabile è connessa agli utili conseguiti dalla società (come ad esempio nel caso del cosiddetto *profit-sharing*) o di altri indici di produttività (come nel caso del *gain-sharing*);
- b) le fattispecie in cui la partecipazione attribuisca benefici indirettamente, come nel caso in cui il lavoratore venga inserito nel novero dei soggetti partecipanti al capitale dell'impresa, con la conseguente acquisizione di benefici economici connessi alla titolarità di tale partecipazione come plusvalenze, dividendi ecc. (si parla di *share ownership*, o azionariato dei dipendenti).

Nel caso di *profit sharing* il dipendente riceve una remunerazione variabile che si aggiunge a quella fissa prevista dal proprio contratto lavorativo; si configura, così, una particolare componente partecipativa della retribuzione complessiva<sup>410</sup>. La possibilità che il dipendente sia remunerato mediante il conferimento di utili è espressamente contemplata dal Codice Civile italiano all'articolo 2099, c.3, che stabilisce: “Il prestatore di lavoro può anche essere retribuito in tutto o in parte con partecipazione agli utili”, nonché all'articolo 2102 che si occupa della nozione di utile rilevante per il calcolo della retribuzione totale.

Nel caso di *share ownership* non è invece possibile instaurare una connessione tra partecipazione finanziaria e retribuzione, in quanto la stessa partecipazione non trova causa nella prestazione lavorativa prevista dal contratto perché si basa sulla titolarità di un diritto di proprietà. Nel nostro codice civile alcune disposizioni sono dedicate all'azionariato dei dipendenti: l'art. 2349 c.c. in tema di assegnazione di utili ai lavoratori tramite l'emissione di speciali categorie di azioni da assegnare ai dipendenti, o altri strumenti finanziari; l'art. 2358 c. 3 c.c., che contiene un'eccezione al divieto per l'impresa di accordare prestiti a terzi o concedere garanzie per la sottoscrizione di proprie azioni, in applicazione di un regime favorevole ai propri dipendenti; infine l'ultimo comma dell'art. 2441 c.c., il quale, volendo favorire la partecipazione dei dipendenti alla vita societaria, prevede la possibilità che un

---

<sup>410</sup> Cfr. L.ANGIELLO, *La retribuzione*, Milano, 1990, pp. VIII-230 (Il Codice Civile. Commentario).

numero prestabilito di azioni di nuova emissione sia offerto in sottoscrizione ai dipendenti in deroga al diritto di opzione sorgente in capo ai soci.

Il modello di partecipazione “*share ownership*” è molto diffuso nei paesi anglosassoni come il Regno Unito e gli USA (soprattutto nella forma di *Employee Stock Ownership Plans*). In tali paesi, fra l’alto, sono anche molto diffusi i modelli che si rifanno al *profit sharing*.

### **5.1. Diritto di partecipazione alla gestione d’impresa e rappresentanza collettiva dei lavoratori**

Il tema della partecipazione dei lavoratori e dei connessi diritti di coinvolgimento degli stessi ha alle spalle una lunga storia simile, per lunghezza e complessità, a quella dell’associazionismo sindacale. Nel XIX secolo nel Regno Unito, vennero costituiti, ad iniziativa dei datori di lavoro, consigli di rappresentanza dei dipendenti. Questo fenomeno, però, non fu accolto favorevolmente dai sindacati, i quali ritenevano i suddetti organi partecipativi un ostacolo all’emersione del sindacalismo libero<sup>411</sup>. Il punto di svolta storico, che determinò un vero e proprio miglioramento delle vicende partecipative, fu la Prima Guerra Mondiale: in molti Paesi, il conflitto cambiò l’atteggiamento dei sindacati e dei partiti di sinistra rispetto al coinvolgimento dei lavoratori attraverso rappresentanze aziendali elette.

Anche nel Regno Unito il clima di solidarietà nazionale successivo ai due conflitti mondiali, infatti, favorì la nascita di comitati consultivi composti da rappresentanti dei lavoratori, destinati a garantire un contatto con gli organi dirigenziali aziendali. Sebbene la necessità di istituzionalizzare le forme di cooperazione tra rappresentanti dei dipendenti e datori di lavoro, si presentò sul finire di entrambi i conflitti mondiali, soltanto nel secondo dopoguerra, fu emanato l’*Industrial Organization and Development Act* (1947) col quale fu prevista per legge la costituzione di “organismi consultivi tripartiti” a livello di settore<sup>412</sup>.

Successivamente, all’inizio degli anni ’70, l’Europa ha vissuto una prima fase riguardante il tentativo di armonizzazione del diritto societario prima e del diritto del lavoro dopo. L’aspetto peculiare di tale intenzione era quello di introdurre il sistema di cogestione come caratteristica fondamentale del modello che si intendeva generalizzare<sup>413</sup>. Tale proposta, oltre a prevedere il meccanismo cogestorio, contemplava anche una forma di codeterminazione attraverso organismi di rappresentanza dei lavoratori dotati, sia di poteri di informazione e consultazione, sia di pura codeterminazione. A seguito dell’adozione di questo modello

---

<sup>411</sup> T. J. M. JACOBS, *Labour Law in The Netherlands*, The Hague-London-New York, 2004, Kluwer Law International, p.231.

<sup>412</sup> H. A. CLEG – T.E. CHESTER, “*Joint Consultation*”, in Flanders A.- Clegg H.A., *The System of Industrial Relations in Great Britain*, Oxford, 1960, Blackwell, p.330.

<sup>413</sup> G. ZANGARI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese nel diritto comparato e comunitario*, in *RDL*, 1977, I, 82.

societario, si è parlato di una “combinazione” tra la codeterminazione a livello di impresa e la cogestione negli organi direttivi. La seconda proposta europea si concretizzava nel 1972 con l’approvazione della V Direttiva. Con tale documento ci si poneva l’obiettivo di armonizzare il diritto commerciale dei singoli Stati membri, attraverso l’imposizione di un modello unico di società, valevole su tutto il territorio europeo. Il modello di *governance*, a cui ci si ispirava, rimaneva quello del sistema dualistico, caratterizzato dalla presenza del consiglio di sorveglianza e di quello di gestione, volendo rendere obbligatoria la partecipazione dei lavoratori in imprese con almeno 500 dipendenti. Tale proposta, a differenza della prima sulla Società Europea, prevedeva la possibilità di scelta da parte dei singoli Stati membri, tra il modello di cogestione “nella misura di un terzo”, quello della nomina dei membri del consiglio di sorveglianza per cooptazione e un modello misto con nomina di 1/3 dei membri del consiglio di sorveglianza da parte dei lavoratori o dei loro rappresentanti; nomina di una parte dei restanti membri da parte dell’assemblea e nomina del residuo dei membri con modalità stabilite dallo Stato membro<sup>414</sup>.

Il processo di armonizzazione del diritto societario europeo, poi, è segnato da altre due fondamentali tappe, rappresentate dal “Programma di azione sociale” del 1974 e dal Libro Verde del 1975 sulla “partecipazione dei lavoratori e sulla struttura delle società nella Comunità Europea”. In quest’ ultimo progetto, un ruolo fondamentale era svolto dalla cogestione che, insieme ai diritti di informazione e consultazione, rappresentava il pilastro della nuova struttura delle società, auspicata a livello europeo. Il programma, però, trovò solo parzialmente attuazione con l’approvazione di due direttive sulla informazione e sulla consultazione dei rappresentanti dei lavoratori nei casi di licenziamenti collettivi (75/129/CEE) e trasferimenti d’azienda (77/187/CEE). Sostanzialmente si voleva garantire un “flusso informativo” in occasione di specifici casi traumatici e patologici, avvenuti durante la vita dell’impresa e per questo si parla delle direttive c.d. “di prima generazione” volte a determinare un meccanismo di “codeterminazione delle crisi aziendali”. Pur essendoci la necessità di adottare delle “*soluzioni flessibili*” per via delle diversità strutturali tra i sistemi di relazioni industriali dei diversi stati nazionali; la Commissione europea, sottolineava “*l’imprescindibile importanza dell’intervento dei lavoratori nel processo di formazione delle decisioni dell’impresa*”, in base ad un “*imperativo democratico secondo cui coloro che sono sostanzialmente interessati dalle decisioni prese da istituzioni sociali e politiche, debbono poter partecipare a tale procedimento decisionale*”. Nel 1980 con la c.d. “Proposta Vredeling” che ha ad oggetto “l’informazione e la consultazione dei lavoratori occupati in

---

<sup>414</sup> Sul punto M. CORTI, “*La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l’esperienza comparata*”, Milano, 2012, Vita e Pensiero, p. 54-55.

imprese a struttura complessa, in particolare a struttura transnazionale”, la Commissione aveva avviato un nuovo filone di iniziative di più basso profilo, passando dalla cogestione delle due proposte del 1970 e del 1972, alla tutela dei diritti di informazione e consultazione non più vincolati unicamente ad eventi patologici che colpiscono l’impresa, ma di carattere strutturale e periodico. Dato che tale progetto, però, presentava problematiche connesse alla mancanza di autonomia giuridica del gruppo, si è reso necessario risolverle emanando la seconda proposta di Direttiva Vredeling del 1983. In essa si diceva che, laddove fosse accertata la responsabilità informativa delle singole società partecipate, la responsabilità non sarebbe stata attribuita alla società madre, neanche in ipotesi di decisione presa da quest’ultima. Al di là di tale problematica, il vero ostacolo alla proposta di direttiva fu rappresentato dall’opinione fortemente contraria da parte del fronte imprenditoriale europeo, a causa dell’eccessivo onere informativo imposto alla capogruppo e per la rigidità delle procedure di informazione. Le due versioni della proposta Vredeling, non furono mai approvate e, nel 1986, il progetto fu omissivo dall’agenda del Consiglio.

Dopo ben 11 anni la Commissione presentò al Consiglio una nuova Proposta di V Direttiva che attribuiva ai rappresentanti dei lavoratori un mero ruolo di controllo, privo di funzioni gestorie. Alle società era riservata anche la facoltà di scelta tra quattro modelli partecipativi in base all’art.4 della Proposta così come modificata nel 1983. Le forme partecipative erano: a) modello tedesco (cogestione di 1/3 fino alla metà del Consiglio di Sorveglianza, con prevalenza degli azionisti), b) modello olandese (cooptazione da parte del Consiglio di Sorveglianza), c) modello francese e belga (consiglio rappresentativo dei lavoratori esterno, sulla falsa riga del comitato di impresa), d) forme partecipative da scegliere per via negoziale; inoltre, era eventualmente prevista la possibilità di escludere la partecipazione dei lavoratori, ove d’accordo con la maggioranza di questi ultimi. Va analizzata anche la Direttiva 1989/391/CE che, per certi aspetti<sup>415</sup>, riprende caratteristiche proprie delle “Direttive di prima generazione”. La partecipazione dei lavoratori, nella direttiva in questione, però, coinvolge questi ultimi solo in quanto “parte della comunità del rischio”<sup>416</sup>, senza giungere al punto di prevedere istanze partecipative in senso stretto.

In seguito la direttiva 2009/38/CE sull’istituzione di un CAE (Comitati Aziendali Europei) sembra attuare il principio del coinvolgimento dei lavoratori ad un livello appropriato, e quindi europeo, se tale è la dimensione nella quale opera l’impresa cui appartiene, così come prevede l’articolo 27 della Carta dei diritti fondamentali dell’UE. Venne previsto un iter procedurale composto da una trattativa tra la direzione dell’impresa e i rappresentanti dei

---

<sup>415</sup> All’art.11 c.1, si garantisce il diritto dei lavoratori e/o dei rappresentanti di “partecipare in tutte le questioni che riguardano la sicurezza e la protezione della salute durante il lavoro”.

<sup>416</sup> G. NATULLO, *La tutela dell’ambiente di lavoro*, Torino, 1995, 217.

lavoratori, all'esito della quale ci sarebbe dovuta essere la decisione di istituire un CAE oppure un sistema di informazione e consultazione alternativo a questo. Il legislatore, in ottica sussidiaria, ha voluto lasciare libertà sia agli Stati membri, rispetto alle modalità di attuazione della Direttiva, sia alle parti sociali, definendo i termini minimi per una negoziazione tra le stesse<sup>417</sup>. Per questo motivo, sono proprio le Delegazioni Speciali di Negoziazione (DSN), composte dai rappresentanti dei lavoratori dei diversi Paesi membri, e la Direzione centrale dell'impresa, a *“determinare tramite accordo scritto, nel corso di un'apposita riunione, il campo di azione, la composizione, le attribuzioni e la durata del mandato del o dei comitati aziendali europei, ovvero le modalità di attuazione di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori”*<sup>418</sup>, a meno che i rappresentanti dei lavoratori non decidano a maggioranza di 2/3, di non avviare o annullare la negoziazione, terminando così la procedura. A seguito dell'annullamento o della mancata instaurazione della negoziazione, risulta impossibile applicare anche le c.d. *“prescrizioni accessorie”*<sup>419</sup>, che, in assenza di un diverso accordo tra le parti, costituiscono un solido punto di partenza per la negoziazione, venendo ad essere solo teoricamente *“accessorie”*. Il primo impulso per la costituzione del CAE o di una *“procedura alternativa”* spetta alla Direzione centrale o, nel caso in cui essa non sia in uno Stato membro, ad un rappresentante della stessa. La Direzione è responsabile della comunicazione delle informazioni ai rappresentanti dei lavoratori<sup>420</sup>. Il successo dei CAE, a livello europeo, non si evince solo dalla diffusione a livello quantitativo degli stessi, ma anche, e soprattutto, a livello di creazione di una nuova tecnica di regolamentazione delle relazioni industriali continentali, basata sul riconoscimento di un metodo *“sussidiario”* di tipo verticale e orizzontale<sup>421</sup>. Tuttavia il legislatore comunitario non si è soffermato sulle funzioni negoziali e, più propriamente, *“cogestionali”* dei nuovi organismi partecipativi, avendo incentrato la normativa sui diritti di informazione e consultazione. Il risultato fu che il forte radicamento nazionale della rappresentanza europea, ha impedito la nascita di un sistema che vada oltre le frontiere nazionali, oltrepassando il semplice *“coordinamento”* tra i rappresentanti dei vari Paesi presenti all'interno del Comitato. Questo limite ha determinato, spesso, la comunicazione delle decisioni della Direzione a cose ormai fatte.

Infine, contestualmente al Regolamento n. 2157/2001, relativo allo Statuto della nuova tipologia societaria, viene emanata la Direttiva 86/2001 che *“completa lo Statuto della società europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori”*. Tale Direttiva sul

---

<sup>417</sup> F. GUARRIELLO, *Il ruolo della contrattazione collettiva nell'attuazione della direttiva*, in De Luca M., *“I comitati aziendali europei”*, Milano, 1996, Franco Angeli, 47.

<sup>418</sup> Art. 5, par. 3 Dir. 94/45/CE.

<sup>419</sup> Art. 5, par. 5 Dir. 94/45/CE.

<sup>420</sup> Art. 4 Dir. 94/45/CE.

<sup>421</sup> M. BIAGI, *“Cultura e istituti partecipativi delle relazioni industriali in Europa”*, in IPL, 2002, 9, 295.

coinvolgimento dei lavoratori nella Società Europea, sono previsti meccanismi finalizzati a far nascere all'interno di questa, organi di rappresentanza dei lavoratori (ORL), oppure, procedure di informazione e consultazione transnazionale simili ai modelli istituiti dalla direttiva sui CAE. La trattativa tra la Delegazione Speciale di Negoziazione (DSN) e i soggetti coinvolti della costituzione di SE, è, tuttavia, molto più breve: si svolge in 6 mesi, prorogabili una sola volta in egual misura, decorsi i quali trovano applicazione le “previsioni accessorie”. È previsto anche un meccanismo che consenta di rinunciare al coinvolgimento dei lavoratori, attraverso la decisione in tal senso della maggioranza qualificata dei 2/3 che rappresenti i 2/3 dei lavoratori e comprenda i voti di almeno due Stati. Le modalità di costituzione delle DSN e degli ORL, sono uguali a quelle per i CAE; l'unica eccezione a tal principio, si ha per la costituzione delle DSN in caso di creazione di SE mediante fusione. In questo caso sono previsti adattamenti volti a garantire una rappresentanza specifica ai lavoratori di ciascuna società, iscritta in uno Stato membro, che cessi come entità giuridica distinta, per dar spazio alla nascita della nuova Società Europea<sup>422</sup> Non va trascurato che la Direttiva sulla SE, è di fondamentale importanza per essersi occupata non solo di informazione e consultazione, ma anche di “coinvolgimento” e “partecipazione” dei lavoratori. Nella Direttiva, si parla di “partecipazione” nel senso di *“influenza dell'organo di rappresentanza dei lavoratori e/o dei rappresentanti dei lavoratori nelle attività di una società mediante: - il diritto di eleggere o designare alcuni dei membri dell'organo di vigilanza o di amministrazione della società; - il diritto di raccomandare la designazione di alcuni o tutti i membri dell'organo di vigilanza o di amministrazione della società e/o di opporvisi”*<sup>423</sup>. L'applicazione di modelli partecipativi interni alle SE, dipende, dunque, dalla presenza di meccanismi di cogestione nelle società preesistenti. La *ratio* di questo principio è proprio quella di evitare che si rifugga dall'applicazione di forme di partecipazione “forte” dei lavoratori, operando una trasformazione dell'impresa in SE. In ultimo è previsto dalla Direttiva, l'obbligo degli Stati membri di stabilire le disposizioni sul coinvolgimento dei lavoratori, in modo tale che queste soddisfino le disposizioni dell'allegato, lasciando, in caso di accordo tra le parti o mancato raggiungimento dello stesso, l'applicazione delle disposizioni dello Stato in cui è la sede sociale della SE.

## 5.2. Partecipazione azionaria dei lavoratori

---

<sup>422</sup> Art. 3, par. 2, lett. a), n. ii), Dir. 2001/86/CE.

<sup>423</sup> Art. 2, par. 1, lett. k), Dir. 2001/86/CE.

Le principali tipologie di partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti, basata sugli schemi previsti dal rapporto PEPPER II<sup>424</sup>, possono essere così schematizzate:

1) *Profit Sharing* (PS): essa può essere realizzata sia tramite pagamenti in contante (detti *Cash Profit Sharing*), talvolta differiti (*Deferred Profit Sharing*), o anche mediante obbligazioni (*Bond Profit Sharing*). Si deve notare che l'eventuale emissione di obbligazioni al posto di contante non cambia la natura e la forma della partecipazione.

2) Partecipazione agli utili su base azionaria (*Share-based Profit Sharing*), investimento di utili differiti (DPS), *Stock Options* (SO), *Discretionary Share Options* (DSO) e piani di azionariato dei dipendenti (*Employee Share Ownership*): tutte queste diverse tipologie di partecipazione conducono al medesimo risultato, rappresentato dall'azionariato dei dipendenti.

3) *Employee Buy-Outs*: acquisizione del pacchetto di maggioranza da parte dei lavoratori. Un collegamento con il sistema prefigurato all'interno del PEPPER II report si può individuare nella possibile circostanza in cui la partecipazione finanziaria dei dipendenti preluda ad una forma di trasferimento della proprietà ai lavoratori.

I principi sviluppati dalla Commissione Europea in materia di partecipazione finanziaria dei lavoratori sono visti come uno strumento da istituirsi per libera scelta, o accordi tra dipendenti (o loro rappresentanti) e datori di lavoro, escludendosi dunque la configurazione di un sistema cogente ed obbligatorio per legge. Valga come esempio di ciò lo Statuto per la partecipazione dei lavoratori dipendenti alla gestione dell'impresa<sup>425</sup> il quale all'art. 2 statuisce che “*le imprese... possono...istituire piani di partecipazione finanziaria*” e all'art. 4 che “*il piano deve assicurare l'adesione volontaria dei lavoratori*”. Se ne deduce che, una volta che i soggetti datori di lavoro scelgano di configurare un piano di partecipazione finanziaria e i dipendenti scelgano liberamente di aderirvi, tale piano diventa vincolante sia per i primi che per i secondi.

La partecipazione può essere gratuita o onerosa per il dipendente, a seconda che essa sia svolta tramite un'assegnazione da parte del datore di lavoro di quote o denaro o altri strumenti, al di fuori di un ipotetico nesso di corrispettività con la prestazione lavorativa del dipendente, oppure tramite l'utilizzo del lavoratore di una parte della propria retribuzione, anche differita (come nel caso del TFR). Il carattere oneroso o gratuito può incidere esclusivamente sui sistemi di *share ownership*, dal momento che la prestazione del datore di

---

<sup>424</sup> *Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results*, risultato di un progetto volto ad ottenere una panoramica dello “stato dell'arte” della partecipazione finanziaria dei lavoratori nell'Unione Europea.

<sup>425</sup> [www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/FascicoloSchedeDDL/ebook/40198.pdf](http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/FascicoloSchedeDDL/ebook/40198.pdf)

lavoro all'interno degli schemi di *profit sharing* costituisce sempre una retribuzione della prestazione del lavoratore.

La Commissione Europea ha poi stabilito, come principio generale, che la partecipazione non possa in alcun modo essere sostituita al salario, con ogni reddito derivante dalla stessa necessariamente aggiuntivo rispetto al salario fisso del lavoratore.

Se da una parte l'onerosità della partecipazione fornisce maggiori incentivi al dipendente e garantisce una maggiore produttività dell'impresa, dall'altra risulta troppo rischiosa per il dipendente stesso, il quale dovrebbe sopportare non solo il rischio della retribuzione, ma anche parte del rischio d'impresa senza alcun vantaggio economico direttamente ricevuto per tale assunzione.

Tuttavia regimi assolutamente gratuiti per il dipendente da un lato diminuiscono uno dei risultati principali della partecipazione finanziaria, ovvero l'incentivazione al lavoro e dunque l'aumento di produttività dell'impresa, dall'altro si fondano esclusivamente sulla "responsabilità sociale" delle aziende, avendo così meno chance di continuità e sopravvivenza nel tempo. Inoltre, data la loro capacità di stabilire un collegamento diretto tra società e lavoratore e di essere realizzati al di fuori degli accordi collettivi, i regimi di partecipazione gratuita suscitano in alcuni casi il dissenso delle associazioni sindacali.

Riscontrate le suddette difficoltà, alcuni Stati Membri hanno predisposto un sistema che garantisca la convivenza di questi due opposti regimi, come ad esempio avvenuto nel Regno Unito con la predisposizione delle cosiddette AESOPs, per le quali nel fondo di investimento possono confluire sia *free shares* che *partnership shares* acquistate dal dipendente. Si deve poi notare che eventuali acquisti di partecipazioni da parte dei dipendenti possono essere economicamente incentivati tramite differenti mezzi quali: concessioni di prestiti agevolati ai lavoratori e costituzione di istituti aventi tale scopo; possibilità per la stessa società di finanziare o fornire garanzie per l'acquisto ed eventualmente fornendo un'agevolazione fiscale per i prestiti concessi; concessione ai lavoratori dell'utilizzo di una parte della loro retribuzione differita per l'acquisto di queste partecipazioni. a questo fine una parte della propria retribuzione (come ad esempio le integrazioni salariali legate ad un piano di *profit sharing*, oppure nei casi di risparmio forzato, come il TFR).

Per quel che riguarda, poi, la sottoscrizione del capitale dell'azienda da parte del datore di lavoro (e dunque in un modello di *share ownership*) bisogna innanzitutto ribadire che il modello partecipativo non deve essere necessariamente realizzato tramite il conferimento di quote o azioni, ma possono essere utilizzati altri strumenti partecipativi, ovvero, nel caso del nostro ordinamento, quelli indicati alla sezione V, capo V della disciplina codicistica riguardante le società. Infatti questi strumenti di partecipazione finanziaria hanno

caratteristiche diverse rispetto alle quote o alle azioni di una determinata società, corrispondenti innanzitutto alla parte di patrimonio dell'azienda su cui insistono e allo status che conferiscono, dal momento che i sottoscrittori di strumenti partecipativi diversi dalle quote/azioni non sono soci. Tali strumenti, inoltre, sono soggetti ad una specifica disciplina in termini di diritti amministrativi ed economici, dato che, in alcuni casi, la mancata assegnazione del diritto di voto ad alcuni strumenti, non attribuisce al proprietario della partecipazione lo status di socio. In secondo luogo si deve parlare di come debba essere regolata la partecipazione dei lavoratori azionisti all'interno di un modello di *share ownership*, cercando di capire se tale partecipazione debba essere completamente equiparata a quella degli altri azionisti/quotisti della società oppure si debba differenziare attraverso un potenziamento generale dei diritti alla stessa riconsessi, oppure al potenziamento solo dei diritti amministrativi o di quelli economici.

Il legislatore, anche per il regime di circolazione delle partecipazioni, si è interrogato sulla necessità di creare un regime differenziato oppure semplicemente di applicare a tali strumenti la normativa prevista per le azioni ordinarie. Nel sistema italiano l'art 2349 del codice civile ritiene naturale l'applicazione di un regime differenziato per le azioni dei lavoratori rispetto a quelle degli altri azionisti, dove si riferisce a "speciali categorie di azioni da assegnare ai prestatori di lavoro" e a "norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento e ai diritti spettanti". La disciplina degli strumenti finanziari diversi dalle azioni, la cui differenza è solo di matrice strutturale, viene interamente affidata allo statuto, salva un'eventuale esclusione del diritto di voto esercitabile all'interno dell'assemblea generale degli azionisti (art. 2346, comma 6 del codice civile).

La natura e le caratteristiche dei diritti amministrativi conferiti ai lavoratori azionisti sono fondamentali per individuare la funzione assegnata a tali strumenti di partecipazione finanziaria, potendosi o no delineare una prospettiva di tipo partecipativo, o potendo individuare i caratteri di una funzione partecipativa di tipo debole o forte a seconda dei casi.

Infine è necessario concentrarsi sulle modalità di assegnazione delle azioni o del denaro: essa, sia onerosa che gratuita, può essere immediata oppure differita nel tempo, ricadendo tale scelta sulle differenti politiche strategiche e sugli obiettivi perseguiti, adottate dalle società datori di lavoro. Più nel dettaglio il differimento nel tempo della prestazione consente alla società di conservare i propri capitali, risultato che si ottiene anche quando la società decida di versare subito la somma ad un fondo, il quale a sua volta finanzia in modo diverso l'impresa datore di lavoro. Per il dipendente il differimento dell'assegnazione può essere utile al conseguimento del risparmio o per effettuare un'operazione finanziaria puntando al guadagno

tra il prezzo iniziale ed il valore delle azioni al momento in cui vengano acquistate (ad esempio utilizzando le *stock options*).

Un'altra circostanza configurabile è quella in cui il lavoratore è invece vincolato, dallo schema di partecipazione finanziaria adottato, a mantenere il possesso delle azioni dell'impresa datore di lavoro per un determinato periodo di tempo. Questo vincolo può avvantaggiare sia le società ai fini della capitalizzazione, sia il rapporto intercorrente tra azienda e lavoratore, prevedendo una durata minima del coinvolgimento di quest'ultimo.

Da ultimo si deve dire che il percorso evolutivo, ideologico e pratico, della partecipazione finanziaria ha messo in luce le diverse funzioni perseguite dall'istituto nel tempo. Nei diversi momenti evolutivi è prevalsa una funzione economica, una sociale e infine una di democrazia industriale.

Nello specifico, parlando di funzione finanziaria, bisogna notare come essa abbia caratterizzato la fase iniziale dell'evoluzione della partecipazione finanziaria dei lavoratori, caratterizzata pertanto da una sostanziale indagine in chiave economica, tramite analisi incentrate sugli aspetti micro e macro-economici che la stessa potesse generare. In particolare vennero presi in considerazione benefici per le imprese in termini di produttività delle società, riduzione dei costi, efficacia della gestione delle risorse umane e capacità di adattamento e di gestione di situazioni particolari<sup>426</sup>.

La partecipazione finanziaria dei lavoratori, in grado di dare un contributo positivo alla produttività delle società, è strettamente connessa alla capacità della stessa di fornire incentivi ai dipendenti (soprattutto nel *profile sharing* con pagamento immediato), i quali, spinti dalla prospettiva di un aumento delle proprie entrate, tendono ad essere più fedeli alle proprie obbligazioni e svolgere la propria attività lavorativa con più efficacia. Tutto questo si amplifica nel caso di sussistenza di asimmetrie informative tra datore di lavoro e dipendenti, non essendo il primo in grado di controllare l'attività svolta dalla totalità dei lavoratori e dovendo dunque munirsi di un contratto incentivante.

La partecipazione finanziaria dei lavoratori sarebbe poi capace di ridurre i costi di controllo sostenuti dall'azienda, mediante la messa in atti di un controllo reciproco tra i dipendenti, ricavando gli stessi una maggiore utilità dalla maggiore efficienza dell'impianto aziendale e dal corretto comportamento dei colleghi. Inoltre, rimanendo sempre nell'ambito dei costi, tramite la realizzazione di una maggiore identificazione del dipendente con la propria società datore di lavoro, la partecipazione finanziaria causa una diminuzione della conflittualità tra

---

<sup>426</sup> LOWITZSCH, BOEMANN, HANISCH, MENKE, ROGGERMANN, SPITSA, *Financial participation for a new Social Europe. A building block approach*, EFES (2008).

lavoro e capitale, con la conseguente eliminazione delle spese connesse a questo aspetto<sup>427</sup>. Ne conseguirebbe perciò una maggiore fidelizzazione del dipendente e soprattutto mantenimento di uno standard qualitativo professionale più elevato.

Un altro particolare effetto di tipo economico della partecipazione dei lavoratori, rinvenibile in modo particolare nei modelli di *share ownership* (o azionariato del dipendente), è la capacità di risoluzione delle crisi aziendali o di gestione ottimale di una ristrutturazione, tramite un'attività di ricapitalizzazione della società.<sup>428</sup>

### **5.3. Gestione collettiva della partecipazione azionaria**

Per quanto riguarda le modalità di gestione bisogna tenere in considerazione una pluralità di fattori per poter operare la distinzione tra un modello di partecipazione finanziaria individuale ed uno collettivo.

In primo luogo è necessario accertare se la partecipazione vada a coinvolgere la totalità dei dipendenti, alcune categorie specifiche oppure singoli lavoratori in contatto con la proprietà.

Fra i principi generali sulla partecipazione finanziaria predisposti dalla Commissione Europea, si rinviene la necessità di “estendere i benefici della partecipazione finanziaria a tutti i dipendenti”, basandosi sulla constatazione che ogni eventuale discriminazione porterebbe ad una realizzazione più difficoltosa degli obiettivi del regime, tra i quali risalta l'aumento dell'identificazione del dipendente con l'azienda e del senso di appartenenza.

Anche confrontando la possibilità di un coinvolgimento parziale dei lavoratori con i principi generali dell'ordinamento italiano si può rinvenire un'illegittimità di un'eventuale discriminazione dei lavoratori<sup>429</sup>. Naturalmente tale discorso non sarebbe valido nel caso in cui il piano di partecipazione finanziaria fosse diretto ad una determinata categoria di lavoratori, senza alcuna discriminazione intrinseca. Vi sono infatti dei casi particolari in cui la partecipazione non può essere estesa a tutti i dipendenti, a causa di alcune caratteristiche della società o del lavoro svolto. Nel diritto societario invece non rileva il problema della non discriminazione, anzi prevede espressamente un'assegnazione di titoli individuale ex art. 2349 del codice civile.

In secondo luogo è necessario considerare la dimensione aziendale o sovra-aziendale dello schema di partecipazione, cercando di capire se i piani di partecipazione finanziaria riguardino esclusivamente l'azienda datore di lavoro oppure coinvolgano più società,

---

<sup>427</sup> OXELHEIM, WIHLBORG, ZHAN, *Microeconomic fluctuations in CEO compensation*, Edward Elgar Publishing (2010); PENDLETON e ROBINSON, *Employee stock ownership, involvement and productivity: an interaction-based approach*, *Industrial and Labor Relations Review* (2010), pp. 3-29

<sup>428</sup> PÉROTIN e ROBINSON, *Employee Participation in Profit and Ownership: A Review of the Issues and Evidence*, Report for the European Parliament (2002).

<sup>429</sup> M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Rivista italiana di diritto del lavoro*, 1999, pp. 283-300.

collegate tra loro da rapporti contrattuali, societari o altro. Mentre in alcuni casi sono state percorse vie di limitazione all'applicazione dei piani EFP alle sole società datori di lavoro (come nel caso previsto dal progetto di legge italiano), in altri casi si è manifestata una differente esigenza di diversificazione dell'investimento in più società, a tutela del dipendente, anche se tale scelta potrebbe influire negativamente sulla perseguita identificazione del lavoratore con la propria azienda. Il diritto societario italiano si muove invece in una logica di gruppo, permettendo l'assegnazione ai lavoratori di azioni o quote di società controllate (art. 2349) o controllanti (art. 2441).

Per quel che concerne l'eventuale accordo tra società e organizzazioni sindacali a più livelli, o quanto meno gruppi di lavoratori, per quanto riguarda la formazione del piano di partecipazione, si deve notare che l'approccio in questo caso è certamente di tipo collettivo.

La gestione delle partecipazioni da parte del lavoratore può essere individuale oppure può avvenire tramite un organismo che detenga e gestisca tutte le partecipazioni dei dipendenti nel loro interesse, caratterizzando tale forma di partecipazione finanziaria in maniera fortemente collettiva. Questa peculiarità può essere più o meno accentuata a seconda che tale soggetto svolga la propria attività parallelamente a quella delle organizzazioni sindacali o meno, oppure che lo stesso gestisca le partecipazioni dei dipendenti di una singola società oppure faccia parte di un piano sovra-aziendale di gestione, o ancora che abbia autonomia o meno rispetto all'esercizio dei diritti di voto insiti nelle partecipazioni.

In Italia, come nel resto d'Europa, non è mancata la ricerca di modalità idonee allo sviluppo dell'azionariato dei dipendenti.

Nel dettaglio, tale ricerca si è focalizzata sulla possibilità di costituire apposite società di investimento a capitale variabile, fondi di investimento, o fondi pensione, in grado di condizionare le scelte delle società da essi partecipate<sup>430</sup>, alimentati dalla distribuzione di partecipazioni azionarie ex artt. 2349 e 2441 c.c. in ragione delle adesioni dei dipendenti ai piani di azionariato. Questo, anche in vista della delega contenuta nella Legge Fornero, che, prevedeva la possibilità di stabilire con contrattazione collettiva *“l'accesso privilegiato dei lavoratori dipendenti al possesso di azioni, quote del capitale dell'impresa, o diritti di opzione sulle stesse, direttamente o mediante la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, i quali abbiano tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle partecipazioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa”*, nonché del successivo disegno di

---

<sup>430</sup> R. WEIGMANN, *Azionariato dei dipendenti*, in Dig. Disc. Priv., Utet, Torino, 1987.

legge n. 1051/2015, ad essa conforme<sup>431</sup>. A livello di prassi il bisogno di una gestione collettiva delle azioni assegnate ai dipendenti ha portato alla costituzione di associazioni di azionisti o apposite società, adattando al perseguimento degli obiettivi partecipativi gli strumenti già offerti dal diritto societario. Alla prima fattispecie ha fatto ricorso, per esempio, la società Dalmine in occasione della propria privatizzazione: l'accordo aziendale del luglio 1998 tra la Società privatizzata, FIM, FIOM, UIM e le R.S.U.<sup>432</sup>. Prevedeva, fra l'altro, che la partecipazione dei dipendenti al capitale azionario sarebbe stata coordinata da un'Associazione di dipendenti azionisti (AssoDalmine), che avrebbe potuto designare un membro del consiglio di amministrazione della società per la durata dell'accordo se le azioni dei dipendenti ad essa conferite avessero raggiunto il 10% del capitale sociale<sup>433</sup>. Il fenomeno dell'associazionismo dei dipendenti, poi, si è sviluppato soprattutto nel settore bancario.

Tuttavia questo fenomeno non è stato esente da critiche. Si è rilevato come l'associazione di azionisti, non assumendo la titolarità delle azioni e consentendo la possibilità del voto divergente, rischi di svalutare le possibilità di *voice* delle associazioni dei dipendenti azionisti nelle assemblee societarie. Tale modello non terrebbe conto, inoltre, della complessità cui è soggetta la raccolta delle deleghe di voto<sup>434</sup>. Quanto alla possibilità concessa ai dipendenti azionisti di costituire a loro volta una società a cui intestare le azioni della società in cui lavorano, essa, pur risolvendo il problema della determinazione della volontà comune e dell'esercizio del voto in assemblea, rischierebbe di implicare per il lavoratore la rinuncia ad

---

<sup>431</sup> Disegno di legge n. 1051/2015, art. 1, lett. g): “*previsione dell'accesso privilegiato dei lavoratori dipendenti al possesso di azioni, quote del capitale dell'impresa, o diritti di opzione sulle stesse, direttamente o mediante la costituzione di fondazioni, di appositi enti in forma di società di investimento a capitale variabile, oppure di associazioni di lavoratori, i quali abbiano tra i propri scopi un utilizzo non speculativo delle partecipazioni e l'esercizio della rappresentanza collettiva nel governo dell'impresa*”.

<sup>432</sup> Le azioni oggetto dell'operazione erano azioni ordinarie, con vincoli di intrasferibilità per 3 anni. Il prezzo delle stesse doveva essere pari alla media dei prezzi ufficiali di borsa registrati nei 60 giorni precedenti la delibera di aumento di capitale; si prevedeva una assegnazione minima di 10.000 azioni per tutti i dipendenti, con la possibilità per questi di richiedere un'ulteriore assegnazione fino ad un massimo di 100.000 azioni. Il pagamento poteva avvenire in maniera ordinaria, ovvero attraverso l'anticipo del TFR fino al 70% di quello maturato, o in alternativa mediante prestito bancario.

<sup>433</sup> L'accordo non ebbe però successo: solamente 215 dipendenti, su 3000 interessati, confermarono la sottoscrizione delle azioni. Tale cifra era inferiore al 2% del capitale sociale, soglia minima per le iniziative. Le ragioni del fallimento dell'operazione sono state individuate nella mancanza di incentivi all'acquisto, nella mancata previsione di premi per chi avesse mantenuto le azioni per un determinato periodo, ma soprattutto nel fatto che nel periodo in esame il titolo fosse ai massimi storici e in tali condizioni l'acquisto venne considerato sconveniente da parte dei dipendenti. L'accordo esaminato è consultabile nel Codice della Partecipazione, p. 610 ss. e in R. CARAGNANO, op. cit. Per approfondimenti sul caso Dalmine si veda anche M. AFFINITO – M. DE CECCO – A. DRINGOLI, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Donzelli, Roma, 2000.

<sup>434</sup> R. MOLESTI, op. cit., p. 295; A. ALAIMO, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, 2000, p. 10, in [www.sole.unina.it](http://www.sole.unina.it); CISL, Audizione sul disegno di legge A.S. n. 1051, 17 marzo 2015: “va ricordato che le esperienze contrattuali finora realizzate in tema di partecipazione finanziaria hanno confermato le difficoltà attuative dell'azionariato collettivo, proprio perché le associazioni dei dipendenti azionisti sono soggette alla rigida normativa vigente in materia di raccolta delle deleghe di voto, limitando l'effettivo potere di influenza dell'associazione stessa nell'assemblea degli azionisti). Occorre dunque aggiornare la strumentazione normativa esistente, per rendere praticabile ed esigibile il ruolo delle associazioni dei dipendenti azionisti e migliorando il collegamento fra queste e l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea degli azionisti”.

azioni dotate di valore della società presso la quale opera in cambio di partecipazioni tendenzialmente prive di liquidità e valore intrinseco<sup>435</sup>.

Attraverso i patti parasociali, poi, i dipendenti azionisti potrebbero stipulare patti di sindacato per esercitare in comune del diritto di voto, ovviando così il problema della mancanza di una volontà collettiva e del voto divergente. Tuttavia si è notato che detta possibilità risulterebbe difficilmente praticabile da parte di piccoli azionisti dispersi<sup>436</sup>e, comunque, rimarrebbe inalterata la questione della necessità di una delega all'esercizio del voto in assemblea<sup>437</sup>.

Da diversi parti si è quindi rilevato come le ipotesi prospettate, non progettate per la realizzazione di un collegamento tra le due forme partecipative non risultino adeguate allo scopo né accompagnate da idonei incentivi<sup>438</sup>e che sia dunque necessario trovare soluzioni specifiche e innovative che consentano di garantire che le potenzialità dell'azionariato collettivo dei dipendenti non siano compromesse dall'inadeguatezza delle modalità di realizzazione<sup>439</sup>.

#### **5.4. L' ESOP europeo e l'incremento dei piani di azionariato diffuso**

Le istituzioni europee sono sempre state a favore del passaggio dall'azionariato individuale a quello su base collettiva. Le iniziative europee finalizzate ad incentivare il modello di azionariato su base collettiva sono sorte già a partire della metà del secolo scorso, sulla base delle positive valutazioni di alcune esperienze straniere caratterizzate della partecipazione finanziaria collettiva dei lavoratori.

Benché non sia mancata anche un'analisi della legislazione francese, in cui si prevedono piani di risparmio sostenuti sia da contributi volontari dei lavoratori sia da apporti addizionali e dai sistemi di partecipazione ai guadagni e agli utili, con capitale convogliato nei *Fonds commun de placement d'entreprise* (FCPE), finalizzati al rilevamento dell'impresa ad opera dei suoi lavoratori; sono stati soprattutto gli *Employee Stock Ownership Plans* o *Employee Share Ownership Plans* (ESOP)<sup>440</sup> ad attirare l'attenzione del legislatore europeo. Essi sono di

---

<sup>435</sup> R. MOLESTI, op. cit., p. 296.

<sup>436</sup> E. GHERA, ult. op. cit., p. 431

<sup>437</sup> R. MOLESTI, op. cit., p. 296.

<sup>438</sup> T. TREU, *Le proposte parlamentari sulla partecipazione*, in Dir. rel. ind., 2010, p. 93 ss

<sup>439</sup> G. BIANCHI – M. BIANCHI, *L'azionariato dei dipendenti come strumento di democrazia economica: una sfida per le parti sociali*, 5 novembre 2010, in [www.nelmerito.it](http://www.nelmerito.it).

<sup>440</sup> In materia, basti ricordare, *ex multis*, A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 59 ss.; H. C. BLACKISTON III – L. E. RAPPAPORT – L. A. PASINI, *ESOPs: what they are and how they work*, in *The Business Lawyer*, nov. 1989, p. 85; R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Milano, Giuffrè, 2013; R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 3 ss.; H. HANSMANN, *When does worker ownership work? ESOPs, Law firms, codetermination and economic democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1797 ss.; C. S. MISHKIND – D. E. KHOREY, *Employee stock ownership plans: fables and facts*, in *Employee Relations Law Journal*, summer 1985, p. 89 ss.; A. PENDLETON, *Employee Ownership, Participation and Governance: A Study of ESOPs in*

origine statunitense, ma hanno avuto notevole diffusione anche negli stati europei di tradizione anglosassone, in particolare nel Regno Unito.

Nel Regno Unito, infatti, i piani di partecipazione finanziaria dei dipendenti sono particolarmente sviluppati e si dividono in piani approvati e piani non approvati dall'*Inland Revenue*<sup>441</sup>. I piani introdotti con l'annuale *Finance Act* devono essere approvati e registrati presso l'*Inland Revenue*, godono di esenzioni fiscali e devono conformarsi alla legge, i piani non approvati sono più flessibili. Attualmente tutti i piani approvati sono piani di partecipazione al capitale. Tra i piani base diffusa vanno menzionati i *Share Incentive Plans* (SIP), introdotti dal *Finance Act* del 2000, e i *Savings-Related Share Options Schemes* (SRSO) o *Sharesaves* o *SAYE Schemes*, introdotti dal *Finance Act* del 1980. Nei *Share Incentive Plans* (SIP), la società costituisce un *trust* che serve da intermediario nell'allocazione delle azioni ai dipendenti, le quali possono essere assegnate gratuitamente (*free shares*, fino ad un valore massimo di £3,000 per dipendente all'anno), con sconti o a pagamento (*partnership shares*, per un massimo di £1,500 o del 10% del salario all'anno). I piani devono includere tutti i dipendenti, potendo escludere solo quelli assunti da meno di 18 mesi, e le stesse previsioni devono applicarsi a tutti i partecipanti. Le *free shares* e le *partnership shares* detenute per più di 5 anni, non sono sottoposte alla *Income Tax* e alla *National Insurance*. Per ogni *partnership share* acquistata dal lavoratore la società può assegnargli due *matching shares* e i dividendi distribuiti delle azioni SIP possono essere reinvestiti in *dividends shares*. I *Savings-Related Share Options Schemes* (SRSO) o *Sharesaves* o *SAYE Schemes* sono, invece, piani che devono applicarsi a tutti i dipendenti dell'impresa, che sottoscrivono un contratto *Save as you earn* (SAYE) in cui danno il consenso al trattenimento di una quota mensile della retribuzione per 3, 5 o 7 anni in cambio di diritti di opzione per l'acquisto di azioni nel numero che saranno in grado di acquistare al prezzo di esercizio con i risparmi SAYE. Il prezzo di esercizio può essere fino al 20% inferiore a quello di mercato. Al termine del contratto SAYE il dipendente decide se esercitare le opzioni o venderle o monetizzare il diritto.

L'ESOP europeo viene teorizzato per la prima volta nel 1956 dall'economista Louis Orth Kelso<sup>442</sup>, ma il suo riconoscimento ufficiale avviene solo con l'emanazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) nel 1974, ossia con una legge federale sul sistema pensionistico statunitense. Attualmente è disciplinato negli Stati Uniti dalla *section 407 (d)*

---

*the UK*, Routledge, 2000; R. RUSSO, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: valutazioni comparative*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003.

<sup>441</sup> Il vecchio nome per l'ufficio governativo nel Regno Unito che raccoglie le principali tasse (Cambridge Dictionary).

<sup>442</sup> La spiegazione macroeconomica dell'istituto venne fornita nel 1958 in *The Capitalist Manifesto* di L.O. KELSO e J.A.MORTIMER.

(6) dell'ERISA e nel Regno Unito nelle *sections* 401 (a) e 4975 (e) (8) dell'*Internal Revenue Code* (IRC). L'istituto è essenzialmente di natura previdenziale, dal momento che si rifà al modello dei fondi pensione, differenziandosi da esso solo per il maggiore impiego delle risorse finanziarie nell'acquisto di partecipazioni dell'impresa datrice di lavoro.

L'ESOP è implementato attraverso varie modalità e fra queste la più diffusa prevede la presenza della *Society Sponsor* o *Sponsoring Employer*, una società che apporta nuove azioni o conferisce denaro, di solito quantitativamente rapportati ai profitti, ad una società fiduciaria, *Employee Share Ownership Trust*, da essa stessa costituita a tal scopo e con autonoma personalità giuridica<sup>443</sup>.

Le azioni della società sono acquistate dal trust con i contributi e le amministra in nome e per conto dei dipendenti, a cui, in genere, non è richiesto il versamento di ulteriori somme, ma ottenendo sempre la disponibilità nel momento della cessazione del rapporto di lavoro (per dimissioni, licenziamento, raggiungimento dell'età pensionabile) e solo in questo momento possono venderle come gli altri azionisti<sup>444</sup>.

All'interno del *trust* le azioni sono destinate in conti individuali dei dipendenti della società e vengono attribuite ai singoli dipendenti sulla base dell'anzianità di servizio e del livello retributivo.

La partecipazione all'ESOP avviene sulla base del principio di non discriminazione, che prescrive la partecipazione di tutti i dipendenti, con eccezione solo di coloro che nell'impresa per meno di un anno e che abbiano meno di 21 anni. I dipendenti ricevono con cadenza annuale un *ESOP Statement* dal *trust*, nel quale sono indicati il numero delle azioni di cui sono titolari e il loro valore. All'aumentare dell'anzianità di servizio di ciascun dipendente, aumentano i diritti che egli può vantare nei confronti delle azioni collocate sul suo conto individuale: questo processo prende il nome di *vesting*. *Vesting* si riferisce dunque al periodo di tempo necessario al lavoratore per acquisire un diritto non confiscabile né riducibile al suo benefit. I lavoratori che escono dalla società prima di essere completamente *vested* perdono la quota di azioni per la quale non hanno maturato la totalità dei diritti. I dipendenti possono ottenere la piena titolarità delle azioni nel proprio conto (ossia essere "100 % vested"), tra i tre e i sei anni di partecipazione al piano. Il riferimento ai tre o sei anni dipende dalla previsione introdotta dal *Pension Protection Act* del 2006, il quale ha stabilito che in alternativa le azioni debbano essere completamente *vested* al terzo anno di partecipazione al piano (*three year cliff schedule*) ovvero che i diritti sulle stesse possano essere acquisiti gradualmente nel corso di

---

<sup>443</sup> R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 2010, n. 1, p. 3 ss.

<sup>444</sup> R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 232.

sei anni (*six year graded schedule*). Dopo dieci anni di partecipazione all'ESOP e il raggiungimento dei 55 anni di età, la società deve offrire ai lavoratori partecipanti al piano la possibilità di diversificare il 25% del conto individuale. L'opzione continua fino al raggiungimento dei 60 anni, a quel punto il dipendente ha l'opzione *one-time* di diversificare il 50% del proprio conto. In occasione del termine del piano, del pensionamento, della morte o della disabilità del dipendente, egli riceve le azioni del proprio conto sulle quali ha acquisito i diritti, che la società sponsor deve ricomprare al *fair market value* se non esiste un mercato per le azioni.

Pur potendo diversificare gli investimenti gli ESOP, in virtù di uno specifico obbligo previsto per legge, devono investire *primarily* in azioni della società promotrice: prevale la convinzione pertanto che almeno il 51% delle risorse *del fondo* debba essere investito in azioni della *Society Sponsor*. La grande diffusione dell'istituto è stata garantita sia dalla facoltà per le società che istituiscono ESOP di dedurre dall'imponibile fiscale l'equivalente della contribuzione azionaria, sia per i dipendenti partecipanti di non essere sottoposti a tassazione sulle relative somme finché i titoli permangono nel *trust*. Il positivo accoglimento di questo modello più semplice ha portato alla nascita di modelli maggiormente complessi.

Tra questi bisogna menzionare il TRASOP (*Tax Reform Act Stock Ownership Plans*) ed il cosiddetto *Leveraged ESOP*. Con il primo si intendono quei piani finanziati allo stesso modo dai dipendenti e dalla società datrice di lavoro, per i quali vige il divieto del ricorso al credito e in cui la società sponsor gode di un credito di imposta rapportato al valore delle somme erogate a favore dell'ESOP e da questo utilizzate per acquistare azioni della società sponsor da trasferire ai lavoratori<sup>445</sup>.

Nel modello del *Leveraged ESOP*, invece, il fondo può ottenere prestiti esterni da banche o intermediari finanziari per comprare azioni della società di nuova emissione o già in circolazione, la società si rende garante del prestito e versa periodicamente al fondo somme (generalmente rapportate ai profitti) per ripagarlo. Le azioni vengono assegnate gratuitamente ai dipendenti, in conti individuali, solo dopo che il prestito è stato ripagato e i dividendi possono essere utilizzati per estinguere il debito.

In caso di *Leveraged ESOP*, sia gli interessi che il capitale di debito sono deducibili dal reddito d'impresa e ciò ha fatto sì che essi venissero utilizzati come strumento di finanziamento aziendale<sup>446</sup>.

Le varie forme di ESOP si sono sviluppate a partire dall'allontanamento della finalità di raggiungere una maggiore cooperazione tra capitale e forza lavoro, ispirato il suo

---

<sup>445</sup> R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 235.

<sup>446</sup> R. RUSSO, *op. cit.*, p. 7.

riconoscimento nell'ERISA<sup>447</sup>. Infatti le motivazioni su cui oggi si fonda la costituzione di ESOP sono svariate: viene utilizzato in modo alternativo come strumento di riassetto della compagine sociale e di ricapitalizzazione, di stabilizzazione dell'assetto proprietario nel corso di privatizzazioni, di acquisizione di maggiore controllo sull'impresa, di ostacolo a *take over* ostili con la creazione di un nucleo stabile di azionisti<sup>448</sup>.

Negli Stati Uniti il modello dei *Leveraged ESOP*, inoltre, è stato uno strumento fondamentale nelle operazioni di *employee buy-out* rendendo possibile il passaggio del controllo della società nelle mani dei lavoratori in aziende in crisi: grazie al *leverage* i dipendenti sono, infatti, stati in grado di acquisire gli strumenti finanziari sufficienti per detenere la titolarità del pacchetto di maggioranza nell'impresa<sup>449</sup>.

Tuttavia il legislatore tributario non ha incentivato un utilizzo dell'ESOP in un'ottica di partecipazione alla gestione e di rado i piani assicurano ai dipendenti la possibilità di esercitare una qualche influenza nel controllo delle decisioni strategiche per la gestione dell'azienda<sup>450</sup>.

Una quota consistente del capitale detenuto dagli ESOP invero è costituita da azioni sprovviste di diritti di voto e anche quando le azioni attribuiscono tale diritto, raramente i voti relativi al capitale detenuto vengono esercitati direttamente dai dipendenti beneficiari del piano, attribuendosi di solito al fondo nominato dal *management* senza che sia necessario una

---

<sup>447</sup> R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 237.

<sup>448</sup> R. RUSSO, *op. cit.*, pp. 7 – 8; A. ALAIMO, *op. cit.*, p. 59ss.

<sup>449</sup> Ed è proprio in questa accezione che al modello degli ESOP si è guardato anche nell'Unione Europea, per favorire la successione aziendale nelle piccole e medie imprese, che attraverso gli ESOP potrebbe avvenire in maniera graduale e senza l'apporto di capitale proprio da parte dei dipendenti, così da non comportare rischi per questi ultimi, cfr. R. CARAGNANO, *op. cit.*, p. 241; R. SANTAGATA, *op. cit.*; R. CARAGNANO – G. CARUSO, Relazione al convegno “*La partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia e nella UE*” 29 ottobre 2009, Cesos e Centro Inter-Universitario Berlin/Spalato, Libera Università di Berlino, Bollettino Adapt, 2 novembre 2009, p. 3.

<sup>450</sup> Tutto questo è confermato dall'esperienza inglese, cfr. R. CARAGNANO – G. CARUSO, *L'ESOP uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, numero 1 del 22 gennaio 2010, p. 4, le quali affermano altresì che “*La mancanza di una diretta correlazione tra implementazione di modalità collettive di gestione della proprietà azionaria e prospettive di partecipazione dei dipendenti alle scelte strategiche d'impresa trova la sua conferma, ad esempio, nell'ordinamento inglese. La scelta di dare ampio spazio alla dimensione collettiva dell'azionariato ha risposto a logiche attinenti alla dimensione fiscale e societaria restando del tutto estranea alla volontà del legislatore inglese la regolamentazione del coinvolgimento dei dipendenti nella gestione dell'impresa. Questo aspetto viene rimesso, pertanto, alla volontà delle parti. In qualche caso le organizzazioni sindacali sono riuscite a stipulare accordi di azionariato collettivo in grado di incidere sulla composizione degli organismi di governo delle società. Un esempio è dato dalla Brighton Transport, società in cui, in seguito al processo di privatizzazione completato nel 1993, il Consiglio di amministrazione è stato composto esclusivamente da lavoratori azionisti. Un ammorbidimento rispetto all'approccio tradizionale del legislatore inglese, ispirato ad una netta separazione tra proprietà e controllo, è rinvenibile nelle previsioni contenute nell'Employee Share Schemes Act del 2002 che conferisce agli imprenditori la possibilità di inserire rappresentanti dei dipendenti nel Consiglio di amministrazione del trust. Tale previsione, tuttavia, non sembra aver avuto grande seguito. Pertanto, anche nel paese europeo che vanta la maggiore diffusione di forme di azionariato collettivo, le esperienze concrete si caratterizzano in ragione della predominanza del profilo finanziario*”.

consultazione con i dipendenti beneficiari e la presenza del sindacato nel consiglio di amministrazione in rappresentanza dei dipendenti azionisti<sup>451</sup>.

L'unica eccezione al meccanismo descritto sopra è quella che si presenta in caso di approvazione di ESOP cd. democratici, ovvero costituiti per il salvataggio di imprese in crisi, eliminando la discrezionalità del *trust* nell'esercizio del diritto di voto<sup>452</sup>: in tal caso, il voto viene, infatti, diretto dai dipendenti azionisti grazie ad una preliminare votazione interna il cui esito fornisce ai *trustees* precise direttive<sup>453</sup>.

Si ritiene, infine, che l'istituto dell'ESOP potrebbe trovare applicazione anche in Italia, considerata la mancanza nel nostro ordinamento di strumenti giuridici *ad hoc* per la gestione delle azioni dei dipendenti azionisti, o mediante “*un trapianto giuridico*” del medesimo ovvero imitandone “*gli effetti ricorrendo alla normativa già esistente*”<sup>454</sup>. Tuttavia le perplessità sollevate relativamente alle due possibili strade da seguire per dare ad esso una giustificazione nel nostro ordinamento (la prima rappresentata dalla richiesta all'impresa interessata di istituire un fondo a favore dei propri dipendenti in forma di *trust*, presuppone la legittimità in Italia dei *trust* cd. “interni”; la seconda costituita dall'utilizzo di istituti di diritto nazionale quali il ricorso alla forma societaria, a quella dell'associazione o della fondazione), non hanno permesso l'attuazione di questo strumento in Italia.

#### **5.4.1. Segue: le principali iniziative adottate nel Regno Unito**

Ai fini di creare un regime societario più democratico, permettendo anche lo sviluppo dei mercati finanziari e il perseguimento di un maggiore benessere aziendale, i governi succedutesi nel Regno Unito si sono impegnati a sostenere i piani di partecipazione dei lavoratori, promuovendo anche la diffusione dell'azionariato individuale. A cominciare dal 2012, infatti, il governo vigente, tramite la *Nuttall Review of Employee Ownership*, dopo aver dato una completa valutazione della situazione di azionariato dei dipendenti, propose una vasta gamma di iniziative finalizzate ad ampliare soprattutto il modello di business della *employee ownership* nell'economia del paese. Secondo la suddetta revisione la *employee ownership* è da considerarsi come una partecipazione, per tutti i dipendenti, molto rilevante nel contesto del business e che va anche al di là della partecipazione finanziaria, in quanto la

---

<sup>451</sup> R. SANTAGATA, *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Annali V, 2012.

<sup>452</sup> L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, p. 120.

<sup>453</sup> R. CARAGNANO – G. CARUSO, *L'ESOP uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, numero 1 del 22 gennaio 2010, p. 4.

<sup>454</sup> A. BORRONI, *La via italiana all'ESOP*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 17. La ricostruzione qui presentata si deve appunto a A. BORRONI, *op. cit.*, e a J. LOWITZSCH, *ESOP, un veicolo per garantire la successione nelle PMI*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 12.

posizione ricoperta dai dipendenti deve essere un sostegno a tutte le strutture sociali organizzative.

A livello legislativo il governo britannico è intervenuto apportando una serie di modifiche al *Companies Act*: inizialmente nel 2006, favorendo gli *Employee Stock Purchase Schemes* (ESPs)<sup>455</sup> e, successivamente nel 2014 tramite l'introduzione di esenzioni fiscali per la detenzione indiretta di azioni a favore dei dipendenti, affidata agli *Employee Ownership Trust* (EOTs). Le categorie in cui possiamo ricomprendere tutti i piani di partecipazione dei dipendenti nel Regno Unito sono due: piani con agevolazioni fiscali e piani non agevolati. Nella prima categoria possono essere ricompresi i *Tax- advantaged share plans* e gli *Share option plans* che godono di importanti esenzioni fiscali sui contributi previdenziali, ai sensi della disciplina dell'*Income Tax Act* del 2003, soprattutto per quel che riguarda i dipendenti. Tali piani, però, devono necessariamente conformarsi alla normativa tributaria del Regno Unito.

La seconda categoria di piani, invece, è rimessa alla discrezionalità del datore di lavoro, ma ovviamente non godono di alcun regime fiscale vantaggioso. Essi possono essere utilizzati per concedere azioni, opzioni o liquidità, non richiedendosi il necessario rispetto dei requisiti previsti per i *tax advantaged plan*.

Passando ad un'analisi più approfondita di questi ultimi piani, bisogna menzionare lo *Share Incentive Plan* (SIP)<sup>456</sup>, il cui schema, introdotto dal *Finance Act* del 2000 in sostituzione della precedente regolamentazione del 1978, è stato oggetto anche di modifiche volte a garantire maggiore flessibilità a questo strumento. Il meccanismo di attuazione è così strutturato: la società datore di lavoro istituisce un trust che svolga la funzione di intermediario nella ripartizione delle quote azionarie fra i dipendenti. Diversi sono i modi con cui le azioni possono essere assegnate: senza costo (c.d. *free shares*), con sconto o a prezzo pieno (c.d. *partnership shares*). In caso di *partnership share*, inoltre il datore di lavoro ha la facoltà di concedere anche un'altra categoria speciale di azioni denominate *matching shares*. È anche consentito reinvestire in ulteriori stock azionari i dividendi distribuiti a tutte le azioni. Con l'osservanza di specifici requisiti, ad ogni schema sono accordati particolari vantaggi sia per i dipendenti che per il datore di lavoro, che, generalmente si sostanziano in esenzioni d'imposta sul reddito personale e sui contributi previdenziali<sup>457</sup>. Il piano deve obbligatoriamente comprendere tutti i dipendenti (l'unica esclusione concessa riguarda solo quelli impiegati da meno di 18 mesi) e le stesse disposizioni generali devono essere valide per

---

<sup>455</sup> Sull'argomento v. MARK IFE, *Employee Share Schemes*, Bloomsbury Professional, 2018.

<sup>456</sup> PENDLETON e ROBINSON, *Employee stock ownership, involvement and productivity: an interaction-based approach*, *Industrial and Labor Relations Review* (2010), pp. 3-29.

<sup>457</sup> THOMAS DALBY, *Employee Share Schemes Equality Reward for Private Companies*, Claritax books, 2018.

tutti i partecipanti. Le esenzioni fiscali per tutte le forme del piano sono valide a decorrere dal quinto anno di detenzione delle azioni, o anche prima se il rapporto di lavoro del dipendente cessa per infortunio, invalidità, pensionamento o morte. A ciò si aggiunga che le azioni vendute immediatamente dopo il ritiro sono esenti da imposta sulle plusvalenze.

Si deve precisare, inoltre, che le *free shares* non possono essere ritirate dal trust prima di un periodo che va dai tre ai cinque anni. Nel caso in cui, però, il lavoratore ritiri le sue azioni oppure il suo rapporto di lavoro termini tra il terzo e il quinto anno per motivi diversi da quelli suddetti, si richiede il pagamento dell'imposta sul reddito e il conferimento dei contributi previdenziali facendo riferimento al minore fra il valore di mercato alla data di assegnazione e il valore di mercato al ritiro o alla cessazione. Se invece il rapporto di lavoro si conclude per altre ragioni prima del periodo di detenzione di tre anni per motivi differenti da quelli elencati, sia l'imposta sui redditi che i contributi previdenziali dovranno essere completamente pagati. Nel piano per i dipendenti è incluso un premio di azioni gratuite che non può superare le 3.600 sterline per ogni anno di imposta a partire dal 2014/2015.<sup>458</sup>

L'acquisto delle *partnership shares* da parte del trust avviene mediante l'utilizzo di una parte della retribuzione lorda dei dipendenti, sulla base dell'accordo del dipendente con la società datore di lavoro. Le azioni vengono acquistate tramite una detrazione mensile dallo stipendio o alla fine di un determinato periodo di accumulo (non superiore a 12 mesi) indicato nell'accordo. Alla scadenza del periodo di detenzione di cinque anni o alla cessazione del rapporto di lavoro per i motivi suddetti, il dipendente sarà esente dall'imposta sul reddito e il datore di lavoro non dovrà pagare i contributi previdenziali. Se, anche qui, il lavoratore decida di ritirare le azioni, o il suo rapporto di lavoro termini fra il terzo o il quinto anno per motivi differenti da quelli menzionati, il pagamento dell'imposta sul reddito personale e dei contributi previdenziali avverrà in misura del minore tra il valore di mercato alla data di assegnazione e il valore di mercato al momento del ritiro o della cessazione del rapporto di lavoro.

Possono essere offerte come premio anche le *matching shares*<sup>459</sup>: la società datore di lavoro può infatti dare fino a due *shares* per ogni *partnership share*, che vengono assegnate al lavoratore il giorno stesso in cui acquisisce le seconde. Lo stesso periodo di detenzione previsto per le *free shares*, vale anche per le *matching shares*.

Le *dividend shares*, invece, possono essere acquistate utilizzando fino a 1500 sterline all'anno. Queste azioni vengono generalmente detenute per tre anni e se vengono ritirate o il rapporto di lavoro termina per i motivi diversi da quelli esposti sopra, trascorsi cinque anni dal

---

<sup>458</sup> <https://www.gov.uk/tax-employee-share-schemes/share-incentive-plans-sips>

<sup>459</sup> Azioni aggiuntive gratuite.

momento della loro acquisizione, il dipendente sarà responsabile per l'imposta sul reddito relativa ai dividendi usati per acquistare queste azioni. Non sorgerà, invece, alcuna responsabilità per i contributi previdenziali<sup>460</sup>.

Concentrandoci ora sulla categoria dei *Tax-advantaged Share Option Plans*, dobbiamo parlare del *Saving-Related Share Option (SRSO)* o *Sharesave*, introdotto con il *Finance Act* nel 1980, che al momento è il piano di partecipazione più usato nel Regno Unito. Deve essere applicato a tutti i dipendenti, tranne quelli con un periodo di servizio breve. Essenzialmente questo piano è strutturato così: il dipendente stipula un contratto detto *Say-as-you-earn (SAYE)* con una banca determinata, accantonando uno specifico ammontare mensile (variabile dalle 5 alle 500 sterline) della retribuzione al netto delle imposte per un periodo di tempo dai tre ai cinque anni. La società datore di lavoro, d'altra parte, deve garantirgli *share options* per il numero massimo di azioni che riuscirà ad acquistare con i suoi risparmi SAYE. Per tale tipo di contratti il prezzo di esercizio delle azioni può essere anche inferiore del 20% rispetto al loro valore di mercato al momento della loro attribuzione. Una volta scaduto il contratto, il dipendente avrà la facoltà di decidere se esercitare il diritto di opzione, oppure ritirare i suoi risparmi e il bonus in contanti. In caso di vendita delle azioni il dipendente dovrà pagare l'imposta sulle plusvalenze<sup>461</sup>.

Nel 1984 venne introdotto, come piano di *share option* facoltativo, il *Company Share Ownership Plan (CSOP)*. Successivamente venne rilanciato nel 1996, dopo averne modificato i suoi requisiti. È un piano facoltativo, generalmente riservato ai soli dirigenti, ma che può estendersi anche ad altri soggetti e nella maggior parte dei casi è connesso alla performance aziendale, ad esempio nel caso in cui uno dei presupposti per l'esercizio del diritto di opzione sia il raggiungimento di un dato obiettivo aziendale. Inoltre, si richiedono anche questi requisiti: a ciascun dipendente non devono essere assegnate azioni di valore superiore a 30.000 sterline; il periodo di esercizio non può essere inferiore a tre e maggiore di dieci anni dopo l'assegnazione e il prezzo di esercizio non può essere inferiore al valore di mercato al momento dell'assegnazione stessa<sup>462</sup>.

Infine per quanto riguarda lo schema degli *Enterprise Management Incentives (EMI)*, che deve la sua introduzione al *Finance Act* del 2000, esso è finalizzato ad aiutare le piccole imprese che sono esposte a rischio più elevato relativamente all'assunzione al mantenimento di personale altamente qualificato. Si applica alle imprese con un patrimonio lordo inferiore ai 30 milioni di sterline e le opzioni che garantisce non possono essere andare oltre il valore di

---

<sup>460</sup> PHILIP NEWMAN, *How are dividends taxed?*, in *Share and shareholders*, 28 febbraio 2019.

<sup>461</sup> *Save As You Earn (SAYE) Share Option Plans*, in *Out-Law. Com* <https://www.out-law.com/en/topics/tax/share-plans/save-as-you-earn-saye-share-option-plans/>, aprile 2014.

<sup>462</sup> *Tax-advantaged Company Share Option Plans (CSOP)*, in *Out-Law.Com* <https://www.out-law.com/topics/tax/share-plans/hmrc-approved-company-share-option-plans-csop/>, novembre 2014.

mercato di 250.000 di sterline per dipendente (includendo anche qualunque importo concesso in forma di CSOP) o di 3 milioni di sterline in totale. Rispettando tali requisiti né il dipendente né il lavoratore saranno soggetti ad imposta sul reddito o a contributi previdenziali, anche se dovranno pagare l'imposta sulle plusvalenze in caso di vendita delle proprie azioni<sup>463</sup>.

Attualmente numerose compagnie combinano uno o più *tax-advantaged plans* con al altri piani privi di incentivi fiscali: un'indagine dell'*European Company Survey* del 2013, che ha visto la partecipazione di più di 27.000 dirigenti in tutta Europa, ha dimostrato che l'8,3% delle società del Regno Unito mette a disposizione dei suoi dipendenti uno o più schemi di *stock-ownership*, mentre il 26,5% offre una qualsiasi altra forma di partecipazione agli utili (detta anche *Profit Sharing*).

#### **5.4.2. Segue: il quadro legale della partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia**

In Italia la partecipazione finanziaria dei lavoratori rientra in un dibattito più ampio che riguarda lo sviluppo del sistema economico fondato su valori democratici, che emerge al termine degli anni '20 con la presentazione di alcuni progetti di legge, mai attuati, sull'azionariato degli operai e la partecipazione agli utili della società. Il tema, benché inserito nel nostro codice civile e nella Costituzione., è stato oggetto di ampi studi e discussioni dottrinali, sindacali e politiche, che però non hanno portato ad una concretizzazione normativa tale da determinare la sua definitiva introduzione nel contesto economico italiano. La mancata diffusione dell'istituto della partecipazione finanziaria dei lavoratori è anche dovuta al contesto delle relazioni industriali italiane, in cui si è registrato, una forte opposizione da parte dei datori di lavoro (Confindustria) e della CGIL, al contrario della CISL che ha espresso il suo appoggio. Gli oppositori, infatti, erano intimoriti dall'abbandonare la logica pluralistica del sistema industriale italiano dal dopoguerra ad oggi, a favore di uno schema meno capace di far valere le ragioni dei dipendenti, in quanto meno conflittuale e troppo permissivo<sup>464</sup>.

I riferimenti legislativi principali, come accennato, si riscontrano nella Carta Costituzionale e nel Codice Civile. Nello specifico, parlando di Costituzione, ci si riferisce agli articoli 46 e 47 comma 2. Il primo, infatti stabilisce che:

*Ai fini della elevazione economica e sociale del lavoro e in armonia con le esigenze della produzione, la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende*

mentre il secondo comma dell'articolo 47 dice che:

---

<sup>463</sup>[https://www.twobirds.com/~/\\_media/pdfs/expertise/employment/employment-incentive/enterprise-management-incentives-emi.pdf](https://www.twobirds.com/~/_media/pdfs/expertise/employment/employment-incentive/enterprise-management-incentives-emi.pdf)

<sup>464</sup>C. ALBINI, *L'impresa al Plurale, Quaderni della partecipazione nn. 7/8, 2001.*

*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme;  
disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.*

*Favorisce l'accesso del risparmio popolare, alla proprietà dell'abitazione, alla  
proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario  
nei grandi complessi produttivi del Paese.*

Anche se tali disposizioni sono utilizzati per giustificare gli istituti di partecipazione finanziari dei lavoratori nel nostro Paese, la rilevanza dei suddetti strumenti non è mai avvenuto tramite una legislazione *ad hoc*, in primo luogo a causa dell'indeterminato dettato costituzionale. Si deve infatti notare che l'articolo 46 si è applicato solo per quel che concerne la partecipazione dei dipendenti alla gestione dell'impresa, mentre il *favore per l'accesso* citato nell'articolo 47, comma 2, è stato riferito solo al risparmio popolare, senza fare alcuna specificazione sul risparmio dei dipendenti o all'investimento del singolo imprenditore.

Il quadro normativo di riferimento, dunque, va individuato, almeno nel suo schema basilare, negli articoli 2349 e 2441, comma 8 del codice civile. All'interno del dibattito dottrinale, però, anche queste disposizioni sono state considerate insufficienti per garantire una diffusione considerevole dell'istituto in esame. Infatti, per poter ottenere una migliore partecipazione nelle relazioni industriali, si è resa necessaria la predisposizione di solidi incentivi fiscali e di regole giuridiche certe e trasparenti<sup>465</sup>. Negli anni '90 ci sono varati alcuni progetti di riforma del quadro legale, quali la Proposta di Legge 2499/1996 recante norme per la partecipazione e la rappresentanza dei dipendenti azionisti e il Disegno di Legge 2661/1996 recante norme per la diffusione dell'azionariato tra i dipendenti delle società per azioni costituite per effetto della privatizzazione degli enti pubblici e delle società o partecipazione pubblica. Queste proposte dimostrano un concreto interesse verso l'istituto della partecipazione finanziaria dei lavoratori e, in particolare, verso la partecipazione di tipo azionario. Il legislatore, poi, ha cercato di implementare l'utilizzo dell'istituto tramite il dettato legale. Infatti nell'art. 48 comma 2 del TUIR<sup>466</sup>, in seguito alle modifiche apportate nel 1997, si rinviene una disciplina del profitto fiscale agevolata per le aziende che emettano nuove azioni a favore dei propri lavoratori subordinati<sup>467</sup>. Ancora, mediante l'esercizio della delega sulla riforma dei mercati finanziari e delle società quotate, è stata introdotta un'opzione di favore relativa all'accesso al capitale azionario da parte dei lavoratori,

---

<sup>465</sup> TREU, *L'accordo del 23 luglio 1993: assetto contrattuale e struttura della Retribuzione*, 1993.

<sup>466</sup> Testo Unico Imposte sui Redditi.

<sup>467</sup> "In caso di sottoscrizione di nuove azioni ai sensi degli articoli 2349 e 2441, ultimo comma, Codice Civile, anche se emesse da società controllate e controllanti, il valore delle predette azioni non concorre a formare il reddito del dipendente".

configurando in tal modo una disciplina di sostegno per le società quotate, finalizzata ad incentivare i piani di *stock options*<sup>468</sup>.

Nel 2015, poi è stata presentata e discussa in Senato e discussa la versione provvisoria di un disegno di legge in materia di partecipazione dei dipendenti alle imprese<sup>469</sup>, con il principale obiettivo si riunire in un unico disegno di legge tutte le proposte formulate nell'ultimo decennio sulla partecipazione finanziaria dei lavoratori<sup>470</sup>, realizzando una completa ed effettiva attuazione dell'articolo 46 della Costituzione, tramite la definizione in un istituto organico nella duplice accezione di partecipazione del datore di lavoro e nella partecipazione mediante predisposizione di schemi di azionariato. Il disegno di legge è basato su diversi punti: innanzitutto la partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori nel consiglio di sorveglianza delle società per azioni, che nell'atto di costituzione abbiano deciso di adottare un sistema di tipo dualistico; in secondo luogo la partecipazione dei rappresentanti eletti dai lavoratori dipendenti della società e dai sindacati maggiormente rappresentativi, al consiglio di amministrazione delle SPA, in cui l'amministrazione e il controllo sono svolti conformemente alle previsioni dell'articolo 2409 *sexiesdecies* del codice civile; infine l'istituzione di piani di partecipazione dei dipendenti mediante l'assegnazione di azioni o quote, sulla base del modello della *Employee Share Ownership*.

Prendendo in considerazione le precedenti esperienze di partecipazione dei lavoratori che hanno avuto luogo in ambito europeo, il disegno di legge cerca di perseguire l'equilibrio fra impulso politico-istituzionale, connesso alle iniziative legislative, e il fondamentale ruolo svolto dalla contrattazione collettiva, in grado di far dialogare le parti sociali. Il testo del disegno di legge 1051/2015 è composto da 18 articoli divisi in due capi: il primo è focalizzato sulla partecipazione dei dipendenti agli organi di gestione dell'impresa e regola la partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori al Consiglio di Sorveglianza delle società che utilizzino lo schema previsto per le SPA o che vengano costituite come società europea e che abbiano scelto di adottare il sistema dualistico ai sensi degli articoli da 2409-*octies* a 2409-*quaterdecies* c.c. e con più di 150 lavoratori dipendenti. In tali imprese, se viene avanzata richiesta da parte delle rappresentanze dei lavoratori o da una loro parte qualificata, è obbligatoria la predisposizione della partecipazione dei rappresentanti nel CdS in numero non inferiore ad 1/5 e non superiore alla metà dei soggetti totali. Il disegno di legge indica pure i criteri fondamentali per la ripartizione dei posti nel consiglio, facendo salva la previsione per l'autonomia collettiva di stabilire in modo differente, utilizzando però sempre un'equa ripartizione tra i membri designati in origine e quelli delle associazioni sindacali.

---

<sup>468</sup> Ossia l'attribuzione del diritto di sottoscrivere azioni ai lavoratori dipendenti.

<sup>469</sup> Disegno di legge 1051/2015 (primo firmatario Maurizio Sacconi).

<sup>470</sup> Si intende i ddl n. 803/2008, ddl n. 964/2008, ddl n. 1307/2008, ddl n. 153/2009 e n. 2572/2011.

Vengono poi predisposte le basi normative per quelle imprese predisposte in forma di SPA e che, in base alle previsioni statutarie, applichino il sistema monistico di gestione e controllo. Anche in queste società è possibile, tramite richiesta delle rappresentanze dei lavoratori, predisporre la partecipazione dei rappresentanti nel CdA in numero non inferiore a 1/5 e non superiore a 1/3 dei membri complessivi. Per entrambe le tipologie di società si provvede alla regolamentazione della procedura elettorale di suddetti soggetti, indicando i criteri di base ai quali devono necessariamente attenersi le procedure previste.

Per quanto concerne il secondo Capo del ddl 1051/2015 si deve rilevare che esso è incentrato sulla partecipazione azionaria dei dipendenti all'impresa datore di lavoro. Data l'inadeguatezza degli strumenti presenti al momento della stesura del disegno di legge, dovuta non solo al loro costo eccessivo e alla complessità del procedimento, ma anche alla totale assenza di politiche di incentivazione e di condivisione delle informazioni sull'azionariato dei lavoratori, si è deciso di istituire uno schema di partecipazione finanziaria così ideato:

- Per prima cosa per l'attuazione dei piani di azionariato è necessario fondare società di investimento a capitale variabile, i c.d. fondi comuni d'impresa;
- Le azioni devono poi essere assegnate a tale fondo, che a sua volta deve assegnare le proprie azioni ai lavoratori dipendenti come contropartita;
- L'adesione dei dipendenti a questo schema deve essere libera e priva di ogni forma di discriminazione;
- È inoltre necessario che il piano di azionariato dei dipendenti preveda un periodo minimo di possesso delle azioni del fondo da parte dei soggetti aderenti, non inferiore a tre anni;
- Infine, si prevede un sistema di agevolazioni fiscali utile per favorire un investimento nel medio e lungo termine, pur restando incontestabile la possibilità di uscire dal piano in caso di cambiamenti di proprietà o di organo di controlli.

In Italia gli schemi di azionariato dei lavoratori sono stati modestamente utilizzati e la loro diffusione, basato su diversi motivi è avvenuta principalmente all'interno dei piani di privatizzazione delle imprese pubbliche<sup>471</sup>.

### **5.5. La legislazione in materia di tutela delle minoranze azionarie nel Regno Unito e in Italia: brevi cenni**

Come scrive A. Mazzoni non esiste la "minoranza" come fattispecie generale, in quanto non esiste un concetto unico, "ipostatizzato" di minoranza con valenza assoluta<sup>472</sup>. Esistono, però, molte tipologie di minoranza (come l'azionista investitore di minoranza, l'azionista disperso,

---

<sup>471</sup> Vedi ad esempio l'intesa raggiunta dalla società Dalmine, leader nel mercato dei tubi di acciaio, nel 2000.

<sup>472</sup> MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di A. Piras, Pisa, 2004, 16 s.

gli investitori istituzionali, il socio lavoratore, ecc.) e lo sviluppo di questo fenomeno è stato seguito dalla disciplina delle società c.d. aperte, i cui cambiamenti sono stato connessi all'evoluzione del sistema economico e sociale avvenuta nel tempo.

### **Il panorama nel Regno Unito**

Nel Regno Unito, prima dell'introduzione della sezione 210 del *Companies Act* del 1948, non esisteva alcuna disposizione statutaria per tutelare gli azionisti di minoranza contro la condotta oppressiva, discriminatoria, pregiudizievole o iniqua degli azionisti di controllo o dei direttori della società<sup>473</sup>. L'unica possibilità per gli azionisti minoritari danneggiati era quella di fare affidamento sul rimedio disponibile ma limitato per liquidare la società su basi giuste ed eque secondo il diritto comune. È a questo proposito che il Comitato per l'emendamento del diritto societario, noto popolarmente come il Comitato di Cohen<sup>474</sup> del 1945 e il comitato Jenkins<sup>475</sup> che lo sostituì nel 1962, furono istituiti dal governo di Sua Maestà per indagare e formulare raccomandazioni per la riforma e il miglioramento della legge sulle società.

Generalmente, i tribunali sono riluttanti ad intervenire nella gestione interna di una società, tranne in circostanze molto eccezionali<sup>476</sup>. Questa rivendicazione dipendeva principalmente dal confronto fatto tra l'interpretazione della Corte e l'applicazione della sezione 210 del CA del 1948 e della sua successiva sezione 459 e 461 del *Companies Act*, 1985. L'emanazione delle Sezioni 459-461 ha contribuito a fornire un rimedio pratico e flessibile perché permette di sostituire il concetto di "frode sulla minoranza" con il concetto più flessibile di "equità". Queste sezioni hanno fornito una procedura più semplice rispetto alla *common law*, in quanto autorizzano il tribunale a conferire autorità per l'avvio di procedimenti giudiziari in nome della società rendendo il suo utilizzo più facile per gli azionisti di minoranza, rispetto alle regole di *common law*. Al tribunale era stata assegnata una giurisdizione di ampia portata ai sensi della sezione 461 del CA, 1985 che gli conferiva poteri discrezionali per effettuare qualsiasi ordine ritenesse opportuno. La sezione 459 del CA, 1985<sup>477</sup> ha fornito la soluzione, ad un membro di una società, per citare in giudizio qualcuno, senza fissare una percentuale minima di azioni da detenere o un numero di membri. La condotta denunciata deve, tuttavia,

---

<sup>473</sup> CHOONG YEOW CHOY e SUJATABALAN, *Charting the Course for Shareholders' Recourse: Observations on the Malaysian Response*, pp. 13-14.

<sup>474</sup> *Report of the Committee on Company Law Amendment* (Cohen Committee) (cmnd 6659) (HMSO, 1945).

<sup>475</sup> *Report Of The Company Law Committee* (Jenkins Committee) (cmnd 1749) (HMSO, 1962).

<sup>476</sup> VICTOR JOFFE et al, *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure* 4th ed. (Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 7.

<sup>477</sup> La parte XVII del *Companies Act*, 1985: stabilisce che un membro di una società può presentare ricorso in tribunale per un ordine in base al fatto che "gli affari della società sono stati o sono stati condotti in modo ingiustamente pregiudizievole per gli interessi dei suoi membri in generale o parte dei suoi membri (incluso almeno se stesso) o che un atto o omissione della società (incluso un atto o un'omissione a suo nome) sia o sarebbe pregiudizievole.

essere ingiustamente pregiudizievole per i membri in qualità di membri e non in qualità di amministratori, creditori o dipendenti. Per avere successo nell'azione prevista da questa sezione, l'attore deve dimostrare che la condotta del convenuto era ingiusta e pregiudizievole. Tuttavia, non è necessario dimostrare che l'atto denunciato sia improprio o illegale e anche laddove un diritto legale sia correttamente esercitato, esso può avere un effetto pregiudizievole e ingiusto. L'aspetto più importante della regola dell'ingiusto pregiudizio è la definizione dei concetti di "ingiustizia" e "pregiudizio", perché una petizione può essere concessa solo se la condotta denunciata è ingiustamente pregiudizievole per gli interessi degli azionisti di minoranza. Questi termini non sono definiti dallo statuto che li utilizza ma sono stati lasciati ai tribunali per interpretare cosa si intende per questi due termini. Gli sforzi iniziali per definire l'equità si sono concentrati sulla sua obiettività ma i casi recenti hanno messo in dubbio che un tale approccio sia il più appropriato. Il giudice Hoffmann L. J ha descritto l'espressione "*ingiustamente pregiudizievole*" con un linguaggio volutamente impreciso che è stato scelto dal Parlamento in risposta alle difficoltà storiche vissute dai tribunali nell'interpretazione restrittiva della parola "oppression" nella sezione 210 della CA, 1948<sup>478</sup>. Nelle medesime circostanze il tribunale ha stabilito ad un membro non può essere consentito di lamentare un pregiudizio ingiusto a meno che non vi sia stata una violazione dei termini concordati circa la condotta degli affari sociali o l'uso delle regole in contrasto al principio di buona fede. Sebbene questo test abbia incontrato alcune difficoltà, è stato ampiamente utilizzato e accettato in altre giurisdizioni. Alcune delle situazioni fattuali in cui la sezione 459 è stata utilizzata con successo nelle controversie nel Regno Unito includono i casi di esclusione dal management, la mancata comunicazione di informazioni, l'aumento del capitale azionario emesso, modifica degli statuti sociali e l'eccessiva remunerazione degli amministratori con il conseguente mancato pagamento dei dividendi agli azionisti.

Il *White Paper* del 2002 sulla modernizzazione del diritto societario<sup>479</sup> ha presentato proposte che raccomandano ulteriori indagini per scoprire se è possibile elaborare un piano migliore per apportare modifiche al fine di stabilire una nuova base giuridica per l'azione derivata. Quando la nuova azione statutaria derivativa è stata introdotta attraverso l'emanazione del CA, nel 2006, ha effettivamente sostituito la regola fissata in *Foss contro Harbottle* e le sue eccezioni come dispositivo legale esclusivo per proporre azioni derivate. Per gli azionisti di minoranza che desiderano proporre un'azione derivata non avevano più bisogno di dimostrare alla corte che i malfattori avevano il controllo della società in questione. Questo perché la

---

<sup>478</sup> *O'Neill v Philips* (1999) 1WLR 1092.

<sup>479</sup> *White Paper of modernizing company law* (2002), p. 79.

legge del 2006 ha adottato la proposta della Commissione giuridica per "una nuova procedura derivata con criteri moderni, flessibili e accessibili per determinare se un azionista può intraprendere un'azione<sup>480</sup>. Lin<sup>481</sup> ha giustamente sostenuto che la nuova regola statutaria ha esteso i confini dell'applicazione delle azioni derivate in tre modi: in primo luogo, la nuova *derivative action* ha ampliato il campo di applicazione della legittimazione necessaria per la sua adozione. Nella sezione 260 (5) (c), una *derivative action* può essere avviata o da un azionista o da una persona che non è necessariamente un membro della società, ma a cui le azioni sono state trasferite o trasmesse per effetto di legge. Ciò include un fiduciario o un rappresentante personale che gestisce la proprietà di un azionista deceduto<sup>482</sup>. Inoltre, non esiste una soglia sul numero di azioni che un socio dovrebbe possedere per essere legittimato a proporre un'azione, quindi, teoricamente, si apre l'opportunità per un azionista con anche una sola azione di essere portatore di una *derivative action*. Si è inoltre mantenuta la posizione di *common law*, secondo cui un azionista ha il diritto di avviare tale azione per chiedere la riparazione anche quando la causa dell'azione ha avuto luogo prima che diventasse un membro della società. Per quanto riguarda il *locus standi* e la possibilità di agire in tal senso, la conclusione è che la *derivative action* avvantaggerà l'azienda nel suo complesso rispetto a un singolo azionista. In secondo luogo, la nuova norma statutaria ha ampliato i motivi per proporre le suddette azioni, laddove la nuova procedura statutaria consente ai singoli azionisti di chiedere assistenza per conto della società anche quando tale azione sia giustamente conferita alla società stessa<sup>483</sup>. Una siffatta azione può ora derivare da un atto o da un'omissione reale o proposta che implichi negligenza, inadempienza, violazione del dovere o violazione della fiducia da parte di un amministratore di una società<sup>484</sup>. L'effetto di includere anche questa causa ha consentito agli azionisti di avviare *derivative action* in cui gli amministratori hanno violato i loro doveri generali<sup>485</sup>. L'inclusione della negligenza come causa dell'azione ha ampliato il campo di applicazione della nuova procedura statutaria perché in precedenza, in base alla *common law*, l'azione non derivativa poteva riguardare i casi in cui gli amministratori sono stati accusati di negligenza o errore di giudizio<sup>486</sup>. In terzo luogo, la sezione 260 (3) ha esteso la portata dei potenziali imputati consentendo agli azionisti di minoranza di presentare una *derivative action* contro una terza parte diversa da un amministratore della società. La rilevanza del coinvolgimento della terza parte nella causa si

---

<sup>480</sup> DIGNAM, *op. cit.*, nota 256.

<sup>481</sup> SHAOWEI LIN, *Derivative actions in the UK: revised yet unimproved* (KSLR University of Edinburgh: Edinburgh, 2013) p. 13.

<sup>482</sup> *Companies Act*, 2006.

<sup>483</sup> Sez. 260 (1), *Companies Act*, 2006.

<sup>484</sup> Azione derivata secondo la Parte 11 del *Companies Act*, 2006.

<sup>485</sup> Secondo la Parte 10 del *Companies Act*, 2006, che contiene i doveri generali dei direttori della società.

<sup>486</sup> *Pavlides v Jensen* (1956) Ch 565 at 576.

basa sul suo ruolo nell'aiutare il direttore ad agire in violazione delle sue funzioni di direttore della società. La disposizione non significa quindi che terze parti possano essere un imputato. La terza parte deve aver aiutato e favorito la violazione dei doveri del direttore nei confronti dell'azienda. Questa procedura statutaria può essere applicata anche ad un ex direttore o ad un direttore ombra da ritenersi responsabile in una *derivative action*<sup>487</sup>.

Il *Companies Act*, 2006 ha reso obbligatorio per le applicazioni derivate il passaggio attraverso un processo di filtraggio in due fasi da parte dei tribunali, al fine di impedire ai richiedenti di presentare azioni dannose e vessatorie per conto della società. Il richiedente deve dimostrare di avere un *fumus boni iuris*. I requisiti per stabilire un *fumus boni iuris* non sono rigorosi, principalmente perché i tribunali hanno, in pratica, teso a imporre una soglia bassa per i richiedenti. Hanno lasciato al richiedente l'onere di fornire tutte le informazioni probatorie necessarie per aiutarlo a provare l'esistenza di un *fumus boni iuris* che garantisca una *derivative action*. L'altro motivo che mina l'efficacia di questa nuova procedura statutaria è il modo in cui i tribunali hanno interpretato l'elenco dei fattori previsti nella sezione 263 (3) che deve essere considerato prima che la corte conceda al candidato il permesso per continuare con tale azione. Questa nuova azione statutaria ha considerevolmente ridotto l'onere a carico degli azionisti ricorrenti. Tuttavia, non ha reso il processo di archiviazione di un'azione materialmente più semplice perché introduce un test obbligatorio in due fasi prima che un caso possa essere ascoltato in tribunale. Inoltre, l'attuazione della procedura è influenzata dalle difficoltà intrinseche poste dall'interpretazione giudiziaria dei fattori elencati nella sezione 263<sup>488</sup>. Le varie interpretazioni giudiziarie hanno nel tempo dato luogo a decisioni contraddittorie che, da parte loro, tendevano a creare incertezza nei confronti dei potenziali contendenti degli azionisti di minoranza<sup>489</sup>.

Sebbene sia stata riformata, la nuova forma statutaria di *derivative action* nel Regno Unito soffre di carenze intrinseche che influenzano la sua efficacia come strumento per disciplinare la gestione aziendale. Tali carenze riguardano le difficoltà procedurali inerenti all'applicazione delle sezioni 172 e 263 e l'interpretazione della stessa da parte della corte. Nonostante questo, tuttavia, questa tipologia di azioni svolge un ruolo chiave nella protezione degli azionisti di minoranza, in particolare laddove gli altri meccanismi di protezione sono inefficaci.

Comunque sia, i meccanismi di protezione alternativi per proteggere gli azionisti di minoranza e gli interessi della società sono piuttosto efficaci nel Regno Unito fino al punto in cui hanno reso irrilevante il ruolo della *derivative action*. Questo perché ci sono molti

---

<sup>487</sup> Sezione 260(5), *Companies Act*, 2006.

<sup>488</sup> *Companies Act*, 2006.

<sup>489</sup> LIN, *op. cit.*, nota 266.

meccanismi legali e non legali che aiutano a controllare la condotta degli amministratori nel Regno Unito. Infine si deve notare che prima del 1948, la regola generale era che il tribunale non poteva concedere un ordine di liquidazione se esiste un rimedio alternativo a disposizione del firmatario. La Sezione 994 della CA, 2006 consente ai richiedenti di invocare la sezione 122 (1) (g) in alternativa in combinato disposto con la sezione 459. I principi sviluppati dai tribunali riguardo al significato di "giusto ed equo" sono stati estesi per la sezione 459 e anche alla sezione 994 di CA, 2006.<sup>490</sup>

### **Il panorama in Italia**

In Italia dopo la creazione nel 1974 di due regimi differenziati per le società quotate e per quelle non quotate, si è dato avvio alla stagione delle riforme e delle volte a tutelare gli azionisti di minoranza. Nelle società quotate, infatti, ci sono due categorie di azionisti: i c.d. azionisti imprenditori di maggioranza o di minoranza, che partecipano attivamente alla vita sociale; e i c.d. soci risparmiatori o soci investitori, che invece si caratterizzano per il loro assenteismo e sono interessati solo a conseguire un rendimento dal capitale investito. In realtà sono titolari di investimenti di scarso valore che rendono la loro partecipazione alla vita sociale improduttiva o diseconomica (motivo per cui sono portatori del c.d. atteggiamento di "apatia razionale"). In questo scenario in compito della riforma del 1974, era appunto quello di creare delle forme di eterotutela dei soci di minoranza nelle società quotate. È in tale ottica che deve inquadrarsi la creazione della Consob, finalizzata a garantire la completezza e la veridicità delle informazioni divulgate dalle società di mercato. Nascono anche le azioni di risparmio, si introduce la certificazione del bilancio (sostituita oggi dalla revisione legale dei conti), vengono imposti numerosi limiti quantitativi e qualitativi alla raccolta di deleghe, si impone la comunicazione delle partecipazioni rilevanti alla società e viene limitato il numero di incroci azionari che coinvolgono le società quotate. Numerosi sono stati i successivi interventi legislativi: nel 1998, in particolare, viene introdotto il Testo Unico della Finanza con il d.lgs 14/02/1998 n. 58 (noto come Tuf o "legge Draghi"). Rispetto alla previgente disciplina il Tuf determina il passaggio dall'eterotutela all'autotutela in materia di minoranze azionarie, con l'ampliamento dell'autonomia statutaria, il rimodellamento degli istituti preesistenti e l'introduzione di nuovi che consentono ai soci di minoranza di agire per far valere i loro diritti. In particolare, con la legge del 1998 viene mantenuto il principio che le azioni di risparmio sono azioni senza voto privilegiate sul piano patrimoniale, ma la determinazione quantitativa e qualitativa di tale privilegio è rimessa all'autonomia statutaria.

---

<sup>490</sup> THOMAS MABERA MOCHA, *The legal protection of minority shareholders: a comparative analysis of the regulatory frameworks of Kenya and United Kingdom* (2011), cap. 4: *Minority shareholders protection in the United Kingdom*, p.73.

La nuova disciplina interviene anche nella modifica delle maggioranze assembleari e si prevede, in caso di bassa partecipazione dei soci nelle assemblee delle società quotate, la possibilità di ridurre le maggioranze richieste per l'approvazione della delibera rispetto alle società chiuse, incrementandole, al contrario, in caso di elevata partecipazione<sup>491</sup>. Viene, inoltre, ipotizzato l'obbligo per gli emittenti di comunicare al mercato le informazioni *price sensitive* (art.114 Tuf); si disciplinano i sindacati di voto per pubblicizzare i reali assetti di potere nella compagine sociale (art.122 Tuf) e si introduce l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza, estesa nel 2003 a tutte le società per azioni<sup>492</sup>. Sono state ridotte anche le percentuali di capitale necessarie per l'esercizio di alcuni diritti delle minoranze, come la denuncia al tribunale di gravi irregolarità (5% invece di 10%: art. 128 Tuf, oggi sostituito dall'art 2409 c.c.); il diritto di ottenere un'indagine dell'organo di controllo su fatti censurabili (2% invece di 5%, art. 128, 1° comma, Tuf oggi sostituito dall'art. 2408 c.c.); il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea (10% invece che 20%, art. 125, 1° comma Tuf, oggi sostituito dall'art. 2367 c.c., modificato dal d.lgs.

27/2010, che ha ulteriormente ribassato le percentuali). Riguardo alla partecipazione in assemblea non solo è stato introdotto il voto per corrispondenza, ma è stata anche semplificata la disciplina delle deleghe di voto con gli istituti della raccolta e della sollecitazione delle deleghe. Con la semplificazione, poi, delle offerte pubbliche di acquisto si consente ai soci di minoranza effettuare il disinvestimento in caso di cambio del controllo sulla società.

Negli anni '80 si assiste poi al sorgere di una nuova categoria di azionisti investitori: gli investitori istituzionali. La nascita dei fondi comuni aperti avviene in Italia con la legge 77/1983, quella dei fondi chiusi avviene con la legge 86/1994, mentre i fondi pensione e le società di investimento a capitale variabile vengono istituite rispettivamente con il d.lgs

---

<sup>491</sup> Ad esempio, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, nell'assemblea straordinaria di prima convocazione è richiesto il voto favorevole di oltre la metà del capitale, mentre nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il *quorum* costitutivo è fissato al 50% del capitale e quello deliberativo è 2/3 del capitale rappresentato in assemblea (art. 2368 c.c.). In questo modo, ipotizzando che la società abbia emesso 100 azioni, nelle società "chiuse" con 51 voti favorevoli la delibera è sempre approvata. Invece, nelle società "aperte" gli stessi voti potrebbero non bastare; dipende dalla partecipazione concreta all'assemblea: se nell'adunanza sono rappresentate 50 azioni (*quorum* costitutivo minimo), la delibera è approvata con solo 34 voti favorevoli (2/3 di 50); ma se per ipotesi fosse presente in assemblea l'intero capitale, sarebbero necessari invece 67 voti favorevoli (2/3 di 100). Il buon funzionamento di questo sistema, che valorizza la partecipazione assembleare dei soci di minoranza, ha indotto il legislatore ad estenderne l'applicazione nel 2003 all'assemblea straordinaria di seconda o successiva convocazione delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, con *quorum* costitutivi più ridotti (oltre 1/3 del capitale). A partire dal 2012 inoltre è stato stabilito che, se lo statuto non prevede diversamente, le assemblee delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio tengono l'assemblea in unica convocazione con *quorum* ulteriormente ribassati: *quorum* costitutivo, 20% del capitale, *quorum* deliberativo 2/3 del capitale rappresentato in assemblea (art. 2369, 1° comma, c.c., modificato dal d.lgs. 18-6-2012, n. 91).

<sup>492</sup> Attualmente l'istituto è disciplinato dall'art. 2393-*bis* c.c. Possono proporre l'azione sociale di responsabilità i soci che rappresentano il 20% del capitale nelle società "chiuse" e il 2,5% nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In caso di accoglimento della domanda, il risarcimento spetta alla società, che è tenuta soltanto a rimborsare i soci attori delle spese processuali.

124/1993 e il d.lgs 84/1992. Questa categoria di investitori, composta da investitori professionali, benché titolare di quote di minoranza, fa sentire costantemente la sua influenza nella vita sociale, spesso ponendosi in contrasto con le politiche del gruppo si comando<sup>493</sup>.

La necessità di rafforzare la tutela degli investitori istituzionali ha animato le riforme relative alla riforma organica delle società di capitali del 2003 (d.lgs 6/2003) e alla tutela del risparmio del 2005 (l. 262/2005)<sup>494</sup>.

Circa la tutela delle minoranze nei gruppi di società si deve notare che in Italia è previsto il diritto al disinvestimento, quando la società entra o esce dal gruppo<sup>495</sup> e si prevede una disciplina relativa alla responsabilità della capogruppo, in caso di abuso della controllata nell'esercizio di attività di direzione e coordinamento<sup>496</sup>. La disciplina dei gruppi è prevista nel nostro Codice civile nel Capo IX, Titolo V, Libro V (artt. 2497 – 2497 *septies*) nel cui contesto normativo, in realtà non si offre alcuna definizione della nozione di gruppo di società, ma sono indicati i principali elementi che concorrono a determinare il *quomodo* dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di società, che rappresenta l'elemento centrale di tale modello organizzativo. Nello specifico se, a fronte di un danno causato dalla capogruppo, non sussistono i dovuti vantaggi compensativi (valutati *ex post* o *ex ante*), la capogruppo si espone ad una specifica azione di responsabilità, prevista dall'art. 2497 c.c. ed estensibile a "*chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio*" (art.2497, 2° comma, c.c.).

In sostanza, una gestione del gruppo improntata ai "principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale" delle società controllate, causa una sospensione della operatività delle normali regole sulla responsabilità degli organi di gestione (artt.2392 ss. e 2476 c.c.), rendendo legittimi pregiudizi che sarebbero illeciti nell'ottica della società singola, purchè tali pregiudizi siano temporanei e contestualmente sia dimostrata la allocazione a favore della controllata di vantaggi, almeno fondatamente probabili, sostanzialmente equivalenti ai pregiudizi stessi.

---

<sup>493</sup> Nel 2013 gli investitori istituzionali erano presenti in 92 società quotate italiane (37% del totale) con una partecipazione media del 7%. Cfr. CONSOB, 2013 *Report on corporate governance of italian listed companies*, III, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>494</sup> Per maggiori dettagli sull'evoluzione della disciplina delle società per azioni vedi G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, 8a ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2012, 142 ss.

<sup>495</sup> Sulla base dell'art. 2497-*quater* c.c. (inserito nel codice civile dal d.lgs. 6/2003) il diritto di recesso spetta all'inizio o alla cessazione della soggezione della società all'altrui attività di direzione e coordinamento, quando ne deriva una significativa alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento ed non venga promossa un'opa. Ulteriori cause di recesso sono riconosciute quando la capogruppo è condannata per abuso dell'attività di direzione e coordinamento sulla società controllata, oppure quando la stessa capogruppo ha mutato scopo o oggetto sociale.

<sup>496</sup> L'art. 2497 c.c. (introdotto anch'esso dal d.lgs. 6/2003) sancisce la responsabilità della capogruppo che esercita il potere di direzione e coordinamento in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, cagionando alla controllata un danno nell'interesse proprio o altrui. La responsabilità è prevista direttamente nei confronti dei creditori e dei soci della controllata.

Qualora i pregiudizi siano invece permanenti, o quando, a fronte di pregiudizi temporanei, adeguati vantaggi non sussistano, tornano ad operare le normali regole sulla responsabilità degli organi sociali, oltre a quelle specifiche dettate dagli articoli 2497 e seguenti, nella misura in cui integrino tali regole. È bene notare che l'art. 2497 *quater* c.c., dedicato al diritto di recesso, al comma 1 lettera c), si occupa, in particolare delle società con azioni non quotate in borsa. Esso, infatti stabilisce che il socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento può recedere all'inizio ed alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto.

La pubblicità delle partecipazioni sociali e dei patti parasociali è poi garantita dall'art. 122 Tuf, secondo cui i patti parasociali come sindacati di voto o di blocco che riguardano una società quotata devono essere comunicati alla società stessa, alla Consob, pubblicati sulla stampa quotidiana e depositati presso il registro delle imprese. In mancanza il patto è nullo ed il diritto di voto delle azioni sindacate è sospeso. Ai sensi dell'art. 2393 *bis* c.c. è consentita l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza e quest'ultima, ai sensi dell'art. 147 *ter* della legge sulla tutela del risparmio, ha anche il diritto di nominare almeno un amministratore col sistema del voto di lista e un componente dell'organo di controllo con funzione di presidente<sup>497</sup>. La minoranza ha, in base all'art. 2408 c.c., la facoltà di denunciare al tribunale gravi irregolarità ed ottenere che i sindaci indaghino sui fatti censurabili. L'organo di controllo è tenuto ad indagare senza ritardo quando la denuncia provenga da soci che rappresentano la ventesima parte del capitale, o un cinquantesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Con il dettato del d.lgs 39/2010 è stata, poi, istituita una disciplina attenta nell'assicurare l'indipendenza del revisore che deve curare la revisione legale delle relazioni finanziarie e dei bilanci. La minoranza può chiedere la convocazione dell'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno e presentare delle domande sui punti all'odg, a cui gli amministratori devono rispondere per iscritto pubblicamente o durante l'assemblea<sup>498</sup>. La disciplina dell'opa, prevista all'art. 106 Tuf, permette di disinvestire a prezzi equi o vantaggiosi, quando il controllo della società passa di mano. Analoghe garanzie

---

<sup>497</sup> Quanto al collegio sindacale, l'art. 148 Tuf decreta che almeno un componente sia nominato dalla minoranza con il sistema del voto di lista. Il presidente del collegio è nominato fra i sindaci eletti dalla minoranza. Regole analoghe sono previste per i corrispondenti organi di controllo del sistema monistico e dualistico.

<sup>498</sup> Il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea spetta ai soci che rappresentano un decimo del capitale sociale, o un ventesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2367 c.c.). Invece, l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata può essere richiesta (solo nelle società quotate) dalla minoranza che rappresenta un quarantesimo del capitale (art. 126-*bis* Tuf introdotto dalla legge 262/2005). La convocazione dell'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno non possono essere chiesti per argomenti sui quali l'assemblea delibera per legge su proposte o atti di competenza degli amministratori.

sono previste anche dalle modifiche introdotte nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria, apportate con il d.l. 91/2014, convertito nella legge 116/2014. Esse sono state formalmente presentate come norme di flessibilizzazione, in quanto consentono alle piccole e medie imprese di modificare con una clausola statutaria, la soglia che fa scattare l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto, che la legge fissa al 30%, sia in aumento (fino al 40%) sia in diminuzione (fino al 25%). Sulla disciplina dell'opa sono intervenute altre modifiche per aumentare la possibilità di difesa della società bersaglio: con il d.l. 185/2008 la regola di neutralizzazione (art. 104-bis Tuf) è divenuta facoltativa ed opera solo se lo statuto della singola società preveda la sua applicazione. Si è mantenuto di divieto di adottare misure di difesa successive ex art. 104 Tuf, ma in base alle modifiche apportate dal d.lgs 146/2009 lo statuto può escluderne l'applicazione. Per l'assemblea è diventato più facile (d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito con legge 2/2009) approvare misure in deroga al divieto, perché il *quorum* assembleare non è più fisso al 30% del capitale, ma è quello normalmente necessario in base all'oggetto della deliberazione. Ai sensi dell'art. 106, comma, lett. b. (modificato dal d.l. 5/2009, convertito in legge 33/2009) si prevede che chi sia già in possesso di una partecipazione superiore a quella che fa scattare l'obbligo di opa, possa poi aumentare la propria partecipazione del 5% ogni anno, senza lanciare l'opa, fino a raggiungere il 50% del capitale. Dopo può liberamente acquistare tutte le azioni fin quando non raggiunge le soglie previste per l'obbligo di acquisto residuale (90 e 95%, ai sensi dell'art. 108 Tuf). Nel 2014 si è stabilito che lo statuto delle PMI può escludere totalmente di opa da consolidamento fino all'approvazione del bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione (art. 106, comma 3-*quater*, Tuf introdotto dal d.l. 91/2014): quindi chi già detiene una percentuale superiore alla soglia che fa scattare l'obbligo di opa può riservarsi il diritto, con apposita clausola statutaria, di incrementare liberamente la propria partecipazione nei primi anni successivi alla quotazione.

Per quanto riguarda il tema della partecipazione in assemblea, recependo la direttiva 2007/26/CE, il legislatore italiano ha provveduto a modificare, con il d.lgs. del 27 gennaio 2010 n. 27, l'articolo 83 *sexies* Tuf, applicando la disciplina del *record date* alle società che emettono strumenti finanziari ammessi alla negoziazione (col loro consenso) in un mercato regolamentato o solo in un sistema multilaterale di negoziazione<sup>499</sup>. Nel 2014 sono state

---

<sup>499</sup> In base al sistema della data di registrazione (o *record date*), la legittimazione ad intervenire in assemblea si determina *immodificabilmente* con riferimento alla situazione esistente «al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea». Dopo tale data, le azioni *restano alienabili*, però, l'acquirente non consegue il diritto di partecipare e di votare nella imminente assemblea. In suo luogo parteciperà e voterà chi risultava titolare del diritto di voto alla data di riferimento, anche se socio non è più. Essendo le azioni quotate italiane obbligatoriamente soggette al sistema di circolazione dematerializzata, la legittimazione a partecipare all'assemblea si dimostra mediante comunicazioni spedite all'emittente dalle banche o intermediari che tengono i conti dove è annotata la titolarità di strumenti finanziari (art. 83-*sexies* Tuf).

introdotte, ad opera del d.l. 24/06/2014, n. 91 convertito in legge 116/2014, le nuove leggi sull'opa e sugli incroci azionari che si applicano alle piccole medie imprese<sup>500</sup>.

In conclusione si può affermare che in Italia il Tuf abbia segnato il passaggio da un sistema di tutela quasi esclusivamente fondato su norme di rango primario, alla sempre più ampia legislazione della Consob e alle previsioni statutarie. A partire dagli anni '90 dello scorso secolo c'è stato una vasta diffusione di codici di autodisciplina creati dalle società di gestione dei mercati e dalle associazioni di categoria con lo scopo di promuovere l'adozione delle migliori pratiche di *corporate governance* nelle società quotate, su base volontaria<sup>501</sup>. Il formale riconoscimento di questo fenomeno di autoregolamentazione è avvenuto con la legge per la tutela del risparmio (legge 262/2005), tramite l'introduzione del meccanismo *comply or explain*, prevedendo, all'art. 124-bis Tuf<sup>502</sup>, che le società devono dichiarare se aderiscono ad un codice di autoregolamentazione, oppure motivare le ragioni della mancata adesione. Secondo il dettato dell'art. 149, comma 1, lett. c-bis, Tuf, il collegio sindacale deve anche vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole dei codici di autodisciplina ai quali la società dichiara di attenersi. Tutte queste fonti normative sono definite atti di "soft-law", in quanto sono prive di efficacia vincolante diretta e la loro azione a livello statutario avviene volontariamente. Tuttavia, l'esperienza dimostra che concretamente l'efficacia dei codici di autoregolamentazione non è irrilevante e ciò non solo perché una falsa dichiarazione di adesione ai codici può generare tutte le conseguenze derivanti dalla falsa informazione al mercato<sup>503</sup>, ma anche perché è stato notato che il codice creato da Borsa Italiana è stato adottato dalla stragrande maggioranza delle società quotate<sup>504</sup>.

---

<sup>500</sup> Tali sono le società che hanno un fatturato fino a € 300.000.000, come risultante dal bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio ed una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore a € 500.000.000. La qualifica di PMI si perde quando si superano per tre volte consecutive entrambi i limiti (art. 1, comma 1°, lett. *w-quater*.1, Tuf).

<sup>501</sup> Per un quadro di sintesi sul sistema dei codici di autoregolamentazione, MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Vol. 1, Torino, 2014,

385. Il codice di autoregolamentazione promosso dalla borsa italiana è disponibile al sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>502</sup> Introdotto dalla legge 262/2005, in base all'attuale disciplina, modificata dal d.lgs. 3-11-2008, n. 173, le relative informazioni devono essere contenute nella relazione sul governo societario prevista dall'art. 123-bis Tuf.

<sup>503</sup> Delineate da SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929.

<sup>504</sup> Nel 2012 dichiaravano espressamente di aderire al codice di autoregolamentazione della Borsa italiana 223 società quotate su 239: cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione annuale 2013, 1° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 7, disponibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

## CAPITOLO 6

### PROSPETTIVE FUTURE NELL'OTTICA DELLA NUOVA DIRETTIVA UE 2017/828

Nel corso dei mesi scorsi il dibattito<sup>505</sup> in materia di corporate governance è stato caratterizzato dalla pubblicazione di un atto che, come la *Corporate Governance Review* del *Financial Stability Board*, è finalizzato al potenziamento delle regole che disciplinano il governo societario, su scala comunitaria e non.

Ci si riferisce alla Direttiva comunitaria EU 2017/828 (“*amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement*”), il cui scopo è quello di valorizzare i diritti e la partecipazione degli azionisti relativamente alla loro posizione nei confronti degli emittenti che operano sul suolo comunitario.

Infatti, gli scandali di *corporate governance* avvenuti in tutto il mondo e le recenti domande sollevate dai media in merito alla trasparenza e alla responsabilità hanno costretto le autorità di regolamentazione ad analizzare più attentamente i diritti di proprietà e degli azionisti. Ad esempio, uno degli aspetti su cui l’analisi delle istituzioni comunitarie si sta focalizzando è l’influenza dei maggiori conglomerati d’oltremare sulle stesse istituzioni finanziarie europee. La comunità di regolamentazione europea ha anche represso l’elusione dell’imposta sulle società in seguito alle rivelazioni emerse da alcune indagini effettuate, come quelle dei Panama Papers nel 2016. In tale ottica, il Consiglio europeo ha adottato la nuova direttiva sui diritti degli azionisti (*Shareholder Rights Directive SHRD II*) nel giugno 2017, al fine di incoraggiare il coinvolgimento degli azionisti nelle società quotate in Europa e migliorare la trasparenza dei processi correlati, compreso il voto per delega. Essa fornisce un aggiornamento alla versione del 2007 della direttiva e aggiunge requisiti relativi alla remunerazione degli amministratori, all’individuazione degli azionisti, alla facilitazione dell’esercizio dei diritti degli azionisti, alla trasmissione di informazioni e alla trasparenza per gli investitori istituzionali, i gestori patrimoniali e i consulenti per procura (c.d. *proxy advisor*).

Si prevede che, entro il mese di giugno 2019, la maggior parte della Direttiva sui diritti degli azionisti venga trasposta in legge nazionale dai singoli Stati membri europei. La direttiva è ampia e si prevedono cambiamenti significativi e costosi legati alle riforme dei processi e ai

---

<sup>505</sup>L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell’UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. di diritto bancario*, giugno 2017, disponibile online all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/corporate-governance/la-revisione-della-direttiva-sui-diritti-degli-azionisti-un-nuovo-approccio-ue>; LEWIS, TUCKLEY, BARTRAM e BIGGS, *New proposed FCA rules on shareholder engagement*, in *Oxford Business Law Blog*, febbraio 2019, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/02/new-proposed-fca-rules-shareholder-engagement>.

requisiti di trasparenza, che incidono su emittenti, gestori patrimoniali, depositari, depositari centrali di titoli (CSD) e una serie di altri intermediari e fornitori di servizi.

Per questo saranno molte le sfide e le opportunità legate all'introduzione dei nuovi requisiti previsti dalla nuova *Shareholder Rights Directive*. Sono evidenti le modifiche richieste alla struttura dei processi di voto per delega, l'impatto di queste modifiche sui modelli operativi e le potenziali azioni che possono essere intraprese dai partecipanti al settore per coinvolgere la comunità regolatoria, in quanto nei prossimi due anni verrà redatta una normativa nazionale. Per seguire i risultati che si spera di raggiungere tramite questo atto comunitario, particolarmente utile è il ruolo svolto dal *White Paper*, che include feedback di diversi depositari e intermediari attivi nei mercati europei.

### **6.1. Contenuto della direttiva**

Nell'aprile 2014, la Commissione europea (CE) ha emesso la sua proposta legislativa per modificare la SHRD II del 2007, che si concentra sull'aumento dell'impegno degli azionisti e sul miglioramento della trasparenza nell'esercizio dei diritti degli azionisti e di alcuni aspetti del governo societario. Nel corso dei tre anni successivi, gli organismi di regolamentazione a livello europeo hanno redatto la versione finale della direttiva, e il testo finale di Livello 1 è stato pubblicato a maggio 2017, fissando la scadenza per l'implementazione dei membri europei nel giugno 2019, anche se alcuni requisiti non saranno in vigore fino al settembre 2020. La CE lavorerà in consultazione con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati per redigere le norme tecniche di regolamentazione che forniranno orientamenti alle autorità nazionali di regolamentazione sui dettagli dell'attuazione. Il processo di recepimento di due anni previsto per ogni Stato membro comporterà necessariamente un adeguamento, ai requisiti stabiliti dalla direttiva, della struttura del mercato interno e dei processi legali locali, il che lascia spazio ad un processo di modifica da avviarsi a livello nazionale. Se la differenza nell'attuazione dei requisiti si deve fare sulla base della gamma delle imprese interessate dagli emittenti di norme, dagli intermediari di ogni tipo, dai gestori patrimoniali e dagli investitori, essi dovranno coinvolgere la CE e i loro regolatori nazionali in modo efficace e tempestivo. Inoltre, tenendo presente il catalogo dei regolamenti da implementare, le aziende non possono permettersi di ignorare nessuna delle scadenze imminenti, incluse quelle previste dalla nuova SDR. Quest'ultima si inserisce in un più ampio programma di lavoro ideato dai regolatori europei: il programma è mirato a delineare il panorama degli investimenti futuri della regione e fa parte del suo piano per l'Unione dei mercati dei capitali. La CE desidera promuovere un aumento dell'attivismo degli azionisti e verificare che le imprese comprendano i loro investitori e comunichino con loro in modo chiaro e trasparente. Le intenzioni della SHRD II

per migliorare il coinvolgimento degli investitori e aumentare la trasparenza del voto degli azionisti sono lodevoli, ma il percorso normativo per raggiungere tali obiettivi può portare ardue sfide nel settore.

Analizzando meglio il contenuto della direttiva, si devono opportunamente segnalare alcune delle sue principali innovazioni:

- si rafforza il diritto degli azionisti di approvare le politiche di remunerazione degli amministratori<sup>506</sup>, mantenendo così la linea d'azione seguita dal *Financial Stability Board* (FSB). La Direttiva SHRD II concede agli azionisti il diritto di votare sulle politiche di remunerazione delle società e tali voti possono essere vincolanti o consultivi, il che potrebbe comportare ulteriori requisiti per l'analisi e la valutazione delle politiche dal lato dell'acquirente. Richiede inoltre che qualsiasi transazione rilevante, che deve essere definita dalle autorità nazionali di regolamentazione, tra una società quotata e una parte correlata deve essere annunciata e approvata dagli azionisti. In tal modo essa si pone lo scopo principale di promuovere una logica retributiva, mirata a valorizzare gli interessi a lungo termine dell'impresa, i quali sono determinati, almeno parzialmente, dal modo in cui gli assetti proprietari compongono il problema del c.d. *moral hazard*<sup>507</sup>.
- Le società vengono munite di maggiori poteri per identificare i proprietari dei loro titoli, tramite il rafforzamento dei diritti d'accesso presso gli intermediari detentori delle relative informazioni<sup>508</sup>. Tuttavia, l'interpretazione nazionale potrebbe anche significare differenze tra i mercati circa il livello minimo di informazioni che devono essere divulgate. Un regolatore, ad esempio, potrebbe specificare la divulgazione all'1% delle partecipazioni, mentre un altro potrebbe richiedere lo 0,5%, ovvero ciò che è segnalabile in una giurisdizione non è in un'altra<sup>509</sup>. Per ora, i set di dati che devono essere segnalati rimangono relativamente semplici, anche se elementi come l'identificatore di entità giuridica (LEI) potrebbero non essere disponibili per le entità in questione e saranno invece necessari altri identificatori specifici a livello nazionale. La direttiva in questione si riferisce alla fornitura di dati in un formato standardizzato, ma non specifica gli standard, per cui uno standard tecnico potrebbe essere fornito dalla CE. La divulgazione di questi dati può, tuttavia, violare le leggi sulla privacy dei

---

<sup>506</sup> Art. 9 *bis*, Direttiva UE 2017/828.

<sup>507</sup> Considerato uno dei pilastri posti alla base dell'*agency principle*, il concetto di *moral hazard* può sinteticamente essere descritto con le parole di P. Krugman, trattandosi di “*any situation in which one person makes the decision about how much risk to take, while someone else bears the cost if things go badly*”.

<sup>508</sup> Capo I *Bis*, *Identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione nell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti*, artt. 3 *bis* e 3 *ter*, Direttiva UE 2017/828.

<sup>509</sup> Studio condotto dall' EC, AITE GROUP.

dati di alcuni paesi, il che significa che i regolatori nazionali saranno probabilmente obbligati a modificare i requisiti di conseguenza.

- È stato redatto un nucleo di previsioni tese a facilitare l'esercizio dei diritti assembleari da parte degli azionisti<sup>510</sup>, non solo tramite lo snellimento degli adempimenti necessari per l'esercizio del diritto di voto e della partecipazione all'assemblea, ma anche attraverso l'ottimizzazione dei tempi e dei modi con cui le società devono osservare gli obblighi di informazione nei confronti degli *shareholders*. Viene posta una particolare attenzione sui casi di *cross-border voting*, secondo cui gli azionisti che non risiedono nello stesso Stato della società devono essere messi in condizione di partecipare e votare all'interno dell'assemblea.
- Viene rivista e rafforzata la regolamentazione delle relazioni fra azionisti e investitori istituzionali<sup>511</sup>, su cui gravano obblighi maggiori sia sotto il profilo della *disclosure* (che comportano l'obbligo di giustificazione delle proprie politiche), sia in relazione alla problematica del conflitto d'interesse, che può inficiare i rapporti fra l'impresa e la figura dei *proxy advisors*<sup>512</sup>, sempre maggiore nelle dinamiche d'impresa delle società europee. Quindi, i *proxy advisors* saranno destinatari di numerosi nuovi obblighi di trasparenza europei, inclusa la divulgazione annuale del loro codice di condotta, che sostanzialmente distilla quanto strettamente rispettano gli standard nazionali in questo ambito (a condizione, ovviamente, che siano in vigore) o spiega perché non ne hanno stabilito uno. Devono divulgare dettagli sulla metodologia, le fonti di informazione e le procedure in atto per garantire la qualità delle raccomandazioni di voto, della ricerca e dei consigli. Devono inoltre riferire annualmente sulle loro politiche per prevenire i conflitti di interesse e su come affrontano le eventuali differenze del mercato nazionale. Dato che sono in vigore requisiti simili in giurisdizioni come quella degli Stati Uniti, anche se i requisiti sono volontari piuttosto che obbligatori, l'impatto sui consulenti proxy attivi a livello globale sarà minimo a breve termine<sup>513</sup>. In linea con altri requisiti di *governance* aziendale introdotti in Europa dalla crisi finanziaria, la SHRD II obbliga i gestori patrimoniali ad allineare la propria strategia di investimento e le proprie decisioni al profilo di rischio e ai requisiti di investimento a lungo termine dei propri clienti

---

<sup>510</sup> Capo I Bis, *Identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione nell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti*, artt. 3 quater, 3 quinquies e 3 sexies, Direttiva Ue 2017/828.

<sup>511</sup> Capo I ter, *Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto*, artt. 3 octies, e nonies, 3 decies, 3 undecies, Direttiva UE 2017/828.

<sup>512</sup> Possono essere descritti utilizzando la definizione fornita dalla *SRD 2017 Newly Added Definitions*, come "Individuals or firms that provide research, advice, or voting recommendations to investors about the exercise of the investors' voting rights".

<sup>513</sup> *Shareholder Rights Directive: Advancing to a State of Readiness*, broadridge.com, settembre 2017.

investitori istituzionali. Sia gli investitori istituzionali che i gestori patrimoniali devono essere più trasparenti in merito al loro impegno con le società partecipate e al modo in cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La direttiva, inoltre, indica che queste informazioni devono essere segnalate annualmente e rese disponibili sui siti Web delle aziende *buy-side*. Queste aziende devono anche annualmente comunicare il comportamento di voto e spiegare voti significativi e il loro utilizzo di servizi di *proxy advisor*. La direttiva introduce un obbligo di conformarsi o spiegare circa il rispetto di questi requisiti.

- È stato predisposto un insieme di disposizioni indirizzate al potenziamento della tutela degli azionisti in occasione dell'approvazione delle operazioni con parti correlate<sup>514</sup>, trovando anche in questo caso corrispondenza con le necessità evidenziate dallo FSB. Nello specifico si prevede che ogni transizione che corrisponda ad almeno l'1% del patrimonio sociale, debba essere oggetto di *disclosure* immediata e debba essere accompagnata dalla relazione di un terzo indipendente con il compito di confermare la congruità sia del valore di mercato sia degli interessi degli *shareholders*, incluse le minoranze. Se invece l'operazione eccede la soglia del 5% degli *assets* aziendali (o sia in ogni caso destinata ad avere un effetto particolare sui prodotti o sul giro d'affari della società) questa deve ricevere l'approvazione dell'assemblea generale, che si esprime con voto vincolante.

La direttiva, dunque, entra in vigore in un momento in cui saranno in fase di applicazione anche molte altre complesse normative. La difficoltà riscontrata nel raggiungere la conformità normativa tra i partecipanti al settore potrebbe portare a ulteriori sfide, in quanto il personale sovraccaricato potrebbe non riuscire a valutare adeguatamente i cambiamenti di processo richiesti o perdere le scadenze di attuazione. Dati i numerosi e differenti requisiti richiesti dei mandati regolatori, che derivano dai regolatori europei, dal 2008 molte imprese hanno probabilmente perso le opportunità di consultazione della SHRD II con le autorità di regolamentazione. Sicuramente, l'impatto che la nuova direttiva avrà sulla gestione interna di molte società europee non può essere ignorato.

## 6.2. Obiettivi della direttiva

Al fine di comprendere meglio il quadro progettato dalla SHRD II e sui suoi obiettivi, è importante concentrarsi sulla disciplina precedentemente tracciata dalla SHRD I. Questa direttiva è composta da undici articoli dedicati alle assemblee generali degli azionisti e richiede alle imprese di garantire parità di trattamento a tutti gli azionisti che si trovano

---

<sup>514</sup> Art. 9 *quater*, Direttiva UE 2017/828.

nella stessa posizione per quanto riguarda la partecipazione e l'esercizio dei diritti di voto in un'assemblea, senza ulteriori disposizioni dettagliate. Chiaramente, ciò implica la riaffermazione di un principio consolidato da lungo tempo sia nei singoli diritti interni che nel diritto societario europeo<sup>515</sup>, vale a dire quel principio di parità di trattamento che è da prendere in considerazione in quanto è un principio comune e uniforme dell'intera disciplina e, quindi, è anche un prerequisito e un criterio interpretativo guida per la materia<sup>516</sup>. Le norme di cui al presente documento sono integrate dalle disposizioni relative alle procedure per la concessione e la revoca della delega, in particolare, l'articolo 11, che stabilisce che: ( i) la nomina della delega deve essere effettuata per iscritto e le società sono tenute ad offrire almeno la possibilità di notifica per via elettronica in alternativa (ma possono essere imposti ulteriori requisiti formali per garantire l'identificazione degli azionisti e dei delegati per verificare il contenuto delle istruzioni di voto);<sup>517</sup> e (ii) la delega della delega può essere revocata e tale revoca è soggetta agli stessi requisiti formali come quelli previsti per il conferimento del proxy<sup>518</sup>. Oltre all'applicazione dei principi generali, è necessario sottolineare che con la direttiva dell'UE si è conferito un ampio mandato per la revisione delle norme sulla rappresentanza nelle assemblee degli azionisti, al fine di rendere più agevole ed efficace l'esercizio del voto per delega, adeguandosi anche loro all'articolo 10 della SHRD I; limitare, se necessario, il numero di rappresentanti nominati dagli azionisti; richiedere ai titolari di delega di tenere un registro delle istruzioni di voto ricevute e di dichiarare, se richiesto, che hanno agito in conformità con esso<sup>519</sup>. La SHRD I prende in considerazione l'attività di coloro che richiedono o raccolgono un numero significativo di delegati, al fine di garantire un livello adeguato di affidabilità e trasparenza. Tuttavia, lo spirito della direttiva dovrebbe essere interpretato nel senso che l'articolo 10 è una norma generale applicabile, indipendentemente dal fatto che l'iniziativa contributiva sia imputabile al rappresentante o al rappresentato stesso.

Inserendosi nel quadro sopra descritto, la SHRD II intende offrire una disciplina completamente nuova. Le nuove previsioni contenute nella direttiva del 2017 mirano a

---

<sup>515</sup> Ciò è già previsto nella seconda direttiva 77/91 / CEE del Consiglio, 1976, O.J. (L 26) 1, che coordina le leggi dei diversi Stati membri in materia di tutela degli interessi dei membri e di terzi nella costituzione di società a responsabilità limitata e il mantenimento e la modifica del loro capitale.

<sup>516</sup> Vedi SHRD I, considerando 5, che identifica la necessità di garantire che gli azionisti che non risiedono nello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale siano trattati allo stesso modo (prevedendo meccanismi di partecipazione che non prevedano una partecipazione all'assemblea) in via prioritaria, poiché si limita a prevedere che le società possano offrire agli azionisti qualsiasi forma di partecipazione all'assemblea generale degli azionisti per via elettronica al fine di regolare la delega per delega.

<sup>517</sup> Art. 11, par. 1-2, Direttiva 2007/36/CE.

<sup>518</sup> Art. 11, par. 3, Direttiva 2007/36/CE.

<sup>519</sup> Art. 10, Direttiva 2007/36/CE.

fornire delle valide soluzioni ai seguenti problemi: (i) aumentare la trasparenza aziendale; (ii) identificare gli azionisti; e (iii) affrontare il rinnovato regime di voto nell'assemblea degli azionisti. Per quanto riguarda il primo punto, un prerequisito fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi stabiliti nella SHRD II è l'identificazione degli azionisti della società. Un tale passo è, infatti, una "condizione preliminare" per garantire lo scambio di informazioni, che è spesso reso più difficile dalle "complesse catene di intermediari" attraverso cui le suddette informazioni giungono alla società<sup>520</sup>. L'intento della SHRD II è chiaro su questo argomento, sottolineando che nelle società quotate le azioni sono spesso detenute attraverso complesse catene di intermediari che rendono più complesso l'esercizio dei diritti degli azionisti e il coinvolgimento degli stessi. *"L'identificazione degli azionisti è un prerequisito per la comunicazione diretta tra gli azionisti e la società e quindi essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli azionisti... Agli intermediari dovrebbe essere richiesto, su richiesta della società, di comunicare alla società le informazioni relative all'identità degli azionisti"*<sup>521</sup>.

Al fine di garantire i risultati sopra esposti, i legislatori "europei richiedono alle società quotate di conoscere i loro azionisti grazie all'aiuto di intermediari, che sono tenuti a comunicare determinate informazioni<sup>522</sup>. Il regime specificato dalla SHRD II è particolarmente attento, sotto il punto di vista della privacy: una disciplina su misura è prevista dalla direttiva e, più specificamente, dal considerando 5, che consente alle società e agli intermediari di memorizzare dati personali finché non siano a conoscenza del fatto che una persona abbia cessato di essere azionista e per un periodo massimo di dodici mesi dopo aver preso consapevolezza di tale fatto<sup>523</sup>.

Una volta identificati, gli azionisti avranno il diritto di ricevere dagli intermediari stessi (o dalla società) tutte le informazioni volte a consentire loro di esercitare i diritti conferiti

---

<sup>520</sup> SHRD II, considerando 4.

<sup>521</sup> *Id.*

<sup>522</sup> Vedi *id.* Considerando 5, "un certo livello di informazioni sull'identità degli azionisti deve essere trasmesso alla società, che dovrebbe includere almeno il nome e i dati di contatto dell'azionista e, se l'azionista è una persona giuridica, il suo numero di registrazione o, se non è disponibile un numero di registrazione, un identificativo univoco, come l'Identificatore di entità giuridica (codice LEI) e il numero di azioni detenute dall'azionista nonché, se richiesto dalla società, le categorie o le classi di azioni detenute e la data della loro acquisizione: la trasmissione di meno informazioni sarebbe insufficiente per consentire alla società di identificare i propri azionisti al fine di comunicare con loro. "; *Id.* art. 3 *ter*, "Alla Commissione è conferito il potere di adottare atti di esecuzione per specificare i requisiti minimi per trasmettere le informazioni di cui ai paragrafi da 1 a 5 dell'articolo [siffatto] per quanto riguarda i tipi e il formato delle informazioni da trasmettere, compresa la loro sicurezza e interoperabilità e le scadenze. "

<sup>523</sup> Questo aspetto è particolarmente importante, come affermato dall'art. 3 *bis*, 4., che stabilisce: *Fatti salvi eventuali periodi di conservazione più lunghi, stabiliti da un atto legislativo settoriale specifico dell'Unione, gli Stati membri assicurano che le società e gli intermediari non conservino i dati personali degli azionisti trasmessi loro conformemente al presente articolo e per i fini specificati nel presente articolo per un periodo superiore ai 12 mesi dopo aver appreso che la persona interessata ha cessato di essere azionista.*

dalle azioni e, in ogni caso, indirizzate a tutti gli azionisti che detengono azioni della stessa categoria. Anche questo punto è cruciale, perché consente uno scambio di informazioni apprezzabile tra gli attori aziendali. Tuttavia, considerandolo da un punto di vista sistemico, è fondamentale dal momento che sembra in grado di affermare una distinzione concreta tra gli azionisti - e, quindi, un *vulnus* nel principio di uguaglianza tra loro - laddove afferma che "gli Stati membri possono prevedere le società con sede legale nel loro territorio possono solo richiedere l'identificazione di azionisti che detengono più di una determinata percentuale, "0,5% o meno" di azioni o diritti di voto"<sup>524</sup>.

Un altro profilo fondamentale relativo alla trasparenza aziendale e al problema in esame è l'esercizio dei diritti di voto da parte degli azionisti: l'articolo 3 *quater* diventerà una pietra angolare della nuova disciplina, in particolare per quanto riguarda il ruolo degli intermediari nel processo di votazione<sup>525</sup> e l'importanza del sistema di conferma del ricevimento e del conteggio dei voti<sup>526</sup>.

Quindi anche la direttiva europea 2017/828, situandosi nel solco delle precedenti direttive 2007/36/UE e 2013/34/UE, è volta ad incoraggiare una prospettiva di *long termism* nel governo delle società per azioni di grandi dimensioni. La direttiva infatti prende le mosse dalla convinzione che l'attivismo dei soci, compresi gli investitori istituzionali, sia fondamentale per far sì che la società si ponga obiettivi perseguibili nel lungo termine e che possa aiutare anche la sostenibilità dell'impresa e del mercato in generale<sup>527</sup>.

Anche in tema di remunerazione degli amministratori, prevedendo un coinvolgimento più intenso e diretto degli azionisti nella politica remunerativa, le istituzioni europee perseguono il fine di rimettere l'interesse degli amministratori in linea con quello sociale (cd. *agency problem*)<sup>528</sup>. Infatti, il *say on pay* previsto a favore dei soci sembra lo strumento per perseguire l'obiettivo di ridimensionare i compensi degli amministratori,

---

<sup>524</sup> Art. 3 *bis*.

<sup>525</sup> *Id.* art. 3 *quater*, "Gli Stati membri assicurano che gli intermediari agevolano l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, incluso il diritto di partecipazione e di voto alle assemblee generali, che comprendono almeno uno dei seguenti elementi: (i) l'intermediario prende le disposizioni necessarie per l'azionista o una terza persona nominati dall'azionista per poter esercitare i diritti e (ii) l'intermediario esercita i diritti derivanti dalle azioni dietro esplicita autorizzazione e istruzione dell'azionista e per il beneficio dell'azionista. ". Si veda anche PAOLO MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giurisprudenza commerciale* 685 / I, 2011, che mostra le informazioni da fornire agli azionisti prima della riunione.

<sup>526</sup> *Id.* art. 3 *ter*, che afferma: "Gli Stati membri assicurano che dopo l'assemblea generale l'azionista o un terzo nominato dall'azionista possa ottenere, almeno su richiesta" e prima di un termine da definire, "conferma che i suoi voti siano stati validamente registrati e contato dalla società, a meno che tali informazioni siano già disponibili per loro".

<sup>527</sup> Più in generale, sulla direzione della politica legislativa europea degli ultimi anni in materia di diritto societario, v. K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Law, August 2015 - Law Working Paper N° 296/2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2644156>.

<sup>528</sup> Vedi L.A. BEBCHUK, J. M., FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003, [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive\\_comp\\_Agency\\_%20Prob.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf).

cercando di allinearli con la performance dell'impresa e, soprattutto, con la sostenibilità della stessa nel lungo periodo<sup>529</sup>. Per perseguire le suddette finalità, la direttiva prevede l'obbligo in capo agli Stati membri di arricchire la disciplina in materia di società quotate, con la previsione di una manifestazione (anche non vincolante) di volontà dei soci, sulla politica remunerativa della società con cadenza almeno triennale; nonché una successiva pronuncia assembleare (sempre non vincolante) sulla relazione annuale dei compensi su base individuale, e, dunque, l'implementazione di questa *policy* (art. 9 *ter*). Intense forme di *disclosure* saranno applicate sia alla politica remunerativa, sia al report annuale sui compensi, tutto con il fine di garantire una corretta informazione per gli investitori ed il mercato.

Tuttavia, per quanto riguarda il dichiarato fine di ridurre i problemi di *agency*, anche se l'accrescimento delle prerogative riconosciute ai soci si orienta nella giusta direzione, la conferma della natura non vincolante della preventiva approvazione assembleare della politica remunerativa della società, non permetterebbe di raggiungere risultati incisivi in materia. Riguardo, poi, al tema della parametrizzazione sostenibile ed equa della retribuzione degli amministratori, anche nella prospettiva di un maggiore tutela degli *stakeholders*, la direttiva sembra dettare solo criteri che appaiono mere enunciazioni di principio, la cui corretta applicazione da parte degli amministratori sembra rimessa al giudizio della maggioranza degli azionisti<sup>530</sup>.

### **6.3. Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della SHRD II**

Come precedentemente accennato, la SHRD II solleva la questione del coinvolgimento degli investitori istituzionali nelle dinamiche aziendali. L'argomento, come già sottolineato da numerosi studiosi e professionisti<sup>531</sup>, è uno dei più importanti in tutto il campo del diritto societario, in quanto è fondamentale sia nel modello dell'UE, dove, soprattutto dopo la crisi finanziaria, sta progressivamente diventando uno dei pilastri dell'intera disciplina. Nella direttiva il coinvolgimento degli investitori istituzionali è espressamente considerato in grado di garantire (i) un reale equilibrio tra tutti gli interessi

---

<sup>529</sup> Vedi AA.VV., *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA, R. LENER, A.G.E., 2, 2014; M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 702 ss.

<sup>530</sup> CHIARA GARILLI, *Il coinvolgimento dei soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, numero 1/2016.

<sup>531</sup> CRAIG DOIDGE et al., *Collective Action and Governance Activism* (2017), [ssrn.com/abstract=2635662](https://ssrn.com/abstract=2635662); PETRANIX & JEAN JINGHAN CHEN, *The role of institutional investors in corporate governance: an empirical study*, 2011; PAOLO MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, *Rivista ODC* (2016), [rivistaodc.eu/edizioni/2016/1/saggi/investitori-istituzionali-e-amministratori-nelle-societ%C3%A0-quotate-problemi-e-proposte/](http://rivistaodc.eu/edizioni/2016/1/saggi/investitori-istituzionali-e-amministratori-nelle-societ%C3%A0-quotate-problemi-e-proposte/).

aziendali; (ii) una corretta attuazione dei meccanismi di governo societario in cui è necessaria una partecipazione attiva di azionisti "pesanti", lontana dalla loro attuale e tradizionale "apatia"<sup>532</sup>; e (iii) l'adozione di una strategia di investimento a lungo termine (e quindi "più sicura" o "meno rischiosa" in base al punto di vista)<sup>533</sup>.

In primo luogo, la direttiva ha svolto un'opera di sensibilizzazione in merito alla politica trasparente che deve essere attuata dagli investitori istituzionali.

Come sottolineato dal considerando 16, una divulgazione pubblica di alcune informazioni sulle strategie di investimento degli investitori istituzionali potrebbe avere "un impatto positivo sulla consapevolezza degli investitori, consentire ai beneficiari finali quali i futuri pensionati di ottimizzare le decisioni di investimento, facilitare il dialogo tra le imprese e i loro azionisti, incoraggiare l'impegno degli azionisti e rafforzare la loro responsabilità nei confronti delle parti interessate e della società civile"<sup>534</sup>.

Per tale motivo, gli investitori istituzionali e i gestori patrimoniali sono tenuti a sviluppare e divulgare pubblicamente una politica di coinvolgimento degli azionisti che descrive: (i) come investitori istituzionali e gli *asset managers* integrano l'impegno degli azionisti nella strategia di investimento; (ii) le diverse attività di coinvolgimento e le modalità per condurre la divulgazione; (iii) come gestire i conflitti di interessi effettivi o potenziali, in particolare se gli investitori istituzionali (o gestori patrimoniali o le loro imprese affiliate) intrattengono rapporti commerciali significativi con la società partecipata; e (iv) in che modo sono stati esercitati i diritti di voto.

Ai sensi della direttiva, gli investitori possono decidere di non pubblicare tutti i voti espressi se il voto è considerato non significativo a causa dell'argomento del voto o della dimensione della partecipazione nella società, dato che spetta agli investitori stabilire i propri criteri per quanto riguarda non solo l'identificazione dei casi in cui i voti non sono significativi, in base all'argomento del voto o alle dimensioni dell'azienda nella società, ma anche la loro coerente applicazione<sup>535</sup>. Detto altrimenti, la struttura progettata dalla SHRD II su questo punto potrebbe essere debole quando consente agli investitori di

---

<sup>532</sup> Sull'impatto dei *proxy advisors* sulla riduzione dell'apatia razionale degli investitori professionali e sulla promozione del coinvolgimento degli azionisti incoraggiando la cosiddetta azione collettiva degli investitori istituzionali, vedi. GAIA BALP, *I consulenti in materia di voto*, 2017, pp. 95-97.

<sup>533</sup> Come sottolineato, " gli investitori istituzionali e gestori patrimoniali sono spesso importatori di società quotate nell'Unione e possono pertanto svolgere un ruolo importante nella governance societaria di tali società, ma anche più in generale in merito alla loro strategia ea lungo termine. prestazione. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che gli investitori istituzionali e i gestori patrimoniali spesso non interagiscono con le società in cui detengono azioni e le prove dimostrano che i mercati dei capitali spesso esercitano pressioni sulle società a breve termine, il che può mettere a repentaglio il lungo le performance finanziarie e non finanziarie a termine delle società e possono, tra le altre conseguenze negative, portare a un livello subottimale di investimenti, ad esempio in ricerca e sviluppo, a scapito delle prestazioni a lungo termine di entrambe le società e gli investitori ". SHRD II, considerando 15.

<sup>534</sup> *Id.* considerando 16.

<sup>535</sup> *Id.*, considerando 17-18.

decidere in modo discrezionale il tipo di informazioni relative ai diritti di voto da pubblicare o meno. Inoltre, l'argomentazione costo / efficacia adottata dalla direttiva su questo tema<sup>536</sup> non sembra essere del tutto convincente rispetto a una disposizione su misura che sembra realizzare, a prima vista, solo un incentivo per gli investitori istituzionali, che troveranno nel quadro normativo dell'UE i settori appropriati di azioni e libertà<sup>537</sup>.

Pertanto, alla luce di quanto sopra, si può osservare che la trasparenza della politica di coinvolgimento degli investitori istituzionali e lo scambio di informazioni tra azionisti, società, investitori istituzionali e gestori patrimoniali sono gli elementi chiave della SHRD II. Su questo tema, gli Stati membri sono tenuti a garantire tali adeguati flussi di informazioni, fatta salva la libertà di alcuni investitori, che possono decidere di non rivelare nulla, ma devono spiegare le ragioni di questa scelta<sup>538</sup>.

Un altro elemento da sottolineare è l'adeguatezza della divulgazione del contenuto delle politiche, che devono aver tenuto conto di una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e l'uso dei servizi di *proxy advisor*<sup>539</sup>.

Tuttavia, la SHRD II presta anche attenzione al caso specifico in cui un gestore attivo investe per conto di un investitore istituzionale su base discrezionale per ciascun cliente o tramite un organismo di investimento collettivo. In questo caso, è espressamente richiesto di divulgare alcune informazioni specifiche sull'accordo con il gestore patrimoniale, come ad esempio: (i) in che modo l'accordo con il gestore patrimoniale gli fornisca incentivi per allineare la sua strategia di investimento e le sue decisioni con il profilo e durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare quelle a lungo termine; (ii) come il presente accordo costituisca un incentivo per il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento sulla base di valutazioni delle performance finanziarie e non finanziarie a lungo termine e a medio termine della società partecipata e di impegnarsi con le società partecipate al fine di migliorare il proprio mezzo e risultati a lungo termine; (iii) il metodo e l'orizzonte temporale per la valutazione delle performance dei gestori patrimoniali e la remunerazione dei loro servizi sono in linea con il profilo e la durata delle passività degli

---

<sup>536</sup> *Id.* Considerando 18: "Al fine di ridurre l'eventuale onere amministrativo, gli investitori dovrebbero poter decidere di non pubblicare tutte le votazioni se il voto è considerato non significativo a causa dell'oggetto del voto o della dimensione dell'azienda in Tali voti insignificanti possono includere voti espressi su questioni puramente procedurali o voti espressi in società in cui l'investitore detiene una partecipazione molto minore rispetto alle partecipazioni dell'investitore in altre società partecipate. Gli investitori dovrebbero stabilire i propri criteri in merito ai quali i voti sono insignificanti in base all'oggetto del voto o alle dimensioni dell'azienda nella società e applicarli coerentemente."

<sup>537</sup> MARIA LUCIA PASSADOR e FEDERICO RIGANTI, *Shareholders' Rights in Agency Conflicts: selected issues in the transatlantic debate*, in *Delaware Journal of corporate law*, vol. 42, 2018, copia elettronica su <https://ssrn.com/abstract=3096679>.

<sup>538</sup> *Id.*, considerando 17.

<sup>539</sup> *Id.*, art. 3 *quinquies*.

investitori istituzionali, in particolare con i risultati a lungo termine; (iv) come l'investitore istituzionale controlla i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore patrimoniale e l'obiettivo relativo al livello (o intervallo) di rotazione del portafoglio; e (v) la durata dell'accordo con il gestore patrimoniale<sup>540</sup> Tale approccio riconosce definitivamente il ruolo svolto dagli investitori istituzionali e conferma - se non addirittura va oltre - i principi stabiliti in alcuni codici di *corporate governance*.

L'impegno degli azionisti è, pertanto, il punto focale della revisione SHRD. Ciò è strumentale agli obiettivi della CMU, in particolare in termini di attrazione dei finanziamenti di borsa alle imprese europee, che sono eccessivamente dipendenti dai finanziamenti bancari. L'obiettivo è quello di facilitare l'impegno degli azionisti e di rendere gli investitori più disposti a diventare azionisti, considerando anche che gli azionisti impegnati possono esercitare un effettivo controllo sulla gestione del loro investimento. Questo ragionamento è solo leggermente complicato dalla proprietà istituzionale, che controlla la maggior parte degli investimenti azionari in Europa come negli Stati Uniti<sup>541</sup>. Poiché i gestori patrimoniali istituzionali investono denaro di altre persone, dovrebbero favorire l'interesse dei loro clienti nel coinvolgere le società di portafoglio.

### **6.3.1. Segue: impatto sull'Hedge fund activism**

L'attivismo degli hedge fund è un importante meccanismo di feedback nella *corporate governance*<sup>542</sup> Tuttavia, la verifica di tale efficienza dipende sempre dal contesto di riferimento. Molte aziende beneficiano della correzione apportata alla loro sottoperformance dall'intervento hedge funds attivisti, in particolare in presenza di espropriazione da parte degli investitori o abuso di denaro contante. Per le altre società, tuttavia, la sottoperformance è temporanea e il cambio di strategia promosso dagli hedge fund può distruggere il valore. Non conoscendo il giusto periodo di tempo in cui valutare le prestazioni aziendali, se la direzione sbaglia a lungo termine o gli hedge fund errano nel breve termine è difficile individuare il preciso periodo in cui si verifica il conflitto.

Il termine "giusto" per misurare il profitto dipende dalla strategia "giusta" per massimizzarlo, ma entrambi sono difficili da identificare. I mercati azionari sono

---

<sup>540</sup> *Id.*, art. 3 *sexies*.

<sup>541</sup> ISAKSSON e CELIK (n. 27), 28, segnalano che gli investitori istituzionali possiedono circa la metà dei titoli azionari quotati nei paesi OCSE.

<sup>542</sup> Vedi A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge: Harvard University Press, 1970) e PACCES (n. 16), 207-211, *discussing hedge fund activism within Hirschman's framework*.

un'impressionante fonte di informazioni, ma sotto questo aspetto sono imperfetti<sup>543</sup>. Dal momento che reagiscono in modo eccessivo a notizie relative a rischi di svalutazione e sono soggetti a bolle di attività<sup>544</sup>, i prezzi di borsa possono temporaneamente non riuscire a incorporare il valore delle opportunità di profitto future. Quando ciò si verifica, non è possibile la costruzione di un mercato dei capitali efficienti (ECMH)<sup>545</sup>. Pertanto, potrebbe esserci un conflitto tra il perseguimento di risultati a breve termine, che sono immediatamente considerati nei prezzi di mercato, e progetti a lungo termine, i cui risultati attesi sono sottopesati o addirittura trascurati dai prezzi delle azioni<sup>546</sup>. A quel punto, il breve termine diventa un problema per la *corporate governance* nella misura in cui influisce sulle scelte manageriali<sup>547</sup>. Dato che il modello di business dell'hedge fund, comprando azioni sottovalutate e rivendendole dopo un impegno di successo, si basa sui prezzi del mercato azionario, la pressione degli hedge funds attivisti potrebbe trasformare il breve termine del mercato azionario in un breve termine di scelta manageriale.

L'attivismo degli hedge fund può quindi essere interpretato come un conflitto di imprenditorialità. Le opinioni contrastanti dell'attivista e della direzione relative all'orizzonte temporale in cui l'impresa dovrebbe essere redditizia, sono imprenditoriali nella misura in cui riflettono una mancanza dei prezzi delle azioni, piuttosto che un opportunismo manageriale. A parte i casi di frode palese, l'opportunismo manageriale non è affatto chiaro. Al contrario, il prezzo delle azioni non può mai spiegare completamente il futuro perché è incerto. Nel trattare con l'incertezza, le opinioni dei diversi imprenditori in genere differiscono. Secondo due importanti studi in materia, condotti rispettivamente da Frank Knight e John Maynard Keynes, i mercati finanziari sono un modo speciale per affrontare l'incertezza, incorporando tutte le informazioni disponibili in una valutazione probabilistica del rischio<sup>548</sup>. Poiché nessuno può prevedere come saranno in un futuro lontano, chiamiamolo "lungo termine", le informazioni sui processi di borsa, ci si

---

<sup>543</sup> Vedi R.J. GILSON e R.H. KRAAKMAN, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs* (2014) *Virginia Law Review* 100, p. 313.

<sup>544</sup> Vedi A. SHELEIFER e W. VISHNY, *The limits of arbitrage* (1997), in *Journal of Finance* 52, p. 35; A. FUSTER et al., *Natural expectations, macroeconomic dynamics, and asset pricing* (2011), in *NBER Macroeconomics Annual* 26; e P. BOLTON et al., *Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets* (2006), in *Review of Economic Studies* 73, p. 577.

<sup>545</sup> L'ECMH è basato sull'arbitrato. Un principio fondamentale dell'economia è che gli arbitri non rinunciano a un'opportunità di profitto finché possono afferrarla. Quando non possono, perché ad esempio sono vincolati al capitale o c'è incertezza, il prezzo può deviare dai fondamentali. Finché questa situazione non sarà corretta, il mercato potrebbe sopravvalutare le strategie a breve termine e sottovalutare le strategie a lungo termine. Anche se questa differenza verrà arbitrata, alla fine, il valore a lungo termine potrebbe essere distrutto nel processo. Vedi A.M. PACCES, *The Future in Law and Finance* (L'Aia: Eleven International Publishing, 2013).

<sup>546</sup> A.G. HALDANE e R. DAVIES, *The short long, 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?* (Brussels, 2011).

<sup>547</sup> ROE (n.13).

<sup>548</sup> F.H. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit* (prima pubblicazione nel 1921, Kelley 1964), p. 233-263; J.M. KEYNES, *The general theory of employment* (1937) *Quarterly Journal of Economics* 51, p.209 e pp. 214-215.

concentra più su un orizzonte relativamente breve, in cui non può avvenire alcun cambiamento delle tendenze stabilite. La gran parte degli investitori prende le decisioni sotto lo stesso presupposto, che si riflette sui prezzi di mercato. Gli imprenditori, invece, affrontano un'autentica incertezza<sup>549</sup> che non può essere quantificata in modo diverso dal rischio. L'imprenditorialità si basa sulle aspettative a lungo termine, che incorporano tutte le informazioni disponibili sui mercati finanziari, ma include anche un'ipotesi sui futuri cambiamenti<sup>550</sup>. In questa prospettiva, gli attivisti di hedge fund e i loro oppositori sostengono due diverse strategie per "battere il mercato". La discussione sull'orizzonte giusto per valutare le prestazioni è in realtà un conflitto tra gli imprenditori che hanno opinioni diverse sui cambiamenti che si verificano e il loro impatto sulle prestazioni.

Riflettendo l'avversione dei legislatori nazionali verso il breve termine, il legislatore dell'UE ha deciso di promuovere un diverso tipo di impegno rispetto all'attivismo degli hedge fund. In particolare, seguendo l'esempio dello UK *Stewardship Code*<sup>551</sup> la revisione della SHRD supporta l'impegno degli investitori istituzionali sulla base di politiche a lungo termine. Inoltre, attraverso emendamenti del Parlamento europeo, il nuovo SHRD collega la definizione di impegno a lungo termine con il perseguimento degli obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG) identificati dai Principi di investimento responsabile supportati dall'ONU. Le politiche a lungo termine e la loro connotazione ESG potrebbero, in linea di principio, essere escluse dagli investitori istituzionali. Tuttavia, le possibilità per gli investitori istituzionali di profilarsi come a breve termine e anti ESG sono oggi solo teoriche. La riveduta SHRD include anche regole obbligatorie che frenano direttamente l'attivismo degli azionisti: si tratta delle regole sulla loro identificazione. Ogni Stato membro dovrà attuare l'identificazione obbligatoria degli azionisti ad eccezione delle poste sotto una soglia dello 0,5%, che può rimanere anonima se il legislatore nazionale decide in tal senso. Mentre una tale regola sembra facilitare la voce degli azionisti aumentando la trasparenza, mina il modello di business del principale attivatore di tale voce: gli hedge fund. Infatti, il modello di business degli hedge fund attivisti si basa sull'acquisto di azioni sottovalutate (un cosiddetto "toehold") mentre il mercato è ancora all'oscuro delle intenzioni dell'hedge fund. L'acquisto così attuato è il modo per gli hedge fund di ottenere una ricompensa per le proprie azioni. Gli investimenti più significativi degli hedge fund stanno selezionando il mercato per i potenziali obiettivi. Se l'identificazione del target fosse rivelata prima dell'impegno, gli hedge fund non

---

<sup>549</sup> KNIGHT (n.59), pp. 264-290.

<sup>550</sup> J.M. KEYNES, *The general theory of employment, interest and money* (prima pubblicazione nel 1936, *BN Publishing* 2008), p. 96-106.

<sup>551</sup> Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* (edizione 2, Settembre 2012).

sarebbero in grado di acquistare le azioni sottovalutate e trarre profitto dall'aumento del prezzo di un impegno (di successo), poiché tutti gli altri investitori si attendono l'impegno dell'hedge fund e cercheranno di attuare il *free-riding* su di esso. Il *free-riding* è un meccanismo che mina fundamentalmente l'attivismo degli hedge fund, poiché mina le acquisizioni (ostili) per ragioni comparabili<sup>552</sup>. La regolamentazione della divulgazione della proprietà e l'identificazione degli azionisti hanno l'effetto collaterale di implementare il *free-riding*.

La divulgazione della proprietà è volta a rivelare l'accumulo di quote significative in una società. Un'ampia partecipazione implica un'influenza sulla gestione della società quotata. Si tratta di informazioni importanti sia per il pubblico degli investitori, dal momento che la presenza e l'identità dei grandi azionisti influisce sulle decisioni di investimento, sia sulla gestione dell'azienda, affinché possano prepararsi a impegni potenzialmente ostili<sup>553</sup>. La direttiva è finalizzata a garantire trasparenza sulle maggioranze proprietarie da entrambe le parti dell'Atlantico. Le regole specifiche, tuttavia, differiscono tra gli Stati Uniti e l'UE. Negli Stati Uniti, la divulgazione della proprietà è una questione di regolamentazione federale. La divulgazione è innescata dall'attraversamento di una soglia di proprietà del 5%, dopo di che l'azionista ha 10 giorni per rivelare la propria partecipazione<sup>554</sup>. Grazie alla flessibilità di queste regole, gli Stati Uniti sono considerati uno degli ambienti legali più favorevoli all'attivismo dei fondi hedge. Sebbene la normativa UE imponga anche una soglia di proprietà del 5%, la finestra temporale per divulgarla è più breve (4 giorni) e, soprattutto, questi sono solo i requisiti minimi<sup>555</sup>. Gli stati membri dell'UE possono fissare soglie inferiori e archi temporali più brevi, come in effetti fanno molti stati. Ad esempio, la soglia è del 3% nel Regno Unito, in Italia e nei Paesi Bassi, mentre l'arco temporale è di 2 giorni nel Regno Unito e "senza indugio" nei Paesi Bassi.<sup>556</sup> Queste regole più severe rendono l'attivismo di hedge fund meno redditizio e quindi meno probabile che venga attuato.

La SHRD II non tratta direttamente della divulgazione della proprietà, ma si riferisce ad essa disciplinando l'identificazione degli azionisti. Quest'ultima ha uno scopo leggermente

---

<sup>552</sup> O. HART e S. GROSSMAN, *Take-Over Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation* (1980) *Bell Journal of Economics* 11, p. 42.

<sup>553</sup> La divulgazione della proprietà è stata introdotta nella legge federale degli Stati Uniti dal *Williams Act*, chiaramente con finalità *antimakeover*. MACEY (19), 122.

<sup>554</sup> Sez. 13 (d) del *Security Exchange Act* (17 CFR 240.13d-1).

<sup>555</sup> Art. 8 e art.12 della Direttiva 2004/109/CE, come emendata dalla Direttiva 2013/50/UE (Direttiva sulla trasparenza).

<sup>556</sup> Vedi in UK, *Financial Conduct Authority, Disclosure Guidance and Transparency Rules* (DTR), Chapter 5; in Italia, Art.120 d.lgs n. 58 del 24.2.1998, come emendato dal decreto legge n. 25 del 15.2.2016; nei Paesi Bassi, Art.5:33 *Wet op het financieel toezicht (Wft)*, come emendato dal *Wet corporate governance* del 15.11.2012.

diverso. Poiché oggi giorno le azioni sono detenute attraverso una catena di intermediari, le società potrebbero non sapere chi sono i loro azionisti a meno che non votino le loro azioni o attraversino la soglia del grande azionista. Ciò potrebbe compromettere la comunicazione tra l'azienda e i suoi azionisti, e tra questi ultimi. Poiché la nuova direttiva promuove un ampio coinvolgimento degli azionisti, può sembrare naturale impostare regole che rendano più facile per le società identificare i propri azionisti<sup>557</sup>. Tuttavia, mentre l'identificazione degli azionisti ha obiettivi diversi rispetto alla divulgazione della proprietà, ha lo stesso effetto raggelante sull'attivismo degli hedge fund. Inoltre, poiché la soglia di identificazione è inferiore a quella che definisce la proprietà estesa e potrebbe persino essere impostata vicino allo zero, l'identificazione dell'azionista ha un impatto potenzialmente più forte sull'attivismo degli hedge fund. Per essere sicuri, il legislatore dell'UE si è impegnato a fissare la soglia per l'identificazione, in maniera tale da non ledere il diritto alla privacy<sup>558</sup>. Di conseguenza, gli Stati membri dovranno stabilire un sistema di identificazione obbligatoria degli azionisti, sebbene possono esentare percentuali di diritti di voto non superiori allo 0,5%<sup>559</sup>.

Per valutare l'impatto dell'identificazione degli azionisti sull'attivismo degli hedge fund, si dovrà attendere l'attuazione della Direttiva da parte degli stati membri. Vale la pena notare, tuttavia, che sarebbe stato preferibile un approccio più favorevole all'identificazione degli azionisti. Diverse giurisdizioni europee hanno regole diverse sull'identificazione degli azionisti<sup>560</sup>. Negli Stati Uniti, gli azionisti possono persino rinunciare del tutto all'identificazione, come tipicamente fanno gli investitori istituzionali<sup>561</sup>. Le norme dell'UE avrebbero potuto limitarsi ad armonizzare la condivisione delle informazioni tra intermediari, che è il un vero ostacolo all'identificazione transfrontaliera e probabilmente mina la comunicazione tra gli azionisti. Più importante, ai fini della *corporate governance*, la legge dovrebbe consentire alle società e ai loro azionisti di rinunciare all'identificazione, se lo desiderano<sup>562</sup>.

---

<sup>557</sup> Considerando 4 e 7 della SHRD II.

<sup>558</sup> Relazione della commissione giuridica del Parlamento europeo sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36 / CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34 / UE per quanto riguarda taluni elementi della dichiarazione sul governo societario (Rapporto Cofferati, 12.5.2015).

<sup>559</sup> Art. 3 *bis*, SHRD II.

<sup>560</sup> Per esempio nei Paesi Bassi, l'identificazione degli azionisti (sotto la soglia dello 0.5%) può essere chiesta solo 60 giorni prima dell'assemblea generale. Art. 49 (b) (1) *Wet op het giral effectenverkeer* ("Giro Act").

<sup>561</sup> Gli investitori statunitensi hanno la possibilità di opporsi all'identificazione degli azionisti (*Objecting Beneficial Owners*, OBO). La SEC ha preso in considerazione la possibilità di modificare questo regime, ma ha abbandonato la proposta in considerazione dell'opposizione di investitori istituzionali. Vedi Consiglio degli investitori istituzionali, *La distinzione tra OBO e NOBO in proprietà benefica*, Libro bianco (febbraio 2010).

<sup>562</sup> Vedi ENRIQUES et al., (n.79), 740.

A questo punto si potrebbe obiettare che l'attivismo degli hedge fund è esattamente il tipo di attivismo che il legislatore europeo non vuole. In effetti, la nuova SHRD II incoraggia un diverso tipo di impegno da parte degli investitori istituzionali. Questi ultimi dovrebbero avere, e divulgare pubblicamente, una politica di coinvolgimento orientata verso il lungo termine e comprendente i fattori sociali, ambientali e di *governance* (ESG)<sup>563</sup>. Inoltre, gli investitori istituzionali dovrebbero rivelare l'attuazione della loro politica attraverso il voto, chiarendo fino a che punto il voto è basato su servizi di consulenza *proxy*<sup>564</sup>. Infine, gli schemi di incentivazione dei gestori patrimoniali dovrebbero essere comunicati anche al pubblico degli investitori e allineati con il lungo termine atteso dagli investitori istituzionali. Tutte queste disposizioni sono stabilite in base al principio *comply or explain*: gli investitori istituzionali possono discostarsene se spiegano perché la deviazione è giustificata. Tuttavia, per ragioni di reputazione, sarà difficile vedere gli investitori istituzionali che optano per il lungo termine e il perseguimento degli obiettivi ESG. Ciò suggerisce che gli investitori istituzionali potrebbero diventare meno favorevoli all'attivismo degli hedge fund nell'Unione europea.

#### **6.4. Il coinvolgimento degli azionisti nella determinazione della remunerazione dei direttori**

La nuova direttiva UE 2017/828 pone particolare attenzione alla questione relativa all'adeguato coinvolgimento degli azionisti nella determinazione della remunerazione dei direttori. L'argomento, che ha assunto particolare rilievo in seguito alla globale crisi finanziaria<sup>565</sup>, svolge un ruolo centrale nella prospettiva degli studiosi<sup>566</sup> ed è trattato sia nei considerando 28-41 che nell'articolo 9 bis della SHRD II, seguendo una linea argomentativa che sembra considerare il controllo della remunerazione dei dirigenti in termini di incentivi e costi di agenzia. Come sottolineato dalla stessa direttiva, la remunerazione è uno degli strumenti chiave a disposizione delle imprese per allineare i loro interessi a quelli dei loro amministratori e, in considerazione del ruolo cruciale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle imprese sia determinata in modo appropriato dagli organi competenti all'interno della società e che

---

<sup>563</sup> Art. 3 *septies* (a), SHRD II.

<sup>564</sup> Art.3 *septies* (b) SHRD II. Come negli Stati Uniti, l'obbligo per gli investitori istituzionali di rivelare le loro votazioni è un sussidio regolamentare ai consulenti per procura. Vedi ROCK (n° 34).

<sup>565</sup> Vedi LISA M. FAIRFAX, *Sue on Pay: Say on Pay's Impact on Directors' Fiduciary Duties*, 55 *Ariz. L. Review* 1, 3-4 (2013).

<sup>566</sup> Vedi STEVEN A. BANK, BRIAN R. CHEFFINS & HARWELL WELLS, *Executive Pay: What Worked?*, 42 in *Journal of Corporate Law* 59-107 (2016); ROBERTO BARONTINI, STEFANO BOZZI, GUIDO FERRARINI e MARIA CRISTINA UNGUREANU, *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe, in Boards and shareholders in European listed companies* 251 (Massimo Belcredi & Guido Ferrarini ed., 2013).

gli azionisti abbiano la possibilità di esprimere il loro punto di vista sulla politica di remunerazione. Considerando brevemente il contenuto del documento, è opportuno sottolineare che la struttura prevista dalla SHRD II mira a risolvere l'opposizione tra primato degli azionisti e primato degli amministratori<sup>567</sup> nel senso di dare ai primi uno specifico diritto di voce nel campo della remunerazione. In altre parole, sembra che la direttiva presti particolare attenzione soprattutto alla posizione degli azionisti, confermando il loro ruolo di controllo e sottolineando l'importanza del loro impegno in ogni aspetto della società. Al fine di creare un sistema veramente efficace, il nuovo articolo 9 *bis* prevede che l'approvazione della politica di remunerazione degli amministratori sia presentata almeno ogni quattro anni all'assemblea generale degli azionisti, i cui membri sono debitamente informati ai sensi dell'articolo 9 *quater* del regolamento SHRD II e saranno chiamati a esprimere le proprie opinioni con voto vincolante o almeno consultivo<sup>568</sup>, a seconda dei paesi in cui le previsioni sono state recepite. Anche se questa libertà di scelta lasciata agli Stati membri può apparire apprezzabile, potrebbe, senza dubbio, comportare delle conseguenze. Infatti, non solo avrebbe l'effetto di indebolire il processo di armonizzazione intrapreso a livello europeo, nonché il desiderato coinvolgimento degli azionisti sulle questioni rilevanti, ma anche, di conseguenza, quello di confermare il ruolo in qualche modo irrimediabilmente "subordinato" degli azionisti presso il Consiglio di amministrazione di società moderne, almeno per quanto riguarda l'argomento in discussione. Un'altra possibile debolezza sulla questione potrebbe essere rappresentata dall'esplicita disposizione in base alla quale gli Stati membri possono consentire alle società, in circostanze eccezionali, di derogare temporaneamente alla politica retributiva, a condizione che la politica includa le condizioni procedurali in base alle quali può essere applicata la deroga e specifichi gli elementi della politica da cui è possibile una deroga. Le circostanze eccezionali, come specificato dalla stessa SHRD II, riguardano solo situazioni in cui l'eccezione alla politica di remunerazione è necessaria per favorire gli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società nel suo insieme o per assicurarne la redditività<sup>569</sup>. Anche in questo caso si consentirebbe, però, un'applicazione discrezionale delle disposizioni che potrebbero comportare i problemi di cui sopra.

Circa il contenuto della politica di remunerazione, la Direttiva indica, in modo chiaro e comprensibile, alcuni elementi di base, e in particolare: (i) in che modo può contribuire

---

<sup>567</sup> Vedi FEDERICO RIGANTI, *La nuova Shareholders' Rights Directive: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili commentate* (2018).

<sup>568</sup> Vedi SHRD II, art. 9 *bis*.

<sup>569</sup> *Id.* art. 9 *bis*, par. 4.

all'attività strategica dell'azienda, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità; (ii) che le remunerazioni e le condizioni di lavoro dei dipendenti della società sono state prese in considerazione al momento di stabilire la politica di remunerazione; inoltre (iii) si deve indicare la durata dei contratti o accordi con gli amministratori e i periodi di preavviso applicabili; (iv) le caratteristiche principali dei regimi pensionistici complementari o di prepensionamento e (v) i termini della risoluzione e dei connessi pagamenti<sup>570</sup>.

Quindi, avendo riconosciuto che la questione degli obiettivi a breve termine era legata ai premi elevati che venivano contratti e pagati, nel preambolo della direttiva 2017/828 il legislatore stabilisce esplicitamente, per la prima volta, che la politica di remunerazione deve essere basata su interessi a lungo termine e sostenibilità della società e non dovrebbero essere collegati interamente o principalmente a obiettivi a breve termine. Oltre ai criteri di rendimento finanziario, perciò, la politica di remunerazione dovrebbe anche basarsi su criteri di prestazione non finanziaria, quali fattori ambientali, sociali e di *governance*. Inoltre prescrive la possibilità di introdurre e descrivere le diverse componenti del compenso degli amministratori attraverso la politica di remunerazione, nonché la gamma delle loro proporzioni relative, cioè la parte variabile che i direttori possono ottenere.

La trasparenza in termini di remunerazione complessiva degli amministratori, senza dubbio contribuisce notevolmente al governo societario di alto livello, ma allo stesso tempo influisce sulla competenza del consiglio di sorveglianza e limita le possibilità di bilanciare i compensi con i membri del consiglio di amministrazione.

Al fine di evitare l'elusione dei requisiti stabiliti dalla presente direttiva 2017/828 da parte della società, gli Stati membri sono tenuti a prevedere la divulgazione della remunerazione concessa o dovuta a singoli amministratori non solo dalla società stessa, ma anche da qualsiasi impresa appartenente allo stesso gruppo. In caso contrario, vi sarebbe il rischio che le società cerchino di fornire agli amministratori retribuzioni nascoste tramite un'impresa controllata. In tal caso, gli azionisti non avrebbero un quadro completo e affidabile della remunerazione concessa agli amministratori dalla società e gli obiettivi perseguiti dalla direttiva 2017/828 non sarebbero raggiunti.

La direttiva 2017/828 introduce due nuovi articoli: articolo 9 *bis*, rubricato “diritto di voto sulla politica di remunerazione” e l'articolo 9 *ter* “informazioni da fornire nella relazione sulla remunerazione e il diritto di voto sulla relazione sulla remunerazione”. Ai sensi delle citate disposizioni, gli azionisti avranno il diritto di esprimere il proprio parere sulla politica di remunerazione due volte: per la prima volta (*ex ante*) al momento del voto

---

<sup>570</sup> *Id.* art. 9 *ter*, par. 1 (a)-(c).

(vincolante o consultivo) sulla politica di remunerazione e per la seconda volta (*ex post*) al momento del voto sulla relazione sulla remunerazione relativa all'ultimo esercizio finanziario.

#### **6.4.1. Segue: l'impatto sulla disciplina del Say-on-Pay**

L'obiettivo principale della regolamentazione dei diritti di voto consiste nell'obbligo per la società di determinare la politica di remunerazione applicabile agli amministratori e di conferire agli azionisti il diritto di voto all'assemblea generale sulla politica di remunerazione in oggetto<sup>571</sup>.

Il voto di un azionista può avere carattere vincolante o consultivo<sup>572</sup>.

In ogni caso, l'obiettivo della direttiva 2017/828 è quello di prevedere che i compensi degli amministratori siano pagati dalle società esclusivamente in base alla politica di remunerazione adottata in assemblea, indipendentemente dal fatto che la decisione degli azionisti sia vincolante o consultiva.

A condizione che il voto dell'assemblea generale sulla politica retributiva sia vincolante per gli azionisti, laddove non sia stata approvata alcuna politica di remunerazione e l'assemblea generale non approvi la politica proposta, la società può continuare a versare un compenso ai suoi amministratori in conformità con le sue pratiche esistenti e presenterà una politica rivista per l'approvazione nella seguente assemblea generale.

Laddove esista una politica di remunerazione approvata e l'assemblea generale non approvi la nuova politica proposta, la società continuerà a corrispondere una remunerazione ai suoi amministratori in conformità con la politica approvata esistente e presenterà una politica rivista per l'approvazione alla seguente assemblea generale<sup>573</sup>.

La possibilità di una deroga temporanea alla politica di remunerazione da parte della società è stata fornita solo come una possibilità, non come obbligo, per lo Stato membro.

Tuttavia, la direttiva 2017/828 non prevede esplicitamente la possibilità di deroga solo sotto forma di riduzione della remunerazione. Come argomentazione a contrario è anche possibile aumentare temporaneamente le retribuzioni dei membri dell'amministrazione. Inoltre, il termine "deroga temporanea" apre lo spazio per un arbitrario processo decisionale nel momento in cui si applica la deroga alla politica adottata e si può facilmente presumere l'emergere di pratiche diverse all'interno dei singoli Stati membri.

---

<sup>571</sup> Art. 9 bis, par. 1, Direttiva 2017/828.

<sup>572</sup> Art. 9 bis, par. 2-3, Direttiva 2017/828.

<sup>573</sup> Art. 9 bis, par. 2, Direttiva 2017/828.

La politica di remunerazione deve essere sottoposta a votazione da parte dell'assemblea generale ad ogni cambiamento sostanziale e in ogni caso almeno ogni quattro anni<sup>574</sup>.

La politica di remunerazione deve spiegare il processo decisionale seguito per la sua determinazione, revisione e attuazione, comprese le misure per evitare o gestire i conflitti di interesse e, ove applicabile, il ruolo del comitato per la remunerazione o di altre commissioni interessate. Laddove la politica sia rivista, bisogna descrivere e spiegare tutti i cambiamenti significativi e in che modo si sia tenuto conto dei voti e dei pareri degli azionisti sulla politica e sulle relazioni dopo l'ultimo voto sulla politica di remunerazione da parte dell'assemblea generale degli azionisti.

Oltre a prevedere la trasparenza della procedura di voto, la direttiva 2017/828 prevede che la politica, insieme alla data e ai risultati del voto, sia resa pubblica senza indugio sul sito web della società e queste informazioni rimangano accessibili al pubblico, a titolo gratuito, almeno finché è applicabile<sup>575</sup>.

Quindi, oltre a garantire il diritto di voto degli azionisti della società, è della massima importanza anche controllare l'attuazione della politica di remunerazione. A tale riguardo, le società redigono una relazione sulla remunerazione chiara e comprensibile, contenente una panoramica completa della remunerazione, inclusi tutti i benefici in qualsiasi forma, assegnati o dovuti durante l'ultimo esercizio ai singoli amministratori, incluso a nuovi assunti ed ex direttori. L'obiettivo di un regolamento così ampio e dettagliato è quello di ridurre la possibilità di manipolazione nei rapporti sulla remunerazione<sup>576</sup>.

Secondo l'impostazione prediletta dalla nuova direttiva, il coinvolgimento dei soci nell'assemblea con potere di *voice* in tale materia, sarebbe coerente con il novero delle competenze attribuite all'organo proprietario nei sistemi di *corporate governance* di solito utilizzato nei diversi Stati membri. Tuttavia l'intervento assembleare dovrebbe configurarsi come una decisione vincolante, in modo da conferire ai soci un potere per lo meno condiviso con l'organo gestorio, che è incaricato di predisporre e curare le linee direttrici e la concreta attuazione delle remunerazioni<sup>577</sup>. Quindi, anche se non si può negare che il dissenso assembleare, pur privo di carattere vincolante, può essere utile per avviare un fruttuoso dialogo con gli amministratori, le statistiche non sembrano supportare una buona efficacia del *say on pay* meramente consultivo<sup>578</sup>.

---

<sup>574</sup> Art. 9 *bis*, par. 5, Direttiva 2017/828.

<sup>575</sup> Art. 9 *bis*, par. 7, Direttiva 2017/828.

<sup>576</sup> Art. 9 *ter*, par. 1, Direttiva 2017/828.

<sup>577</sup> Vedi M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, F. GUERRRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, Utet, 2014, 819 ss.

<sup>578</sup> Vedi M. J. CONYON, G.V. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the U.K.*, 2009. Tali conclusioni sembrerebbero supportate anche dagli ultimi dati consultabili in

La proposta della direttiva inizialmente avanzata dalla Commissione europea prevedeva la vincolatività del voto *ex ante* e la possibilità di rendere consultivo quello *ex post* relativo alla relazione annuale sui compensi<sup>579</sup>. A seguito dell'intervento del Consiglio e del Parlamento europeo, invece, appare destinata a prevalere la differente soluzione che considera il voto meramente consultivo. Dall'analisi dei lavori preparatori, quest'ultima determinazione sembrerebbe dipendere dalla constatata necessità di tener conto dei differenti modelli di amministrazione e controllo attualmente vigenti in Europa e dei conseguenti equilibri di potere tra i relativi organi sociali<sup>580</sup>. In questa prospettiva uno dei principali ostacoli alla previsione di un *say on pay* vincolante è costituito dai sistemi dualistici, rispetto ai quali esso finirebbe con il determinare uno sbilanciamento di potere a favore dell'assemblea, non in linea con le caratteristiche tipologiche del modello. Una simile criticità, tuttavia, avrebbe potuto essere agevolmente superata prevedendo soluzioni differenziate con riferimento ai differenti modelli di *governance* ed alle diverse esigenze ad essi sottese: più in particolare, coerente con il sistema dualistico è sicuramente la piena competenza assembleare in ordine alle remunerazioni dei consiglieri di sorveglianza, rispetto alle quali, peraltro, si sono posti problemi non dissimili da quelli che, nel sistema tradizionale, concernono il compenso degli amministratori esecutivi<sup>581</sup>. Al contrario, la determinazione della politica remunerativa dei consiglieri di gestione dovrebbe rimanere ad esclusivo appannaggio del consiglio di sorveglianza e del comitato sulle remunerazioni costituito al suo interno, potendo, al massimo, essere oggetto di parere non vincolante dell'assemblea<sup>582</sup>.

Concludendo, sembra che l'introduzione generalizzata del *say on pay* a carattere meramente consultivo, non potrebbe essere giustificata alla luce dell'esistenza di differenti modelli di *governance* societaria. Come anzi è risultato dagli emendamenti apportati dal Parlamento europeo alla proposta di direttiva, il testo dell'art. 9 a) presenterebbe alcuni difetti di coordinamento: infatti, i paragrafi relativi a stabilire la policy applicabile nell'ipotesi di deliberazione assembleare negativa, anche se letteralmente si riferiscono anche al voto meramente consultivo, assumono valore solo nel caso in cui il *say on pay* sia vincolante. È evidente che qualora il dissenso dei soci non intacchi la validità e

---

ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015) – Note e studi n. 10/2015*.

<sup>579</sup> Vedi S. BRUNO, F. BIANCONI, S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare* (nt. 23), 1297 ss.; ID. *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 9.

<sup>580</sup> Vedi Commissione, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 54.

<sup>581</sup> Vedi G.B. PORTALE, *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal «nobile officium» ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss.

<sup>582</sup> Vedi C. GARILLI, *Il consiglio di sorveglianza della società per azioni. Funzioni e competenze*, Torino, Giappichelli, 2012, 195 ss.

l'efficacia della decisione consiliare, non si ponga neppure un problema di *impasse* endo-societaria. Allo stesso modo sono stati sollevati dubbi sulla coerenza dell'ultimo paragrafo dello stesso articolo, dal momento che subordina la pubblicazione della politica remunerativa sul sito della società alla preventiva approvazione assembleare (paragrafo 4). Sembrerebbe, infatti, più coerente da questo punto di vista, il testo che era stato proposto dal Consiglio, alla stregua del quale la pubblicazione prescinde dal voto favorevole degli azionisti, posto che anche questo voto e il suo risultato sarebbero dovuti essere oggetto di pubblicazione sul sito della società<sup>583</sup>.

### **6.5. Le proposte di allineamento alla nuova disciplina europea nel Regno Unito**

Esaminando i possibili cambiamenti che la nuova Direttiva UE 2017/828 potrebbe comportare nell'ordinamento societario inglese, non si può fare a meno di accennare al particolare rapporto con le istituzioni europee, venutosi a creare nel peculiare contesto della Brexit. Tuttavia, si deve notare che, almeno nel breve periodo, essa non dovrebbe comportare cambiamenti significativi nel governo societario europeo. L'attuale quadro di governo societario nell'UE ha una forte influenza nel Regno Unito, con l'accento sulla regolamentazione della *governance* attraverso la trasparenza e la divulgazione, piuttosto che i requisiti prescrittivi. Anche in seguito all'influenza del Regno Unito, gli standard di *governance* in Europa sono in gran parte inquadrati attraverso codici nazionali (non esiste un codice di *governance* federale dell'UE), con un meccanismo di "conformità o spiegazione" della legge non vincolante. Questa influenza si riflette ulteriormente nel ruolo crescente degli investitori istituzionali in tutta Europa, in particolare attraverso lo sviluppo di codici di *stewardship* in molti mercati per incoraggiare pratiche di investimento responsabili e attive. L'amministrazione e l'impegno si stanno sviluppando in molti mercati e non vi è alcun motivo di anticipare un cambiamento immediato nella proprietà istituzionale delle imprese con sede nell'UE dopo la Brexit. Pertanto, la base di investitori istituzionali nelle società europee rimarrà una significativa voce di minoranza e fornitore di capitale di rischio. Altrettanto importante è l'ultimo round della principale legislazione comunitaria in materia di governo societario: la rivista direttiva sui diritti degli azionisti (SHRD II). Ciò favorisce anche le "impronte digitali" britanniche attraverso l'enfasi posta dalla direttiva sulla *governance* e la gestione degli investitori, il voto sulla remunerazione e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto. Mentre le future ondate di regolamentazione potrebbero portare la *governance* europea in diverse direzioni nel

---

<sup>583</sup> Vedi CHIARA GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori: prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Rivista ODC*, Anno IV, numero 1, 2016.

tempo, queste influenze del Regno Unito nelle pratiche di governo societario e nell'SHRD II dovrebbero rimanere forti, almeno per il prossimo futuro. La *governance* nel Regno Unito, però, a partire della Brexit, potrebbe avere un impatto meno diretto sulle politiche dell'Unione, date le profonde tradizioni del governo societario britannico. Tuttavia è degno di nota il fatto che il governo britannico stia esplorando attraverso il suo Libro verde in che modo la consapevolezza e l'influenza delle parti interessate possano essere meglio introdotte nel processo di governo societario. Ciò riflette una chiara influenza continentale e suggerisce il desiderio dei responsabili politici del Regno Unito di promuovere le prospettive a lungo termine da parte sia delle società sia degli investitori. È probabile che questa tendenza verso il lungo termine e l'inclusione degli *stakeholder* aumenti, e potrebbe dar luogo a una maggiore chiarificazione dietro l'intento legislativo della sezione 172 del *Companies Act*, in cui viene introdotto fra i doveri degli amministratori anche il fatto di dover tener conto delle preoccupazioni degli *shareholder*. Gli impatti a lungo termine della Brexit sono meno chiari, ma l'influenza del Regno Unito come centro del mercato dei capitali potrebbe essere messa in discussione dai mercati continentali, offrendo potenzialmente alle società quotate un modello di *governance* continentale diverso dagli standard stabiliti nei codici di *Corporate Governance* e nella gestione delle società del Regno Unito. Un tale modello potrebbe anche indebolire le protezioni degli azionisti di minoranza e porre meno enfasi sul ruolo degli investitori istituzionali nella *governance* e nella gestione aziendale. È da notare, però, che la Brexit presenta un potenziale *waypoint* nella traiettoria della *corporate governance* e dell'amministrazione in Europa continentale e nel Regno Unito. Fra i principali rischi vi è la potenziale erosione dei diritti e delle protezioni degli azionisti di minoranza a scapito dei proprietari di controllo e delle parti interessate. Ma oltre a questo rischio ci possono essere anche delle opportunità, la cui realizzazione positiva, richiede che le parti interessate nel contesto della *corporate governance* europea trovino un equilibrio sostenibile tra gli interessi degli azionisti, dei soggetti interessati e dei proprietari di controllo delle società europee. Un risultato che si traduce in un eccessivo pregiudizio verso una di queste parti a scapito di un'altra non è probabile che sia stabile e resista nel lungo periodo. È ambizioso cercare una visione del governo societario in cui i modelli di *Continental corporate governance* e il modello britannico possano coesistere in modo sostenibile, sostenendo gli interessi collettivi degli investitori di minoranza, gli azionisti di controllo e le parti interessate più ampie<sup>584</sup>.

---

<sup>584</sup> ICGN: INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, *Brexit: what are the governance implications for the EU and the UK?*, aprile 2017.

Attualmente due organismi di regolamentazione del Regno Unito stanno consultando le norme relative al coinvolgimento degli azionisti istituzionali e alla gestione delle loro società partecipate. Il documento di consultazione dell'autorità di condotta finanziaria (FCA)<sup>585</sup> riguarda le proposte norme del Regno Unito per attuare la direttiva riveduta dei diritti degli azionisti dell'UE (SHRD II)<sup>586</sup>. Il documento di consultazione del Consiglio di relazioni finanziarie (FRC)<sup>587</sup>, invece, presenta le sue proposte di revisione allo *Stewardship Code* del Regno Unito. Allo stesso tempo, FCA e FRC hanno pubblicato un documento di discussione comune<sup>588</sup> sulla gestione efficace. La proposta della FCA imporrebbe obblighi di divulgazione giuridicamente vincolanti per un sottogruppo di investitori in relazione agli obiettivi e alle attività di *stewardship*, mentre il Codice di *Stewardship* volontario rivisto della FRC fornisce un quadro di "buona amministrazione" inteso a stabilire standard più elevati, aumentando, quindi, il livello qualitativo delle società che lo firmano. La FRC attualmente mantiene un "Codice di *Stewardship*" volontario che ha 280 firmatari, i quali si sono impegnati ad aderire ai suoi principi. Le dichiarazioni dei firmatari del codice, relative al rispetto dei suoi principi nella *governance* sociale, sono pubblicamente classificate dalla FRC come di "Livello 1" o di "Livello 2". Quelli che non soddisfano i requisiti di Livello 2 vengono rimossi dall'elenco dei firmatari. Secondo le attuali regole FCA, i gestori patrimoniali autorizzati dal Regno Unito sono tenuti a comunicare se aderiscono a tale Codice e, in caso contrario, a motivare la mancata adesione. Anche se il Regno Unito è stato visto come il primo Stato a riconoscere l'importanza dell'impegno e dell'influenza degli investitori quando la FRC aveva originariamente pubblicato il suo Codice di *Stewardship* nel 2010, l'adeguatezza del regime è stata messa in discussione nella recente *Kingman Review* commissionata dal governo<sup>589</sup>. La proposta della FCA implementerebbe parti rilevanti della direttiva Ue 2017/828 nel diritto del Regno Unito. I gestori patrimoniali regolamentati dalla FCA (sia società del Regno Unito che di paesi terzi) e gli assicuratori sulla vita ("proprietari di attività") sarebbero soggetti alle regole relative alle azioni detenute da essi in società con una quotazione primaria o secondaria su un mercato SEE o un mercato comparabile al di fuori del SEE (che potrebbe includere borse valori statunitensi comparabili). Secondo le regole proposte:

- Circa la divulgazione e la segnalazione sulla politica di coinvolgimento e sul registro delle votazioni si prevede che sia i proprietari di beni che i gestori

---

<sup>585</sup> FCA CP19/7.

<sup>586</sup> Direttiva UE 2017/828.

<sup>587</sup> FRC: *Consulting on a revised Uk Stewardship Code*.

<sup>588</sup> FRC, FCA *Discussion Paper DP19/1*.

<sup>589</sup> *Independent Review of the Financial Reporting Council*, pubblicata il 18 dicembre 2018.

patrimoniali dovrebbero avere e divulgare, in base al principio "rispetta e spiega", una "politica di impegno" dettagliata che illustra come controlla le sue società partecipate su varie questioni, coinvolge ed esercita diritti di voto in relazione a tali società, collabora con altri azionisti, comunica con le parti interessate e gestisce i conflitti di interesse. Dovrebbero inoltre comunicare annualmente come hanno attuato questa politica di ingaggio, insieme ad alcune informazioni dettagliate sul voto per quanto riguarda voti insignificanti, ma che non saranno definiti. Le informazioni devono essere liberamente disponibili sul sito web della società, con un riferimento o collegamento da parte di un titolare di attività al reporting del gestore patrimoniale se tale gestore patrimoniale implementa la politica di coinvolgimento del proprietario.

- Rispetto all'inoltro del *reporting* da *Asset Manager* a *Asset Owner* si propone l'allineamento della strategia con le prestazioni *client* a lungo termine, la divulgazione di maggiori informazioni sul portafoglio e sulle decisioni di investimento. I gestori patrimoniali dovrebbero segnalare ai proprietari di beni in che modo la loro strategia e l'implementazione degli investimenti contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine del proprietario del bene, nonché un elenco di informazioni sui propri investimenti, compresa la composizione del portafoglio, il fatturato e il fatturato costo, utilizzo di consulenti in materia di proxy e politica sul prestito di titoli, nonché eventuali conflitti di interesse. Ci sarà anche l'obbligo di segnalare se e come le decisioni di investimento sono prese sulla valutazione della performance a medio-lungo termine, inclusa la performance non finanziaria delle società partecipate. Non è stato proposto di definire questi termini. L'FCA riconosce che alcune di queste informazioni potrebbero essere già fornite dai gestori di patrimoni agli investitori e, in tal caso, la proposta non richiederà alcuna modifica, poiché non è richiesta alcuna forma particolare di informazione da parte di tali proposte.
- Si propone anche la divulgazione pubblica aggiuntiva da parte dei proprietari di attività e conseguente allineamento della strategia con il profilo di responsabilità e prestazioni a lungo termine, nonché la supervisione dei gestori patrimoniali. I proprietari delle attività dovrebbero rendere pubblica la divulgazione del modo in cui i principali elementi della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività a lungo termine e contribuiscono alla performance delle loro attività a medio-lungo termine. Esse sarebbero inoltre obbligate a divulgare, in conformità o in base a spiegazioni, in che modo i loro

accordi con i gestori patrimoniali (compresi, se pertinenti, i loro investimenti in eventuali gestori patrimoniali) soddisfano un elenco dettagliato di criteri, incluso l'incentivazione corretta del gestore patrimoniale, la performance del gestore alla luce del profilo delle passività del proprietario del bene, il monitoraggio dei costi e del fatturato e la divulgazione della durata di tali accordi.

Infine, benché la nuova Direttiva europea sui diritti degli azionisti si rifaccia molto allo *UK Stewardship Code*, ci sono alcune differenze che richiedono la revisione di tale codice volontario per allinearlo con le recenti previsioni europee. Sul punto la FCA propone delle modifiche al suddetto Codice per ampliarlo e riorganizzarlo, cercando di stabilire nuove e maggiori aspettative di tutela, che sarebbero applicabili ai firmatari oltre a tutti gli obblighi imposti dalla legge ai sensi della Direttiva o in altro modo. Mentre in precedenza il Codice si concentrava sulla gestione degli investimenti nel capitale azionario quotato nel Regno Unito, ora si applicherebbe ai firmatari in relazione a tutti i loro investimenti in cui hanno diritti o sono in grado di esercitare influenza. I cambiamenti proposti sono:

- ampliamento della nozione di *Stewardship* e "Creazione di valore". La FRC sta consultando la proposta di ridefinizione del significato di amministrazione. La nuova definizione proposta è "l'allocazione responsabile e la gestione del capitale attraverso la comunità di investitori istituzionali per creare valore sostenibile per i beneficiari, l'economia e la società". Per la prima volta riconosce esplicitamente che l'allocazione, così come la gestione, del capitale è una parte dei doveri di amministrazione di un investitore. Stabilisce inoltre lo scopo della gestione come creazione di valore sostenibile non solo per i beneficiari degli investimenti (o società partecipate) ma anche per l'economia e la società, e per la prima volta richiede esplicitamente agli investitori di mostrare come tengono conto dei fattori ESG, compresi i cambiamenti climatici.
- Impostazione della policy e integrazione con i processi interni. I "Principi" del Codice revisionato sono vincolanti per i firmatari in base al principio *comply or explain* e comprendono l'impegno a stabilire e divulgare il loro scopo organizzativo e mostrare come la strategia, i valori e la cultura consentano loro di raggiungere gli obiettivi di gestione e come processi adottati (compresa la remunerazione) li supportano.
- Segnalazione e monitoraggio. I firmatari saranno tenuti a presentare una "Dichiarazione sulla politica e le pratiche" iniziale e alla fine di ogni anno

confermare tale dichiarazione. Ai firmatari sarà inoltre richiesto di presentare una "Relazione annuale sulle attività e sui risultati", che sarà resa pubblica, descrivendo la loro conformità con la loro dichiarazione, le loro attività e risultati di *stewardship* e un'autovalutazione. I firmatari non devono conformarsi a uno specifico formato di segnalazione e possono fare riferimento ad alcuni altri rapporti e informazioni laddove soddisfano i criteri di tali rapporti.

- Monitoraggio. Con un'adeguata rendicontazione rispetto al riveduto *Stewardship Code*, la FRC ritiene che sarà possibile per il lettore valutare in modo più accurato le credenziali di *stewardship* dei firmatari, e il suo obiettivo dichiarato è quello di creare un mercato in gestione attraverso questo meccanismo. La FRC non cerca di inserire il proprio giudizio sull'efficacia dell'amministrazione di un firmatario, ma continuerà a svolgere un ruolo nel valutare quanto i firmatari soddisfano gli obblighi di segnalazione. Può prendere in considerazione l'opportunità di evidenziare i firmatari che riferiscono in modo particolarmente positivo o negativo e di pubblicare revisioni tematiche sui rapporti rispetto a particolari principi o disposizioni.

Non vi è incertezza sulla possibilità di applicare una serie di proposte. Un *Brexit no-deal* può significare la fine dell'attuazione della direttiva da parte della FCA e la continua esistenza della stessa FRC è minacciata in seguito alla revisione di Kingman. Tuttavia, queste proposte segnalano che l'attenzione dei legislatori e dei regolatori sul governo societario e sulla supervisione dei gestori patrimoniali rimane ancora viva, e queste proposte riflettono il punto di vista che, almeno quando investono per conto di altri, gli investitori hanno responsabilità più ampie che cercare il rendimento<sup>590</sup>.

## **6.6. I principali cambiamenti nell'ordinamento italiano**

Il 10 giugno 2019 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 134 il d.lgs 49/2019, che reca le disposizioni attuative della nuova direttiva 2017/828/UE, in materia di incoraggiamento dell'impiego a lungo termine degli azionisti.

Il nuovo decreto, composto da 8 articoli, introduce importanti modifiche all'interno del nostro ordinamento, incidendo non solo sulla disciplina del codice civile, ma anche su quella del d.lgs 58/1998 (Testo Unico Finanziario), sul regime pensionistico

---

<sup>590</sup> JOANNA VALENTINE, JOSHUA APFELROTH e RICHARD M. BRAND, *Uk: Shareholder Engagement With UK Companies- Proposed Changes To The Stewardship Framework*, in *Cadwalader, Wickersham & Taft LLP*, 20 marzo 2019.

complementare, di cui al d.lgs 252/2005 e sul Codice delle Assicurazioni private (d.lgs 209/2005).

Per quel che interessa in questa sede, le modifiche più rilevanti sono quelle apportate dagli art. 1 e 2 del suddetto decreto attuativo della nuova SHRD II, concernenti rispettivamente le disposizioni attuative della Consob relative alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis* c.c) e in materia di relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti (art. 123-*ter*).

Le modifiche introdotte all'art. 2391 bis cc<sup>591</sup> sono finalizzate ad attuare l'art. 9 *quater* della Direttiva, in un'ottica di conservazione degli strumenti di tutela già previsti nel nostro diritto nazionale. Con più precisione, si modifica formalmente il secondo comma del suddetto articolo, specificando che, oltre ai principi generali indicati dalla Consob, alle operazioni con parti correlate si applicano anche le regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale, attuate dagli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio (art. 1, lett. a)). Inoltre si introduce il terzo comma finalizzato a specificare i contenuti che la regolamentazione secondaria della Consob deve prendere, nel caso in cui non l'avesse già fatto, per attuare la Direttiva. Nel dettaglio ora la Consob deve almeno individuare:

- le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate, tenendo in considerazione gli indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. I criteri di rilevanza che la Consob può individuare, considerano anche la natura dell'operazione e la tipologia della parte correlata;
- le regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, nonché i casi di esenzione dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole;
- i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'art. 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero le misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società

---

<sup>591</sup> Il nuovo articolo 2391-bis del codice civile, in materia di operazioni con parti correlate, prevede che gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione. I principi e le regole previste dal primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.

che consentono ai suddetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione.

Circa gli effetti della suddetta astensione degli amministratori sul *quorum* costitutivo per le delibere dell'organo amministrativo, si continuerà a tenere conto dei principi enucleati nella relazione alle norme in vigore, che prevedono l'obbligo di astensione per gli amministratori portatori di un interesse in conflitto per conto proprio o di terzi<sup>592</sup>.

L'articolo 2 predispose le modifiche da apportare alla Parte III, Titolo II *bis*, Capo IV, del Testo Unico della Finanza (TUF). Nello specifico viene inserita la lettera g *bis* all'art. 83 *novies*, comma 1, al fine di imporre espressamente a carico degli intermediari gli obblighi di trasmissione delle informazioni. L'introduzione, poi, dell'art. 83 *novies*.1, dopo l'art. 83 *novies* risponde all'esigenza di rafforzare la trasparenza sui costi dei servizi resi dagli intermediari, recependo l'art. 3 della Direttiva in tema di non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi. Infatti l'art. 3 *bis* della Direttiva configura il diritto degli emittenti a identificare in ogni momento gli azionisti proprio al fine di fornire, mediante la comunicazione tra emittente e soci, l'esercizio dei diritti e l'impegno di questi ultimi nei confronti della società (cd. *engagement*). Il legislatore europeo, allo stesso tempo, consente agli Stati Membri di limitare l'identificazione degli azionisti titolari di una partecipazione al capitale minima, definita in misura non superiore allo 0.5%. Il legislatore italiano prevedeva già la possibilità di identificare gli azionisti (art. 83 *duodecies* TUF), ma questa era una mera facoltà da inserire nello statuto sociale ed era prevista anche la possibilità per il socio di negare il proprio consenso. Il nuovo decreto legislativo del 2019 apporta numerose modifiche all'art. 83 *duodecies* Tuf: innanzitutto: il novellato comma 1 limita l'identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione superiore allo 0,5 % del capitale sociale con diritto di voto; dunque, al di sotto di tale soglia, neppure nel nostro ordinamento esiste in capo agli emittenti il diritto di identificare i propri azionisti. Viene poi abrogato il comma 2 dell'articolo in esame, che poneva il termine di dieci giorni di mercato aperto dal giorno della richiesta per l'adempimento degli obblighi di identificazione degli azionisti. Recependo l'art. 3 *bis*, paragrafo 6 della Direttiva SHRD, il nuovo comma 2 *bis* dell'art. 83 *duodecies* prevede che gli intermediari e i depositari centrali siano legittimati ad adempiere alle richieste dei dati identificativi degli azionisti formulate da emittenti aventi la sede legale in un altro Stato Membro dell'Unione, con azioni ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati italiani o di altri Stati Membri. Si mantiene l'obbligo per la società di rendere nota al mercato l'attivazione di una procedura di

---

<sup>592</sup> Cfr. art. 53, comma 4, Testo Unico Bancario.

identificazione, tramite un comunicato stampa, oltre quello di aggiornare il libro di soci in base ai dati ricevuti, nonché il diritto per una minoranza qualificata di azionisti (che ai sensi del novellato comma 3 dell'art. 83 *duodecies* è composta da tanti soci che rappresentano almeno la metà della quota minima di partecipazione stabilita dalla Consob) di richiedere alla società di effettuare l'identificazione dei soci. Viene affidato alla Consob, fra l'altro, il compito di definire con regolamentazione secondaria le modalità e i termini per la conservazione e il trattamento dei dati acquisiti ai sensi dell'art. 83 *duodecies* (nuovo comma 4 *bis* dell'articolo stesso).

Con le modifiche apportate al comma 5 le società con azioni ammesse alla negoziazione, mantengono la possibilità di prevedere in via statutaria l'applicazione della disciplina di identificazione degli azionisti di cui l'art. 83 *duodecies* del Tuf, secondo le nuove modalità introdotte. Questo articolo non si applica alle società cooperative.

L'articolo 3 del decreto legislativo 49/2019 prevede le modifiche alla Parte IV, Titolo III, Capo II del Tuf. L'articolo 3, comma 1, nello specifico, reca attuazione della Direttiva in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo (art. 9 *bis* e 9 *ter*). Infatti, l'art. 9 *bis* introduce il diritto dei soci di esprimere il loro voto sulla politica di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo, individuando anche i contenuti e le finalità. Il successivo art. 9 *ter*, inoltre, dispone che le società quotate predispongano e sottopongano al voto costitutivo dei soci una relazione sui compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento contenente la dettagliata illustrazione dei compensi ricevuti nell'esercizio in questione, in qualsiasi forma e a qualsiasi titolo dalla società quotata o da società del gruppo. L'art. 3, comma 2 recepisce queste nuove norme relative alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei gestori in materia di voto (*proxy advisor*). Sulla base di ciò, notevoli modifiche sono state introdotte all'articolo 123 *ter* Tuf, che ora è rubricato "Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti". In particolare il nuovo decreto non solo estende l'obbligo di descrivere la politica di remunerazione anche per i componenti degli organi di controllo e specifica che essa contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo, ma introduce anche il voto vincolante sulla politica di remunerazione che deve essere sottoposta all'assemblea almeno ogni tre anni e in occasione di ogni modifica della stessa. Inoltre si introduce il voto consultivo sulla

relazione sui compensi corrisposti e mantiene gli obblighi informativi sui compensi corrisposti anche da società collegate.

Si aggiunga che il decreto introduce l'obbligo per il soggetto incaricato della revisione legale del bilancio di verificare le informazioni da includere nella seconda sezione della relazione, la quale illustra le voci che compongono la remunerazione di ciascun componente degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche e che illustra, analiticamente, i compensi corrisposti, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società quotata e da società controllate o collegate.

Le suddette disposizioni si applicano alle relazioni sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti da pubblicare in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2019.

Inoltre l'art. 3 comma 2 del d.lgs 49/2019, oltre che inserire nella disciplina degli emittenti con azioni quotate contenuta nel Tuf gli articoli 3 octies e 3 decies della direttiva, introduce nello stesso Testo Unico la nuova sezione *I ter* (art. 124 *quater*- 124 *octies*), al fine di dare attuazione alle norme relative alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto. In base alle nuove disposizioni, contenute nell'art. 124 *quater*, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono tenuti ad adottare e a comunicare annualmente, sulla base del principio *comply or explain*, la politica di impegno che descrive le modalità con le quali monitorano le società partecipate e dialogano con esse. I consulenti in materia di voto devono pubblicare annualmente una relazione il cui contenuto minimo comprende la portata e la natura del dialogo, se del caso intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche e raccomandazioni, l'eventuale adesione a un codice di comportamento ovvero le ragioni della mancata adesione. Su tali soggetti la Consob può esercitare i poteri previsti dagli artt. 114 commi 5 e 6 Tuf (potere di richiedere notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico) e 115 comma 1, lett. *a*), *b*), e *c*) (potere di chiedere la comunicazione di notizie e documenti, di assumere notizie, di eseguire ispezioni). Le disposizioni si applicano decorso un anno dall'entrata in vigore del decreto, vale a dire dal 10 giugno 2019.

Le nuove disposizioni in tema di investitori istituzionali, gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto sono assistite da sanzioni amministrative pecuniarie (che vanno da duemilacinquecento euro a centocinquantamila euro) e non (artt. 193-bis.1, 194-*quater*-*c*-*sexies*194-*septies*-*e*-*quinquies*).

Anche le suddette disposizioni si applicheranno decorso un anno dall'entrata in vigore del decreto legislativo.

Infine lo schema dell'art. 127 *ter* del Tuf viene modificato anche al fine di migliorare le condizioni applicative per l'esercizio degli azionisti di presentare domanda prima dell'assemblea e di ottenere una risposta alle domande presentate, previsto dall'art. 9 della direttiva. La presentazione delle domande può ora avvenire fino a cinque giorni prima dell'assemblea e in questo caso essa fornisce risposta, al più tardi durante l'assemblea, o se l'avviso di convocazione prevede che la società fornisca risposta prima dell'assemblea, fino al termine della *record date*. In tal caso l'emittente deve fornire risposte almeno due giorni prima dell'adunanza dei soci sul suo sito web.

Ai sensi dell'art. 4 del decreto legislativo, che apporta modifiche alla Parte V, rubricata "Sanzioni", del Tuf per dare attuazione alle disposizioni della Direttiva che richiedono agli Stati Membri di stabilire misure e sanzioni "efficaci, proporzionate e dissuasive", "in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva", la violazione della disciplina sulla relazione sulla remunerazione è per la prima volta assistita da un apparato sanzionatorio. Il decreto infatti introduce, in capo alle società quotate per la violazione delle disposizioni previste all'art. 123-*ter*, una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a centocinquantamila e le sanzioni amministrative non pecuniarie previste dal comma 1 dell'articolo 192-*bis*.

Inoltre prevede una sanzione amministrativa da euro diecimila a centomila in capo al revisore che omette di verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione sulla remunerazione.

Le sanzioni sono applicate, secondo le rispettive competenze e procedure sanzionatorie, dalla Consob per le violazioni da parte dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, dall'IVASS<sup>593</sup> per le violazioni da parte delle imprese di assicurazione e dalla COVIP<sup>594</sup> per le violazioni da parte dei fondi pensione.

L'art. 5, poi, introduce modifiche al d.lgs 252/2005<sup>595</sup>, inserendo il nuovo articolo 6 *bis*, che reca la disciplina delle forme pensionistiche complementari, prevedendo l'osservanza delle disposizioni della Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione I *ter* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in tema di trasparenza degli investitori istituzionali da parte dei fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo di cui all'articolo 19, comma 1, e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4,

---

<sup>593</sup> Istituto sulla vigilanza per le assicurazioni.

<sup>594</sup> Commissione di vigilanza sui fondi pensione.

<sup>595</sup> Decreto legislativo in tema di previdenza complementare.

comma 1, e 12, ovvero tra quelli dell'articolo 20 aventi soggettività giuridica, attribuendo alla COVIP il potere di dettare disposizioni di attuazione in merito.

L'art. 6, invece, reca modifiche al d.lgs. 209/2005, il Codice delle Assicurazioni Private.

Ai fini del rilascio dell'autorizzazione per l'acquisto di partecipazioni qualificate in imprese di assicurazione, l'IVASS valuta la qualità del potenziale acquirente sulla base di una serie di criteri indicati nell'art. 68, comma 5, CAP, tra cui la reputazione del soggetto istante che comprende, ma non si esaurisce nel possesso dei requisiti di onorabilità di cui all'art. 77 CAP, dettagliati dal d.m. 11 novembre 2011, n. 220. L'introduzione della disciplina, in materia di remunerazione nel CAP, assicura anche un inquadramento sistematico delle disposizioni di dettaglio, già adottate dalle autorità in conformità con il quadro di riferimento europeo in materia, al fine di attuare il necessario allineamento con la normativa del settore bancario.

L'art. 7 del d.lgs 49/2019 stabilisce le disposizioni transitorie e finali e, in conclusione, l'art. 8 reca le disposizioni di invarianza finanziaria.

## CONCLUSIONI

A seguito dell'analisi condotta nel seguente lavoro di tesi possiamo affermare che il fenomeno dell'attivismo degli azionisti è andato sviluppandosi costantemente e con modalità diverse sia nel Regno Unito che in Italia.

La crisi finanziaria del 2008 ha segnato un punto decisivo per apportare numerosi cambiamenti nella *corporate governance* di molte società europee, in risposta alle nuove esigenze di mercato generate a seguito della suddetta crisi e degli scandali avvenuti in numerose aziende del nostro continente.

Sarebbe bene domandarsi, a questo punto, perché la strategia scelta, in risposta a questa situazione, sia stata proprio il cd. *shareholder activism*. La risposta, presumibilmente, può essere rintracciata nel fatto che esso genera dei sostanziali benefici netti, in alcune situazioni<sup>596</sup>. Norli *et al.*<sup>597</sup> sostengono che sia la liquidità delle azioni a facilitare l'attivismo e Kahn e Winton<sup>598</sup> ritengono che l'attivismo non si manifesterà se gli attivisti credono che le azioni della società siano sopravvalutate. L'attivismo è meno costoso di un tentativo di scalata, quindi si può supporre che esso sia utile per cambiamenti o miglioramenti operativi relativamente più limitati. Possiamo inoltre ipotizzare che gli investitori istituzionali si impegneranno come attivisti, invece di vendere le proprie azioni, quando i titoli azionari di una determinata società siano rilevanti al fine di replicare un indice di mercato. Inoltre anche le recenti regolamentazioni, che hanno facilitato la comunicazione tra gli azionisti durante le battaglie di deleghe, possono aiutare ad identificare le cause dello *shareholder activism*. A ciò si aggiunga che il successo degli hedge fund attivisti dovrebbe aver attratto maggiori capitali da investire, diminuendo il guadagno marginale dell'attivismo, ma si potrebbe anche ritenere che le società potenzialmente oggetto di *shareholder activism* abbiano adottato pratiche di management per limitare i guadagni degli attivisti e, di conseguenza, la loro esposizione alla minaccia attivista. Tuttavia, anche se il fenomeno in esame viene generalmente visto negativamente, è bene notare che le nuove direttive europee e la recente legislazione inglese ed italiana, al contrario, incoraggiano l'impegno a lungo termine degli azionisti,

---

<sup>596</sup> Ganchev (2013) ha costruito un modello per formalizzare lo *shareholder activism*, con il quale si riesce a definire il trade-off dato da costi e benefici dell'intervento attivista di un hedge fund. L'autore rileva che il costo medio di una campagna attivista è di \$10.71 milioni e che, mentre il ritorno medio degli attivisti si avvicina allo zero, quelli nel primo quartile hanno un ritorno medio del 22,4% da ogni campagna. GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model*, in *J. Financ. Econ.* 107, 610–631, 2013.

<sup>597</sup> NORLI *et al.*, *Liquidity and Shareholder Activism*, Norwegian Business School, Working Paper No. 1/2014 Aprile 2014

<sup>598</sup> KHAN e WINTON, *Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention*, in *Journal of Finance*, 1998, vol. 53, 99-129.

proprio nell'ottica di idee che il coinvolgimento di questi soggetti nella vita societaria possa portare notevoli vantaggi in termini di gestione e controllo.

Nella consapevolezza dei diritti di cui godono gli azionisti all'interno della società e, in particolare, dell'importanza di garantire loro, l'esercizio del voto in modo da poter partecipare consapevolmente alle assemblee e far sentire la propria voce nel medesimo contesto, i recenti istituti del voto tramite proxy e dell'informativa preassembleare, mirano proprio a tutelare e a facilitare l'espletamento del suddetto diritto. Così come l'istituto del *Say on Pay* è finalizzato a tutelare gli azionisti dagli abusi dei gruppi di controllo (amministratori di maggioranza o *manager*), che, approfittandosi della loro posizione all'interno della società, potrebbero attribuirsi compensi maggiori di quelli che spetterebbero loro sulla base della relativa delibera assembleare. Sempre nell'ottica che il coinvolgimento degli azionisti, se ben regolato e tutelato dalle leggi nazionali e dagli statuti sociali, possa essere lo strumento per garantire un buon governo societario, è stata implementata, non solo a livello europeo, ma anche dalla legislazione interna dei Paesi Membri, la partecipazione dei dipendenti aziendali nella gestione della società datore di lavoro. L'obiettivo è quello di rendere anche i dipendenti coinvolti nella gestione dell'azienda, al fine di garantire che i loro interessi vengano presi in considerazione nelle politiche aziendali. Infatti la logica alla base di tali scelte è che, facendo in modo che gli stessi dipendenti si sentano parte integrante della politica della società in cui lavorano, essi adempiranno ai loro compiti in maniera più scrupolosa, motivati dalla certezza che la società agisce anche nel loro interesse.

Il concetto di fondo non è dissimile da quello che ha spinto i legislatori ad attuare diverse modalità di tutela per gli azionisti di minoranza, che spesso non si sentono parte dell'organigramma societario, a causa degli abusi subiti dagli amministratori di maggioranza e dai manager che spesso agiscono nel proprio interesse e non in quello della società che rappresentano.

Nel corso degli anni i legislatori europei hanno messo in atto diverse strategie regolatorie con lo scopo di mettere fine a tale situazione. Le difficoltà riscontrate non sono state poche, anche alla luce dell'opposizione dimostrata da molti paesi europei che già avevano delle loro leggi nazionali e linee guida volte ad orientare il comportamento degli attori sociali al perseguimento del buon governo societario.

Il presupposto alla base della recente disciplina è proprio quello di considerare l'attivismo (o una forma di esso) portatore di benessere nel mondo finanziario, creando valore per l'impresa e i suoi azionisti. Si tratta certamente di un fenomeno eterogeneo e complesso: alla principale distinzione fra attivismo *low-cost* e *high-cost*, con tipologie di investitori

che preferiscono la prima forma e altre che invece scelgono la seconda, si aggiunge un ulteriore elemento di complessità rappresentato dal fatto che, solitamente, si ha notizia dell'attivismo pubblico, mentre tutte le manifestazioni private vengono tenute nascoste agli investitori e al mercato. È bene allora ricordare che a costi del monitoraggio differenti corrispondono diverse strategie attiviste, e che il rendimento dell'attivismo è sempre proporzionale al suo costo. Nel corso del presente lavoro è stato evidenziato come l'attivismo *low-cost* non porti ad una creazione di valore vera e propria per la società.

Al contrario, tale risultato, è riscontrabile nell'attivismo degli hedge funds che acquistano partecipazioni rilevanti nelle società bersaglio e frequentemente si impegnano in lotte contro il management arrivando ad ottenere benefici sia per l'impresa *target* sia per il fondo stesso. Le iniziative ostili, solitamente predilette dagli hedge funds, sono quelle che presentano i costi maggiori, ma che grazie alla relazione costo-rendimento, generano un valore maggiore di ricchezza, portando ad una reazione più incisiva sui prezzi delle azioni *target*. Va inoltre ricordato, come la *corporate governance* non deve essere il fine della strategia attivista, ma un mezzo attraverso il quale poter avviare i propri provvedimenti per raggiungere l'obiettivo finale. Naturalmente ci si attende che un mutamento nella *governance* societaria abbia un impatto positivo, che può essere accertato solo se determina cambiamenti fondamentali per il raggiungimento dei suddetti scopi.

Tale forma di attivismo può certamente essere uno strumento per tutelare i diritti e gli interessi degli azionisti, specialmente quelli di minoranza. Anche se ci sono alcuni casi, in cui tali investitori si sono adattati al contesto istituzionale, legale e culturale del paese, accordandosi con gli azionisti di controllo. Nonostante il rischio che le strategie di attivismo possano, alla fine, naufragare in un mero adattamento all'ambiente societario in cui si opera, esse nascono come tattiche di cambiamento finalizzate a permettere una maggiore espressione dei diritti sociali non solo di chi le attua, ma di tutti i soggetti detentori dei medesimi diritti.

A differenza dell'attivismo *low-cost*, quello che deriva dall'acquisto di partecipazioni rilevanti genera una reazione positiva del mercato. L'attivismo degli hedge funds crea valore sia per gli azionisti della società bersaglio che per gli investitori dei fondi stessi. Le strategie di questi ultimi, in particolare, si sostanziano in investimenti in compagnie con problemi di agenzia, ma che godono di un certo benessere finanziario. Anche se, va sempre tenuto conto che il costo da sostenere è più elevato quando associato a tali forme attiviste, specie se ostili. Un punto molto discusso è stato come l'attivismo possa causare una perdita di ricchezza per i creditori quando è indirizzato alla vendita dell'impresa, ristrutturazioni, incremento del debito e incremento dei dividendi distribuiti agli azionisti.

Per fornire la risposta a tale interrogativo è necessario ricordare che tali strategie aumentano il rischio di credito della società. Tuttavia, non essendo stato accertato alcun collegamento diretto tra la distruzione netta della ricchezza e l'attivismo, tale problema non permette di dare una visione negativa sulle menzionate forme d'investimento.

Naturalmente, però, tutto è strettamente collegato al contesto istituzionale, culturale e normativo che in alcuni casi, può rappresentare un quadro meno favorevole per il raggiungimento degli obiettivi degli azionisti attivisti. Dall'analisi del fenomeno, quello che risulta evidente è che la sopravvivenza dell'attivismo come stile d'investimento, dipende dalle sue capacità di generare profitti per gli investitori attivisti, e che in assenza del soddisfacimento di questa condizione necessaria, l'attivismo sarebbe abbandonato.

Al fine di scongiurare suddetto pericolo, anche la nuova *Shareholder Rights Directive* del giugno del 2017 è finalizzata ad incoraggiare il coinvolgimento a lungo termine degli azionisti nelle società quotate in Europa e ad aumentare la trasparenza durante lo svolgimento di tutte le attività sociali, proprio nell'ottica di idee che la partecipazione consapevole e duratura dell'azionista all'interno della vita sociale possa essere fonte di numerosi vantaggi per la società, non solo in termini economici (si pensi al ridimensionamento dei costi di *agency*), ma anche relativamente al prestigio che essa può avere sul mercato (una buona *corporate governance* limita, infatti, il rischio di scandali finanziari che potrebbero danneggiare l'immagine della società sul mercato globale).

Anche se fino a venticinque anni fa questo modello orientato di partecipazione degli azionisti alla gestione della società sembrava difficilmente attuabile a causa delle molte problematiche ad esso inerenti, oggi il suo trionfo è indiscutibile. Questo successo non è stato facile da conseguire, dal momento che non è dovuto solamente alla logica sottostante questo modello cd. standard. Benché implicasse regole volte a stabilire una solida gestione aziendale, in cui le relative funzioni fossero poste al servizio degli interessi degli azionisti e a tutelare gli azionisti di minoranza, per guadagnarsi la posizione di modello dominante nella grande azienda esso ha dovuto superare i tre modelli alternativi di governo societario affermatasi dopo la Seconda Guerra Mondiale: il modello manageriale, il modello orientato al lavoro e quello orientato allo Stato<sup>599</sup>. Il fallimento delle principali alternative ha stabilito l'egemonia ideologica del modello standard, il quale non è mai stato messo in discussione per la stragrande maggioranza delle società. In ogni giurisdizione, infatti, la disciplina societaria è regolata dalle leggi nazionali, che provvedono anche ad indicare gli elementi essenziali dello statuto sociale. Quello del primato degli azionisti è sempre stato

---

<sup>599</sup> HANSMANN e KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, su HeinOnline - 89 *Geo. L.J.* 439 2000-2001.

il modello legale dominante in due importanti giurisdizioni: quella degli Stati Uniti e quella del Regno Unito. La scelta dei modelli è fondamentale in questi Paesi perché le grandi aziende spesso hanno strutture di proprietà frammentate. Nell'Europa continentale, dove la maggior parte delle grandi società è controllata dagli azionisti di maggioranza<sup>600</sup>, gli interessi degli azionisti di controllo dominano tradizionalmente la politica aziendale, indipendentemente dall'ideologia prevalente della forma societaria.

Secondo il pensiero di Hansmann e Kraakman, di pari passo con l'evoluzione dei mercati azionari in Europa e in tutto il mondo sviluppato, le attrazioni ideologiche e competitive del modello standard diventeranno indiscutibili anche tra gli accademici legali. E questo, dato che l'obiettivo del primato degli azionisti diventa parte anche dei progetti legislativi nazionali, porterà a ricercare sempre maggiori strumenti di convergenza fra quanto stabilito dalle norme che disciplinano la gestione societaria e la loro pratica messa in atto nelle politiche sociali.

Con il presente lavoro ho potuto constatare l'importanza della creazione di un contesto normativo atto a tutelare gli interessi degli azionisti, soprattutto quelli di minoranza, che sia costantemente aggiornato allo sviluppo delle nuove strategie di investimento, in modo da poter contrastare la formazione, all'interno delle società, di gruppi di controllo portatori di interessi sempre più settoriali e meno rappresentativi della totale compagine societaria.

In particolare, negli ultimi anni, si è dato impulso a forme di c.d. *self regulation* con la creazione di linee guida e codici di autodisciplina, la cui adesione è un atto volontario, segno di condivisione dei loro principi ispiratori. La pratica, sviluppatasi anche in Italia, è senza dubbio ripresa dai Paesi di *common law*, fra cui primeggia il Regno Unito. Questo Paese infatti è considerato il precursore dello *shareholder activism* europeo. Prova ne sia il fatto che la recente direttiva del 2017 in materia di incoraggiamento degli azionisti all'attivismo, riprende molti principi già contenuti nello *Stewardship Code* inglese. È noto infatti come la *corporate governance*, nata con il rapporto di Cadbury del 1992, abbia avuto una costante evoluzione fino ai giorni nostri, in applicazione anche alle disposizioni emanate dal legislatore comunitario e in risposta ai cambiamenti del mercato globale e all'ampliamento del novero dei soggetti coinvolti nella gestione delle società.

L'evoluzione del fenomeno in Italia è stata più lenta, a causa soprattutto della maggiore rigidità dell'impianto normativo e dalla iniziale presenza, sul nostro territorio, soprattutto di piccole aziende a conduzione familiare. Con l'accesso nel mercato europeo e alla relativa regolamentazione, anche noi abbiamo dovuto dotarci di un'apposita regolamentazione capace di tutelare le nostre società nei rapporti con le controparti più

---

<sup>600</sup> Vedi LA PORTA *et al.*, *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.* 471, 505 (1999).

all'avanguardia. Tale innovazione della disciplina italiana del settore, anch'essa dovuta non solo all'applicazione delle disposizioni europee ma anche alla necessità di crescere economicamente e prestigiosamente sul suolo nazionale e a livello mondiale, è avvenuta non solo rivedendo le leggi già in vigore, ma mettendo in atto anche nuove strategie regolatorie, che non sempre hanno dato vita a strumenti di *hard law*. Oggi infatti, anche nel panorama legislativo italiano sono numerosi i codici di buone pratiche e le linee guide emanati dalla comunità degli investitori e, benché tali codici siano estranei al tradizionale impianto normativo nazionale (ricordiamo il nostro è un paese di *hard law*), sono stati sempre più spesso adottati dai professionisti del settore.

Si è avuto modo di notare che, nonostante i diritti di cui godono gli azionisti nelle società inglesi e in quelle italiane, siano sostanzialmente i medesimi, differenti sono gli strumenti posti a tutela dell'esercizio dei suddetti diritti.

Un ruolo cruciale, soprattutto per quel che riguarda la disciplina del diritto di voto, è svolto dalla figura dei *proxy advisor* e dall'istituto della delega di voto. Il legislatore europeo si è dunque preoccupato di arginare i rischi connessi a questi istituti, tentando di impedire ai soggetti delegati di esprimere un voto difforme alla volontà espressa del delegante o contrario alle sue disposizioni di voto. Intento delle direttive comunitarie, implementate anche nel Regno Unito e in Italia, era proprio quello di accrescere la trasparenza durante le operazioni di voto, tutelando così il corretto esercizio del relativo diritto dell'azionista.

Inoltre, il diritto di partecipare alla gestione societaria è stato rafforzato attraverso la revisione della disciplina in materia di informazione preassembleare, al dichiarato fine di permettere agli azionisti di essere precedentemente informati sull'oggetto, ora e luogo dell'assemblea, in modo da permettere loro di essere preparati sugli argomenti all'ordine del giorno esprimendo votazioni consapevoli e dando la possibilità di introdurre nel suddetto ordine del giorno ulteriori argomenti da sottoporre all'attenzione dell'assemblea, sempre nel rispetto delle procedure previste dalla legge.

Si aggiunga che, l'istituzione delle *remuneration committee* con il ruolo di approvare la retribuzione degli amministratori., è stato un altro importante passo in avanti nella tutela degli interessi degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza.

L'impianto descritto dimostra come, sempre di più, il legislatore comunitario abbia tentato ridurre i problemi di agency riscontrati in tutte le società europee. Nessuna società, infatti, è immune ai rischi connessi a questo problema e oggi più che mai il precario equilibrio dei rapporti di potere nel sistema proprietario è la causa del tracollo di importanti società,

fenomeno capace di avere pesanti ripercussioni anche sull'economia del Paese in cui le stesse hanno la loro sede legale.

Il processo di modernizzazione del diritto societario avviato negli ultimi anni dai legislatori nazionali e da quello europeo, soprattutto riguardo alla disciplina delle società aventi azioni emesse sui mercati regolamentati, è stato il frutto della consapevolezza raggiunta sui rischi connessi alla *mala gestio societatis* e degli stimoli apportati da numerosi dibattiti dottrinali conseguenti alla crisi finanziaria del 2007-2008.

Negli ultimi tempi, infatti, è stata dedicata una notevole attenzione alla predisposizione di adeguati ed efficaci istituti e strumenti volti a stimolare una maggiore partecipazione alla vita e alle decisioni sociali da parte delle minoranze azionarie e, in particolare, di quelle aventi caratteristiche “qualificate”, essenzialmente rappresentate dagli investitori istituzionali, facendo leva soprattutto sulla peculiare istanza della trasparenza informativa. Ciò nell'ottica di tutela delle minoranze azionarie e di realizzazione del migliore sistema di *corporate governance*, nonché, in via mediata, a beneficio dell'efficienza e del buon funzionamento dei mercati finanziari e del sistema finanziario complessivamente inteso.

L'ultimo significativo stimolo è stato appunto apportato dalla direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, volta ad incoraggiare, *inter alia*, un maggiore impegno alla vita e al governo sociale da parte degli investitori istituzionali, anche attraverso una serie di obblighi di *disclosure*, apportando modifiche alla *Shareholders' Rights Directive* del 2007. In particolare tale disciplina, pur concentrandosi sulla sollecitazione dell'attivismo degli investitori istituzionali, non pone a loro carico alcun obbligo di voto o di partecipazione attiva alla vita e alle decisioni sociali: si richiede, infatti, esclusivamente lo sviluppo e la divulgazione al pubblico delle *policy* di impegno e di voto nei confronti delle società partecipate, nonché della coerenza di queste con le proprie strategie di investimento, ponendo peraltro accento sulla sussistenza di conflitti di interesse e sulla trasparenza di eventuali *proxy advisor* di cui i primi dovessero avvalersi. Coerentemente alla disciplina in materia di esercizio dei diritti inerenti alla partecipazione sociale, sussistono, dunque, sullo sfondo i tradizionali “doveri fiduciari” dei soci nei confronti della società e degli altri azionisti che, interpretato in chiave contrattualistica, evoca i principi di buona fede, correttezza e lealtà nell'esecuzione del contratto di impresa. Deve, altresì, rilevarsi come l'intervento agisce solo sugli anelli intermedi della catena dell'investimento, ponendo obblighi a carico degli investitori istituzionali nei termini descritti, senza però impegnare le società partecipate ad allargare gli spazi della democrazia azionaria o, più in generale, predisporre le migliori condizioni per favorire l'impegno attivo che è richiesto agli investitori istituzionali. La regola del *comply or*

*explain*, posta come norma di chiusura delle previsioni in materia tanto di politica di voto che di strategia di investimento, introduce, però, un ulteriore elemento di criticità in termini di efficacia ed uniformità applicativa che complessivamente può avere la disciplina, nella misura in cui essa assume di per sé rilevanza non cogente, in quanto gli investitori istituzionali possono decidere di non conformarsi, illustrando il perché della scelta. La tecnica del *comply or explain* rischia, quindi, di minare il principio di uguaglianza e parità di trattamento: da una parte, anche nel caso in cui gli investitori istituzionali dichiarino di conformarsi, il livello reale di *compliance* potrebbe essere discutibile, in quanto la mera dichiarazione non sempre corrisponde alla realtà dei fatti; dall'altra, coloro che utilizzano la parte esplicativa del principio al fine di spiegare le ragioni della *non-compliance*, potrebbero fornire una motivazione superficiale e frettolosa con conseguente pregiudizio per il raggiungimento del necessario grado di trasparenza e informativa previsto dal legislatore.

Basandosi sulle precedenti considerazioni e guardando all'esperienza oltreoceano a cui l'Unione Europea tenta di rifarsi, sembra potersi ragionevolmente sostenere che l'aspettativa e l'auspicio che gli investitori istituzionali diventino "campioni di attivismo" potrebbe risultare delusa dalla realtà delle società, in considerazione peraltro della circostanza per cui gli investitori istituzionali che nella prassi si sono mostrati più inclini all'attivismo, ossia gli hedge fund, sono stati esclusi dall'ambito di applicazione soggettivo della disciplina europea, in ragione della asserita propensione al breve termine dei loro investimenti. Tralasciando gli aspetti problematici eventualmente connessi al grado di armonizzazione che si realizzerà con l'implementazione negli ordinamenti nazionali e pur in presenza delle criticità rilevate, si può comunque riconoscere la rilevanza della portata normativa della disciplina, in quanto portatrice di un rinnovato approccio al diritto societario e impulso alla predisposizione di strumenti innovativi, in luogo di quelli tradizionali, per il miglioramento del sistema di *corporate governance* dell'impresa societaria quotata, anche tenuto conto del mutato contesto economico e finanziario globale.

Infine alla luce di quanto descritto nel presente lavoro si può affermare che, benché non si possano negare le lacune presenti ancora nel sistema normativo non solo inglese ma anche italiano in tema di risoluzione dei problemi di agency, l'attivismo degli investitori, destinato a crescere in maniera esponenziale se ben tutelato dalla legislazione nazionale ed europea, possa essere lo strumento più efficace per attenuare tali conflitti favorendo un monitoraggio sociale tale da permettere il perseguimento degli interessi di cui le diverse categorie di azionisti sono portatori all'interno della società.

Per quel che riguarda il nostro Paese, il confronto con il Regno Unito ha permesso di capire come il fenomeno, benché lontano dalla portata assunta altrove, stia acquisendo importanza crescente meritevole di studi approfonditi, al fine di comprendere le dinamiche in corso e le strategie regolatorie da apprestare in modo da incentivare i vantaggi che esso può procurare alle società in cui viene attuato, a prescindere dalle diverse forme possibili, arginando il più possibile i rischi che possono scaturire da una regolamentazione carente.

## BIBLIOGRAFIA

- A. ALAIMO, *Azionariato dei dipendenti e democrazia economica*, 2000, p. 10, in [www.sole.unina.it](http://www.sole.unina.it); CISL, Audizione sul disegno di legge A.S. n. 1051, 17 marzo 2015.
- A. ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 59 ss.
- A. BARTALENA, *Note in tema di compenso degli amministratori delegati*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 213.
- A. BORRONI, *La via italiana all'ESOP*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 17.
- A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY e R. THOMAS, *Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance*, in 63 *J. Fin.*, 1729 (2008).
- A. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007, pp. 77 e ss.
- A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in 22 *U. Mich. J. L. Ref.* 117, 135 (1988)
- A. DYCK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 64 (2004) *Jour. Finance*, 537.
- A. FUSTER et al., *Natural expectations, macroeconomic dynamics, and asset pricing* (2011), in *NBER Macroeconomics Annual* 26.
- A. GUACCERO, *Società di capitali, commentario* (a cura di), G. Niccolini – Alberto Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene editore, 2004, PP. 884-885.
- A. KLEIN, E. ZUR, *Hedge Fund Activism*, NYU Working Paper No. CLB-06-017 (2006).
- A. L. BONAFINI, *Articolo 2389*, in P. MARCHETTI – L. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano, pp. 343 ss.
- A. L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005.
- A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f., cit.*, p. 300, n. 76.
- A. MORELLO, *Scalate ostili e misure difensive: dalla Direttiva OPA al Decreto 146/09*, in *Le Società*, 2010, 2, pp. 158-166.
- A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 3, 2013, pp. 457 ss.
- A. PENDLETON, *Employee Ownership, Participation and Governance: A Study of ESOPs in the UK*, Routledge, 2000.

- A. SALA, *Compensi degli amministratori con particolari cariche*; Trib. Modena 21 maggio 1957, in *Banca borsa tit. cred.*, 1957, II, 302.
- A. SHELEIFER e W. VISHNY, *The limits of arbitrage* (1997), in *Journal of Finance* 52, p. 35.
- A. SPINA, *Recensione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 1/2014.
- A. ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell'ordinamento italiano*, cit.
- A.G. HALDANE e R. DAVIES, *The short long, 29th Société Universitaire Européene de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?* (Brussels, 2011).
- A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123 t.u.f.*, cit., p. 301.
- A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *AGE*, 2, 2014, pp. 317.
- A.M. BENTIVEGNA, *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, cit., p. 329.
- A.M. PACCES, *The Future in Law and Finance* (L'Aia: Eleven International Publishing, 2013).
- A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge: Harvard University Press, 1970).
- AA.VV., *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA, R. LENER, *A.G.E.*, 2, 2014.
- AG. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 445 ss.
- ALESSANDRO VARRENTI, *Shareholder activism in Italy, Practical Law Country Q&A w-014-1591* (2019).
- ANDREW JOHNSTON, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code* (2007) 66 *Cambridge Law Journal* 422, 426.
- ASSONIME, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, p. 5. LOPREIATO P. in, *L'abolizione del principio un'azione un voto. Analisi comparata di una rivoluzione copernicana*, 22 luglio 2015, disponibile su [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com).
- ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015) – Note e studi n. 10/2015*.
- ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2015), n. 10/2015, p. 65.

- ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2015), cit., pp. 65-66.
- B. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA*, 39, 1991.
- B. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, in 39 *UCLA L. Rev.* 811, 827, 830-49 (1991).
- B. BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol.3, New York, 1998.
- B. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in 89 *Mich. L. Rev.* 520 (1990)
- B. CHEFFINS, J. ARMOUR, *Offensive Shareholder Activism in U.S. Public Companies, 1900-49*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 09/2011 (11 Febbraio ,2011)
- B. CLARKE, *Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the market for corporate control*, in *Journal of Business Law*, 2006, pp. 355-374.
- B. IANNIELLO, *Competenza in ordine alle controversie sui compensi dell'amministratore unico*, in *Società*, 1997, 547.
- B. TONOLETTI, *Il mercato come oggetto della regolazione*, *Rivista della regolamentazione dei mercati*, n. 1/2014, p. 5 ss.
- BEBCHUCK, *Pay Without Performance: Overview of the Issues*, in *Journal of applied corporate finance*, 2005, pp. 8-23.
- BEBCHUK, KRAAKMAN, TRIANTIS (2000) *Stock pyramids, cross-ownership, and the dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in Morck, Randall K., ed., *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chicago and London: University of Chicago Press, pp. 295–315.
- BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2, 2005, pp. 354 ss.
- BENOCCI ALESSANDRO, *La regolamentazione del mercato del controllo societario tra ragioni di efficienza ed esigenze di garanzia*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018, fasc. 1, pt. 1, pp. 83-122.
- BERLE e MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, ed. Transaction Publishers, 1932.
- BERNARD BLACK e JOHN COFFEE, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation* (1994), 92(7) *Michigan Law Review* 1997, 2034
- BERTOLOTTI, *La convocazione dell'assemblea di s.p.a: Rassegna di giurisprudenza*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, fasc. 3, pp. 726-736.

- BETHEL *et al.*, *Block Share Purchases and Corporate Performance*, in *J. of Finance*, pp. 605-634, 1998.
- BETTON *et al.*, *Corporate takeovers*, in: Eckbo, B. Espen (Ed.) *Handbook of Corporate Finance* vol. 1, pp. 289–427, 2008.
- BIGELLI M., *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico-finanziaria*, 1996, p. 29.
- BIZJAK, J.M., MARQUETTE, C.J., *Are shareholder Proposal All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolution to rescind Poison Pills*, 33 *J. Fin & Quantitative Analysis*, 33, 4 (1998): 499-521, 1998.
- BOMPANI, *La tutela del risparmio*, Milano, FrancoAngeli, 2006.
- BRIAN CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control—British Business Transformed* (OUP 2008), 32.
- BRIAN CHEFFINS, *Law, Economics and the UK's System of Corporate Governance: Lessons from History* (2001) 1 *Journal of Corporate Law Studies* 71, 82.
- BUCHANAN *et al.*, *Are Shareholder Proposals an Important Corporate Governance Device? Evidence from US and UK Shareholder Proposals*, in *SSRN Electronic Journal*, 2010.
- BUCHANAN *et al.*, *Shareholder Proposal Rules and Practice: Evidence from a Comparison of the United States and United Kingdom*, in *American Business Law Journal* 49, 739-803, 2012.
- BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, *Le Società* 10/2014, p.1049.
- C. ALBINI, *L'impresa al Plurale, Quaderni della partecipazione nn. 7/8*, 2001.
- C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2009, p. 559.
- C. AMATUCCI, *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della business judgment rule*, Milano, 2014.
- C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Corporate Governance e assemblea delle società quotate in Italia: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2006, 401.
- C. CERNICH, S. FENN, M. ANDERSON, S. WESTCOTT, *Effectiveness of hybrids boards*, IIRC Institute Report (maggio 2009).
- C. CLERICETTI, *Banche e finanza, la strigliata della Consob*, Articolo pubblicato su Repubblica.it e Kataweb.it il 9 luglio 2007.

- C. CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, cit., p. 988.
- C. GARILLI, *Il consiglio di sorveglianza della società per azioni. Funzioni e competenze*, Torino, Giappichelli, 2012, 195 ss.
- C. KOUTALAKIS-A. BUZOGANY-T. BÖRZEL, *When soft regulation is not enough: The integrated pollution prevention and control directive of the European Union*, in *Regulation and Governance*, 2010, pp. 329-330.
- C. S. MISHKIND – D. E. KHOREY, *Employee stock ownership plans: fables and facts*, in *Employee Relations Law Journal*, summer 1985, p. 89 ss.
- C.R. SUNSTEIN, *Simpler. The Future of Government*, Simon & Schuster, New York, 2013.
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 716 s.
- CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., p. 717.
- CARLETON *et al.*, *The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF*, in *J. Financ.* 53, 1335–1362, 1998.
- CARRIELLO, *Il sistema dualistico*, Torino, Giappichelli editore, 2012, p. 31.
- CASELLI, *La determinazione del compenso*, cit., pp. 54 ss.
- CHEFFINS (OUP 2008), 31.
- CHEN *et al.*, *Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity*, in *J. of Finance*, pp. 119-149, 2007.
- CHIARA GARILLI, *Il coinvolgimento dei soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, numero 1/2016.
- CHIARA GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori: prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Rivista ODC*, Anno IV, numero 1, 2016.
- CHOONG YEOW CHOY e SUJATABALAN, *Charting the Course for Shareholders' Recourse: Observations on the Malaysian Response*, pp. 13-14.
- CIAN e SANDEI, sub. Art. 2348, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da F. Di Marzio, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, p. 2904.

CII, *CII Letter to the London Stock Exchange on One Share, One Vote*, 27 March 2014, su [www.cii.org/.../03\\_27\\_14\\_CII\\_letter\\_to\\_london\\_stock\\_exchange\\_one\\_share\\_one\\_vote.pdf](http://www.cii.org/.../03_27_14_CII_letter_to_london_stock_exchange_one_share_one_vote.pdf), pubblicato il 4 Agosto 2015.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione annuale 2013, 1° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 7, disponibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: il Quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM (2011).

Comunicazione della COMMISSIONE EUROPEA, 25 luglio 2001, COM (2001) 428 def., *La Governance europea – Un libro bianco*

CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., p. 2.

CONSOB, *Proposta di comunicazione avente ad oggetto Raccomandazioni relative alla trasparenza delle valutazioni dell'organo amministrativo sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza dei propri componenti*, del 26 febbraio 2009.

COSSU, *Società aperta*, 161 ss., 186 ss., 206 ss.

CRAIG DOIDGE et al., *Collective Action and Governance Activism* (2017), [ssrn.com/abstract=2635662](http://ssrn.com/abstract=2635662).

CROCI E., *Shareholder Activism Investitori Istituzionali ed Hedge Funds*, ed. Franco Angeli, 2011.

CZIRAKI, RENNEBOOG, SZILAGYI, *Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective*, in *European Financial Management*, Vol. 16, Issue 5, pp. 738-777, 2010.

D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009.

D. GILSHAN, *Say on Pay: Six Years on, Lessons from the UK Experience*, 2009.

D. KERSHAW, *Company Law in Context*, Oxford, 2009.

D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, 341 ss.

D. YERMACK, *Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*, Working Paper, Stern School of Business, 2002, tratto dal sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, in *Liber Amicorum G. F. Campobasso*, II, Torino, 2006, pp. 361 e ss.

D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori*, cit., p. 377.

D'ANDÒ, *Diritto societario: il sistema monistico (di amministrazione e controllo della gestione) adottato nelle medie e grandi società*, su *Commercialista telematico*, 2006.

DE POLI e DE GIOIA CARABELLESE, *The minority directors in the corporate governance of EU listed institutions: A chimaera or a possibility?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2017, p. 44-59.

DEL GUERCIO, DIANE, SEERY, LAURA J. e WOJDITKE, TRACIE, *Do Board Members Pay Attention When Institutional Investors 'Just vote no'? CEO and Director Turnover Associated with Shareholder Activism*, su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=575242>., June 2006, pag. 3 e seg.

DENIS-HUIZINGA-NUCODEME, *Foreign ownership in Europe: determinants and tax consequences*, edito da HUIZINGA-JONUNG, *The Internationalization of Asset Ownership in Europe*, Cambridge, 2005, 110 e ss.

DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, 2005, consultabile all'indirizzo [www.nedcommunity.com](http://www.nedcommunity.com).

*Dep't of work and pensions, encouraging shareholder activism* (Consultation Paper, 2002), scaricabile su <http://www.dwp.gov.uk/consultations/consult/2002/myners/shareact.pdf>.

DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Discussion paper*, cit.

DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS, *Executive Remuneration. Discussion Paper*, settembre 2011

DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION & SKILLS, *Directors' Remuneration Reforms: Frequently Asked Questions*, Marzo 2013, [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf).

DEWING e RUSSELL, *Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron*, in *Journal of Common Market Studies*, pp. 289-319, Giugno 2004.

DI NOIA – LAFRANCHINI – MILIČ, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Manuale di Executive Compensation e Corporate Governace2* a cura di Cutillo e Fontana, Milano, FrancoAngeli, 2015, p. 308.

E. PROSPERETTI, *Sulla nomina a tempo indeterminato di amministratori nel tipo s.r.l.*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2001, I, 428.

E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 79, 1991.

- E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *Geo. L.J.* 445, 452 (1990-1991)
- E. SELINGER e K.P. WHYTE, *Nudging cannot solve complex policy problems*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2012, p. 26.
- E. YIU, *British Regulator Backs Hong Kong Stance on Alibaba IPO* (*South China Morning Post*, 20 Marzo 2014) su [http://www.scmp.com//business/money/markets-investing/artiche/1452681/british\\_regulator\\_backs\\_hong\\_kong\\_stance\\_alibaba](http://www.scmp.com//business/money/markets-investing/artiche/1452681/british_regulator_backs_hong_kong_stance_alibaba).
- ENRIQUES, HANSMAN e FRAAKMAN, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional*, ed. Oxford, 2017, p. 64.
- ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, fasc. 5, pt. 1, pp. 680-699.
- ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, pp. 174 e ss.
- F. ANNUNZIATA, *Art. 114-bis*, cit., pp. 1521-1522
- F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pp. 183 ss.
- F. CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Pol. dir.*, 2001, p. 547 ss.
- F. CAFAGGI., *Self regulation in European Contract Law*, 2007, in [www.eui.eu](http://www.eui.eu).
- F. CORTESE, *Il coordinamento amministrativo. Dinamiche e interpretazioni*, Franco Angeli, Milano, 2012, spec. p. 107 ss.
- F. FERRARA JR. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, p. 554.
- F. FERRI – D. A. MABER, *Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the U.K.*, in *Rev. Financ.*, 17, 2013.
- F. GIGLIONI, *Governare per differenza*, cit., spec. p. 52 ss.
- F. GUARRIELLO, *Il ruolo della contrattazione collettiva nell'attuazione della direttiva*, in De Luca M., *"I comitati aziendali europei"*, Milano, 1996, Franco Angeli, 47.
- F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHER, *The economic structure of Corporate Law*, in *The Econom*, Harvard University Press 1991.
- F. VELLA, *Nuove regole di corporate governance e tutela degli investitori*, in *Banca imprese e società*, 2004, p. 468 ss.
- F. W. MCNABB, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Vanguard*, III, 2015.

- F.H. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit* (prima pubblicazione nel 1921, Kelley 1964), p. 233-263.
- F.M. MUCCIARELLI, *Il principio di reciprocità nella Direttiva comunitaria sull'opa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, 6, pp. 830-ss.
- FACCIO e LANG, *The ultimate ownership of Western European corporations*, in *Journal of Financial Economics* 65, pp. 365–395, 2002.
- FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economy* 88, 288–307, 1980.
- FCA, 'PS14/8: Response to CP13/15 – *Enhancing the effectiveness of the Listing Regime* (2015), all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/news/ps14-08-enhancing-the-effectiveness-of-the-listingregime>, 3 Agosto 2015.
- FEDERICO RIGANTI, *La nuova Shareholders' Rights Directive: alcune riflessioni introduttive*, in *Nuove leggi civili commentate* (2018).
- FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 413 ss.
- FERRARA F. Jr – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 652.
- FERRARINI – MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, pp. 620 e 622 ss.
- FERRARINI, *Independent directors and controlling shareholders*, in *Riv. ODC*, 2013.
- FERRARINI, N. MOLONEY e C. VESPRO, *Executive Remuneration in the EU*, cit., nt. 64, e le contestazioni registrate nelle assemblee delle società Shell e Amvescap (cfr. *La Repubblica*, 18 maggio 2003).
- FIN. REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012.
- Final report dell'High Level Group of Company Law Expert*, 4 novembre 2002, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, 2012, disponibile al seguente indirizzo <http://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx> (di seguito, "*The UK Stewardship Code*"), p. 1.
- FLORA HUANG, *Dual Class Shares Around the Top Global Financial Centre*, in *Journal of Business Law* (2017), vol. 2, pp.137-154.
- FORTUNATO e REBOA, *Board evaluation: regole, principi, best practice*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2008, fasc. 6, pp. 1281-1288.
- FRANKS e MAYER, *Ownership and Control of German Corporations*, in *The Review of Financial Studies*, pp. 943-977, 2001.

- FRANKS, J., MAYER, C., VOLPIN, P. e WAGNER, H.F., *Evolution of Family Capitalism: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the UK*, 2008.
- FSA, 'CP13 / 15: Feedback su CP12 / 25 per aumentarne l'efficacia del *Listing Regime* e ulteriore consultazione (2013), su <https://www.fca.org.uk/static/documents/consultation-papers/cp13-15.pdf>, 3 Agosto 2015.
- G. BIANCHI – M. BIANCHI, *L'azionariato dei dipendenti come strumento di democrazia economica: una sfida per le parti sociali*, 5 novembre 2010, in [www.nelmerito.it](http://www.nelmerito.it).
- G. BOFELLI, *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance*, I Quaderni della Scuola di Alta Formazione n. 39, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, 2011, Milano, 14-15.
- G. D. MOSCO, *Articolo 2389*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, pp. 634 ss.
- G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1298 ss.
- G. FERRARINI e G.P. MILLER, *A simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, in *Rivista delle società*, 2010, pp. 680-719.
- G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 62, 2, 431 ss. (reperibile in internet al seguente indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1707344>).
- G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, 10, 1.
- G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in ECGI-Law, WP N. 126/2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: [http://ssrn.com/abstract\\_id=1418403](http://ssrn.com/abstract_id=1418403).
- G. FRÈ, *Società per azioni*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1982, p. 487.
- G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 470 ss.
- G. MINERVINI, *Le funzioni del collegio sindacale. Questioni vecchie, questioni nuove*, in *Soc.*, 2000, p. 650.
- G. MORBIDELLI, *Linee guida dell'ANAC: comandi o consigli*, in *Riv. Diritto Amministrativo*, 2016, p. 273.
- G. NATULLO, *La tutela dell'ambiente di lavoro*, Torino, 1995, 217.
- G. NICCOLINI, *Il compenso del liquidatore di s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 5, 2010, p. 1091.

- G. PRESTI e F.F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia (AGE)*, n. 1, 2003, p. 112, nt. 11.
- G. RIOLFO, *Gran Bretagna e Stati Uniti: il sistema di amministrazione e controllo delle companies e delle corporations* (2011), [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).
- G. ROSSI, *Un'autorità sovranazionale per i mercati finanziari?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 188.
- G. ZANGARI, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese nel diritto comparato e comunitario*, in *RDL*, 1977, I, 82.
- G.B. PORTALE, *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal «nobile officium» ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss.
- G.B. PORTALE, *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico – comparatistici*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015 fasc. 1 pag. 39-40.
- G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, vol. 2. Diritto delle società*, UTET Giuridica nona edizione (2015), p. 139.
- G.P. MANZELLA, *Brevi cenni sulla regulatory negotiation*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1994, p. 273 ss.
- GAIA BALP, *I consulenti in materia di voto*, 2017, pp. 95-97.
- GALGANO, *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in *Riv. soc.*, 1982, 1161.
- GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: evidence from a sequential decision model*, in *J. Financ. Econ.* 107, 610–631, 2013.
- GILLAN e STARKS, *Corporate Governance Proposal and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investor*, in *Journal of Financial Economics*, 57, 2 (2000): 275-305.
- GILLAN, STUART L., STARKS, LAURA T., *The evolution of shareholder activism in the United States*, in *J. Appl. Corp. Finance* 19, 55–73, 2007.
- GRAZIANI – CRISCIMANNI, *Evoluzione della corporate governance in Europa*, p. 14, consultabile all'indirizzo [www.ojs.romatrepress.uniroma3.it](http://www.ojs.romatrepress.uniroma3.it).
- GREENSPAN, *Corporate Governance*, 2002, tratto dal sito [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- GROSSMAN e HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics* 20, 175–202, 1988; HARRIS e RAVVIV, *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, in *Journal of Financial Economics* 20, 203–235, 1988.

- GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004, 153 ss.
- H. A. CLEG – T.E. CHESTER, “*Joint Consultation*”, in Flanders A.- Clegg H.A., *The System of Industrial Relations in Great Britain*, Oxford, 1960, Blackwell, p.330.
- H. C. BLACKISTON III – L. E. RAPPAPORT – L. A. PASINI, *ESOPs: what they are and how they work*, in *The Business Lawyer*, nov. 1989, p. 85.
- H. HANSMANN, *When does worker ownership work? ESOPs, Law firms, codetermination and economic democracy*, in *Yale Law Journal*, 1990, p. 1797 ss.
- H. WELLS, *U.S. executive compensation in historical perspective*, in R.S. THOMAS – J.G. HILL (a cura di), *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham, 2012.
- H.U. KANTOROWICZ, *The Definition of Law*, Cambridge, 1958, p. 30 ss.
- HADRIAN, *Autoregolamentazione e codici di condotta. Le esperienze dell'Italia e del Regno Unito a confronto*, in *Diritto e cultura*, 2002, fasc. 1-2, pp. 19-97.
- HANSMANN e KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, su HeinOnline - 89 *Geo. L.J.* 439 2000-2001.
- HELEN SHORT & KEVIN KEASEY, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks, and Remuneration*, pp. 61-92, (Kevin Keasey et al. eds., John Wiley & Sons 1997)
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERT, *Final Report*, 4 novembre 2002
- HIGH PAY COMMISSION, *Cheques With Balances: why tackling high pay is in the national interest*, novembre 2011.
- HOLDERNESS e SHEEHAN, *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*, in *Journal of Financial Economics*, p. 555, 1985.
- HOUSE OF COMMONS TREASURY COMMITTEE, *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City*, 2008-2009, consultabile su <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200809/cmselect/cmtreasy/519/519.pdf> , p. 64.
- I. BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, *Harvard Law Review* 118 (2005), 847-850.
- I. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance della società per azioni*, cit., pp. 255 ss.
- J. ARMOUR AND A. D. SKEEL JR., *The Divengence of U.S. and UK Takeover Regulation*, in *Regulation*, 2007, 30, pp. 50-59.
- J. COFFEE JR., *Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, in 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1324-1326 (1991).

- J. COFFEE, *Il cedimento degli “intermediari reputazionali” e la riforma del Sarbanes-Oxley Act*, in C. AMATUCCI, *I controlli esterni nelle società quotate*, Milano, 2005, p.23.
- J. FISCH, *The Transamerica Case*, in *The Iconic Cases in Corporate Law*, a cura di J. Macey, New York, 2008, 46 ss.
- J. GORDON, “Say on Pay”: *Cautionary Notes on the U.K. Experience and the Case for Shareholder Opt-in*, in *Harv. J. Legis.*, 46, 2009.
- J. GORDON, *Executive Compensation and Corporate Governance in Financial Firms: The Case for Convertible Equity-Based Pay*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1, 2012.
- J. GORDON, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, in *62 Vanderbilt Law Review*, 478 ss. (2008).
- J. HERRON, *Controversial Head of Shell Remuneration Committee to Retire*, *Dow Jones Newswire*, 2009.
- J. KIM, J. D. SCHLOETZER, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, ottobre 2015, disponibile al seguente indirizzo [www.conference-board.org/directornotes](http://www.conference-board.org/directornotes).
- J. LOWITZSCH, *ESOP, un veicolo per garantire la successione nelle PMI*, in R. CARAGNANO e G. CARUSO (a cura di), *L'ESOP, uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, 1, 2010, p. 12.
- J. LYONS, *Alibaba vs Corporate Governance: Rules for Listing around the World*, 7 Novembre 2013, su <http://www.growthbusiness.co.ukgrowing-a-business/company-flotations/2430487/alibaba-vs-corporate-governance-rules-for-listing-around-the-world.thtml>, pubblicato il 4 Agosto 2015.
- J. PARKINSON, *Corporate power and responsibility*, 262-71, Oxford University Press, 1994.
- J.HEALY *et at*, *FCA Listing Rule Changes Applicable to Premium Listed Companies*, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 8 Maggio 2014, su <https://www.skadden.com/insights/fca-listing-rule-changes-applicable-premium-listed-companies> pubblicato su 4 agosto 2015.
- J.M. KEYNES, *The general theory of employment* (1937) *Quarterly Journal of Economics* 51, p.209 e pp. 214-215.
- J.R. MACEY, *Corporate Governance: promises Kept, promises broken*, 2010.
- JENSEN e MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economic*, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

- JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function*, ristampato in *Corporate Governance at the Crossroads*, Donald H. Chew & Stuart Gillan eds., McGraw-Hill 2005.
- JOANNA VALENTINE, JOSHA APFELROTH e RICHARD M. BRAND, *Uk: Shareholder Engagement With UK Companies- Proposed Changes To The Stewardship Framework*, in *Cadwalader, Wickersham & Taft LLP*, 20 marzo 2019.
- JOHN ARMOUN e DAVID SKEEL, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers ,e Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation* (2007) 95 *Georgetown Law Journal* 1727, 1736.
- JOHN e KLEIN, *Shareholder proposals and corporate governance*, *New York University Working Paper*. 1995.
- JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review* 90, 22–27, 2000.
- JONES e POLLITT, *Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review*, in *Corporate Governance An International Review*, pp. 162-171, Aprile 2004.
- K. J. HOPT, *European takeover reform of 2012/2013 – time to re-examine the mandatory bid*, in *European Business Organization Law Review*, 2014, 15, pp. 143-190.
- K. JACOBSON, *Soft Regulation and the Subtle Transformation of States: The Case of EU Employment Policy*, in *Journal of European Social Policy*, 2004, p. 355 ss.
- K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe A Critical Review of the European Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Law, August 2015 - Law Working Paper N° 296/2015.
- KARPOFF et al., *Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence*, in *Journal of Financial Economics*, 1996, pp. 365-395.
- KERN, *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, *Deutsche Bank Research*, 2007.
- KHAN e WINTON, *Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention*, in *Journal of Finance*, 1998, vol. 53, 99-129.
- KHANNA e YAFEH, *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, in *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 2, 2007, pp. 331-372.
- KIM et al., *Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers*, in *Journal of Corporate Finance*, pp. 505-522, 2009.
- KOCHAK, *What are shareholders pre-emption rights?*, in *Share and Shareholders*, 2013.

- KOTTER e LEL, *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 360-381, 2011.
- KRAAKMAN e HANSMANN, *Diritto societario comparato*, cap. 2 *Problemi di "agency" e strategie normative*, ed. il Mulino, 2006.
- KRAAKMAN, *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*, ed. Il Mulino, 2017.
- KRITIAN RYDQYIST, *Dual Class Shares: A Review (1992) 8(3) Oxford Review of Economic Policy* 45, 47.
- L. A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 883, 2005.
- L. BARONE, *Executive stock options*, in *Quaderni Guido Carli*, Roma 2004, p. 40 ss.
- L. BEBCHUK, J.M. FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004.
- L. BEBCHUK, R. KRAAKMAN e G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, in R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (Chicago 2000), p. 445.
- L. ENRIQUES & M. BIANCHI, *Corporate governance in Italy after 1998 reform: what role for institutional investors?*, Working Paper N. 43. su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203112>, Gennaio 2001, pag. 13 e seg.
- L. ENRIQUES, *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, 592
- L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giurisprudenza Commerciale* 25, I, 1998, pag. 686.
- L. GUAGLIANONE, *Individuale e collettivo nell'azionariato dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, p. 120.
- L. TORCHIA, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Regole, procedimento, processo*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 605 ss.
- L.A. BEBCHUK, J. M., FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economic perspectives*, 2003, [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive\\_comp\\_Agency\\_%20Prob.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf).
- L. ANGIELLO, *La retribuzione*, Milano, 1990, pp. VIII-230 (Il Codice Civile. Commentario).
- L.G. BRUNO, *Sistemi di governance, informazione societaria e falso in bilancio nell'ambito dell'U.E.*, in *Società*, 2005, p. 532 sgg.

- L.TORCHIA, *La regolazione del mercato dei contratti pubblici*, *Rivista della regolamentazione dei mercati*, 2016.
- LA PORTA *et al.*, *Corporate Ownership Around the World*, in 54 *J. Fin.* 471, 505 (1999).
- LA PORTA, LOPEZ- DE- SILANES, SHLEIFER e VISHNY, *Journal of Political Economy*, ed. *The University of Chicago Press*, 1998, pp.1113-1155.
- LAW COMMISSION, *Shareholders Remedies. A Consultation Paper* (n.142), 1996, §§9.41-9.43.
- LAWLER, *High involvement management*, ed. Jossey-Bass, 1986; LAWLER, *The ultimate advantage*, ed. Jossey-Bass, 1992.
- LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2003, pp. 134 ss.
- LIAO, *Discriminatory input pricing and strategic delegation*, in *Managerial and Decision Economics*, pp. 263-276, 2010.
- LISA M. FAIRFAX, *Sue on Pay: Say on Pay's Impact on Directors' Fiduciary Duties*, 55 *Ariz. L. Review* 1, 3-4 (2013).
- LOWITZSCH, BOEMANN, HANISCH, MENKE, ROGGERMANN, SPITSA, *Financial participation for a new Social Europe. A building block approach*, EFES (2008).
- LUCIAN BEBCHUCK e OLIVE HART, *A Threat to Dual-Class Shares*, *Financial Times*, 31 Maggio 2002.
- M. AFFINITO – M. DE CECCO – A. DRINGOLI, *Le privatizzazioni nell'industria manifatturiera italiana*, Donzelli, Roma, 2000.
- M. BECHT, J. FRANK, J. GRANT, *Hedge fund activism in Europe*, ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010 (2010), disponibile *on-line* all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1616340>.
- M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER, S. ROSSI, *Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund*, ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006 (aprile 2008), consultabile online all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=934712>.
- M. BECHT, J. FRANKS, J. GRANT, *Unfulfilled expectations? The returns to international hedge fund activism*, Working paper (novembre 2010), consultabile online all'indirizzo [http://www.law.upenn.edu/academics/institutes/ile/CRTPapers/1210/BechtFranks&Grant\\_Unfulfilled%20Expectations.pdf](http://www.law.upenn.edu/academics/institutes/ile/CRTPapers/1210/BechtFranks&Grant_Unfulfilled%20Expectations.pdf).

- M. BELCREDI – S. BOZZI – A. CIAVARELLA – V. NOVEMBRE, *Say on pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, Quaderni di finanza CONSOB n. 76, febbraio 2014.
- M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.* 2005, p.856 sgg.
- M. BIAGI, “*Cultura e istituti partecipativi delle relazioni industriali in Europa*”, in *IPL*, 2002, 9, 295.
- M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Rivista italiana di diritto del lavoro*, 1999, pp. 283-300.
- M. BIANCHI, M. CORRADI e L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un’analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impresa e società*, 2002, 397.
- M. BLAIR, *Ownership and control*, Brookings Institution Press, 1995.
- M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 702 ss.
- M. CLARICH, *I procedimenti di regolazione*, in AA.VV., *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Torino, 1999, pp. 16-17.
- M. CORTI, “*La partecipazione dei lavoratori. La cornice europea e l’esperienza comparata*”, Milano, 2012, Vita e Pensiero, p. 54-55.
- M. CUPIDO, *Determinazione del compenso degli amministratori: prevalenza delle disposizioni statutarie sulle delibere dell’assemblea ordinaria*, in *Foro it.*, 2007, I, 204.
- M. DE BELLIS, *Gli standard globali per i servizi finanziari: concorrenza e reciproco rafforzamento tra diversi modelli di amministrazione globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, p. 153 ss.
- M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei manager nelle società quotate e l’esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, cit., p. 468.
- M. EREDE, *Governing corporations with concentrated ownership structure: can hedge funds activism play any role in Italy?*, CLEA 2009 Annual Meeting Paper, disponibile online all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1397562>.
- M. EREDE-F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata nella composizione del consiglio di amministrazione di società quotate: un’indagine empirica*, in *Riv.soc.*, 2016, p. 919 ss.
- M. FRANZONI, *Della società per azioni. Disposizioni generali degli amministratori. Artt. 2380-2396*, in *Comm. Scialoja-Branca*, tomo III, vol. I, Bologna-Roma, 2008, pp. 331 ss.

- M. J. CONYON, G.V. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the U.K.*, 2009.
- M. KAHAN e E.B. ROCK, *How I learned to stop worrying and love the pill: adaptive responses to takeover law*, in 69 *University of Chicago Law Review*, 2002, p. 882.
- M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021, nt. 19, 1062-1065 (2007).
- M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 599 ss.
- M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, F. GUERRRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, Utet, 2014, 819 ss.
- M. MCKERSIE, *The Stewardship Code and the pattern of engagement by institutional shareholders 272 with listed companies*, in 5 *Capital Markets Law Journal*, 2010, p. 439.
- M. PRESTIPINO, *Art. 114-bis*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1168 ss. e 1173 ss.
- M. RABITTI – P. SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, cit., *Commentario del codice civile*, p. 1716.
- M. RAMAJOLI, *Strumenti alternativi di risoluzione delle controversie pubblicistiche*, in *Dir. amm.*, 2014, p. 13 ss.
- M. RAMAJOLI, *Tutele differenziate nei settori regolati*, nella *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1/2015, p. 18 ss.
- M. TRONCOSO REIGADA , *Razionalità ed efficienza delle misure antiopa*, in *Giureta – Rivista giuridica on line*, 2008, [http://www.giureta.unipa.it/phpfusion/readarticle.php?article\\_id=96](http://www.giureta.unipa.it/phpfusion/readarticle.php?article_id=96).
- M.P. CHITI, *Il nuovo codice dei contratti pubblici. Il sistema delle fonti nella nuova disciplina dei contratti pubblici*, in *Giorn. dir. amm.*, 2016, p. 436 ss.
- M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo finanziario*, Bologna, 2016.
- MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Vol. 1, Torino, 2014, 385.

MARA FACCIO e LARRY LANG, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations* (2002) *65 Journal of Financial Economics*, p. 365.

MARIA LUCIA PASSADOR e FEDERICO RIGANTI, *Shareholders' Rights in Agency Conflicts: selected issues in the transatlantic debate*, in *Delaware Journal of corporate law*, vol. 42, 2018, copia elettronica su <https://ssrn.com/abstract=3096679>.

MARK IFE, *Employee Share Schemes*, Bloomsbury Professional, 2018.

MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di A. Piras, Pisa, 2004, 16 s.

N. BOBBIO, *Comandi e consigli*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, p. 369 ss.

N. BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Società*, 10, 2005.

N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, 2018, Giuffrè.

N. LONGOBARDI, *L'Autorità Nazionale Anticorruzione e la nuova normativa sui contratti pubblici*, in [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it).

N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit., p. 138.

NIGRO, *Principio di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 465.

NORLI et al., *Liquidity and Shareholder Activism*, Norwegian Business School, Working Paper No. 1/2014 Aprile 2014.

O. HART e S. GROSSMAN, *Take-Over Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation* (1980) *Bell Journal of Economics* 11, p. 42.

OBERTO BARONTINI, STEFANO BOZZI, GUIDO FERRARINI e MARIA CRISTINA UNGUREANU, *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, in *Boards and shareholders in European listed companies 251* (Massimo Belcredi & Guido Ferrarini ed., 2013).

OECD. *Board Member Nomination and Election*, Aprile 2012, 11 s., 24 s., 30 s.

OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS, *Ownership of quoted shares for UK domiciled companies, 2014*, 2 settembre 2015.

OPLER e SOKOBIN, *Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors*, su *SSRN Electronic Journal*, 1997.

OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità del socio nella riforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. Civ.*, 2004, I, 57 e ss.

OXELHEIM, WIHLBORG, ZHAN, *Microeconomic fluctuations in CEO compensation*, Edward Elgar Publishing (2010).

- P. DAVIES, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in Daniel Prentice e Peter Holland (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance (Oxford 1993)*, 85-87.
- P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, p. 20.
- P. ATHANASSIOU, *Hedge fund regulation in the European Union: current trends and future prospects*, Austin, 2009.
- P. BOLTON et al., *Executive compensation and short-termist behaviour in speculative markets* (2006), in *Review of Economic Studies* 73, p. 577.
- P. DAVIES – S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012.
- P. DAVIES, *An Introduction to the New UK Companies Act: Part II*, in *European Company and Financial Law Review*, 5, 3, pp. 239-279.
- P. HODGSON, *A Brief History of Say on Pay*, in *Ivey Business Journal*, Settembre/Ottobre 2009, <http://iveybusinessjournal.com/publication/a-brief-history-of-say-on-pay/>.
- P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle Autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 33 ss.
- P. RAINELLI, *Articolo 2389*, in G. COTTINO – O. CAGNASSO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, pp. 736 ss.
- P.B. ÖCKLI e altri, *Shareholder Engagement and Identification*, febbraio 2015, disponibile al seguente indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2568741>, 3 e ss.
- P.G. JAEGER, *Determinazione del compenso degli amministratori e conflitto d'interessi*, in *Giur. comm.*, 1980, II, 396.
- PACCES (n. 16), 207-211, *discussing hedge fund activism within Hirschman's framework*.
- PAOLO MONTALENTI, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, *Rivista ODC* (2016), [rivistaodc.eu/edizioni/2016/1/saggi/investitori-istituzionali-e-amministratori-nelle-societ%C3%A0-quotate-problemi-e-proposte/](http://rivistaodc.eu/edizioni/2016/1/saggi/investitori-istituzionali-e-amministratori-nelle-societ%C3%A0-quotate-problemi-e-proposte/).
- PAOLO MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giurisprudenza commerciale* 685 / I, 2011.
- PARTNOY e THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21 San Diego Legal Studies Paper No. 07-72*, 2006.
- PENDLETON e ROBINSON, *Employee stock ownership, involvement and productivity: an interaction-based approach*, *Industrial and Labor Relations Review* (2010), pp. 3-29.

- PERAKIS, *General Report*, in AA. VV. edito da Perakis, *Right of Minority Shareholders. XVI th Congress of the international Academy of Comparative Law- Brisbane- 2002*, Bruxelles, 2004, 81-82.
- PERKINS, *Guide to unfair prejudice against shareholders*, <https://www.ashfords.co.uk/news-and-events/general/guide-to-unfair-prejudice-against-shareholders>, 2018.
- PERNA RAFFAELE, *La "riforma Draghi". La nuova disciplina del voto per delega ed il governo societario nelle imprese italiane*, in *Le Società*, 1999, fasc. 3, pp. 269-279.
- PÉROTIN e ROBINSON, *Employee Participation in Profit and Ownership: A Review of the Issues and Evidence*, Report for the European Parliament (2002).
- PETRANIX & JEAN JINGHAN CHEN, *The role of institutional investors in corporate governance: an empirical study*, 2011.
- PHILIP NEWMAN, *How are dividends taxed?*, in *Share and shareholders*, 28 febbraio 2019.
- PORTALE, *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico-comparatistici*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015, fasc. 1, pt. 1, pp. 39-62.
- PREITE, *Abuso della maggioranza*, 3 ss., 31.
- PRESTI - MACCA- BRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *A.G.E.*, 1, 2003, pp. 23 ss.
- R. A. G. MONKS, *The new global investors*, Capstone Publishing 2001.
- R. B. THOMPSON, *The limits of hedge fund activism*, Working Paper (2006), 14-15, consultabile online all'indirizzo [http://works.bepress.com/robert\\_thompson/1](http://works.bepress.com/robert_thompson/1).
- R. BALDWIN, *Is better regulation smarter regulation?*, in *Public Law*, 2005, p. 485 ss.
- R. CARAGNANO – G. CARUSO, *L'ESOP uno strumento per l'impresa minore*, Dossier Adapt, numero 1 del 22 gennaio 2010, p. 4.
- R. CARAGNANO, *Il Codice della partecipazione. Contributo allo studio della partecipazione dei lavoratori*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 232.
- R. GILSON e R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *43 Stan. L. Rev.* 863 (1991).
- R. J. GILSON – J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit.
- R. ROMANO, *Public pension fund activism in corporate governance reconsidered*, in *93 Colum. L. Rev.*, 795-853 (1993).
- R. RUSSO, *La partecipazione azionaria dei dipendenti: valutazioni comparative*, in A. V. IZAR, *La partecipazione azionaria dei dipendenti*, Giappichelli, Torino, 2003.

- R. SANTAGATA, *Partecipazione azionaria dei lavoratori*, in *Enc. Dir.*, Giuffrè, Annali V, 2012.
- R. THOMAS, *Explaining the International CEO Pay-Gap: Board capture or Market Driven*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 57, 2004.
- R. WEIGMANN, *Azionariato dei dipendenti*, in *Dig. Disc. Priv.*, Utet, Torino, 1987.
- R.H. THALER e C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, trad.it., Feltrinelli, Milano, 2008.
- R.J. GILSON e R.H. KRAAKMAN, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs* (2014) *Virginia Law Review* 100, p. 313.
- R.J. GILSON, *Controlling shareholders and the corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, 119 (2006) *Harv. L. Rev.*, 1641.
- RAMELLA A., *Il diritto di opzione nell'aumento di capitale sociale* in *La società per azioni*, 1918, p. 196 – 198, l'opzione è da intendere come un "frutto civile dell'azione".
- REBECCA STRATLING, *General Meetings: A Dispensable Tool for Corporate Governance of Listed Companies?*, in 11 *Corp. Governance* 74 (2003).
- Regolamento CONSOB in materia di emittenti, in *Riv. soc.*, 3, 2007, pp. 51.
- Report of high level group of company law experts on issues related to Takeover Bids*, Brussels, Gennaio, 2002, 23 ss.
- RINGE, *Deviations from Ownership- Control Proportionality-Economic Protectionism Revisited*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 23/2011, 228.
- RIPLEY, *Railroads. Finance & Organization*, 97.
- RiskMetrics Group for the EU (23 Settembre 2009), scaricabile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf) (accessed 1 April 2016).
- S. BAINBRIDGE, *Shareholder Empowerment*, in S. BAINBRIDGE (a cura di), *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, 2012.
- S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, cit., pp. 1282-1283.
- S. BRUNO, F. BIANCONI, S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 9.
- S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12.
- S. BRUNO, *Lineamenti del diritto societario inglese e principi della riforma*, in Ruggiero E. (a cura di), *Problemi di riforma societaria: Europa e Stati Uniti a confronto*, Luiss University Press, 2004.
- S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., pp. 206 ss.

- S. CLAESSENS, S. DJANKOV, J. FAN, e L. LANG, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings* (2002) 57 *J. Fin.*, p. 2741.
- S. CONLY, *Against Autonomy – Justifying Coercive Paternalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013.
- S. DAVIS, *Does “Say on Pay” Work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable*, Policy Briefing No. 1, The Millstein Center for corporate governance and performance, Yale School of Management, 2007.
- S. DEL GATTO, *Il metodo aperto di coordinamento. Amministrazioni nazionali e amministrazione europea*, Jovene, Napoli, 2012.
- S. LAURENT, *Capital structure decision: the use of preference shares and convertible debt in the UK*, working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- S. LUCATTINI, *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, 2013, p. 39 ss.
- S. PELLIZZARI, *La regolazione globale del mercato assicurativo: la International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, in S. BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007, pp. 173 e ss.
- S. THOMAS RANDALL, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Amatucci, Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss.
- S. VALAGUZZA, *La regolazione strategica dell’Autorità Nazionale Anticorruzione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 1/2016.
- S. VALAGUZZA, *Sustainable Development in Public Contracts. An example of Strategic Regulation*, *Editoriale scientifica*, Napoli, 2016.
- SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio un’azione un voto: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Not.* 2014, p. 922.
- SALAFIA V., *Natura giuridica del diritto di opzione nelle società di capitali* in *Le società*, 2007, n.8, p. 921.
- SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 102 ss.
- SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929.
- SANTOSSUOSSO, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Giappichelli, 2010.
- SANTOSSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in *Le operazioni con parti correlate* a cura di Carriello, Giuffrè, Milano, 2011, p. 41.

SEALY-WORTHINGTON, *Cases and Materials in Company Law*, Oxford, 2008, 427.

SFAMENTI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè Editore, 2008.

SHAOWEI LIN, *Derivative actions in the UK: revised yet unimproved* (KSLR University of Edinburgh: Edinburgh, 2013) p. 13.

SHAREHOLDER FORUM, *Say on Pay Facts and Background*, p. 6, [http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325\\_AFSCME.pdf](http://www.shareholderforum.com/sop/Library/20100325_AFSCME.pdf).

Shearman & Sterling LLP, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study* (2007), 12, su [http://www.ecgi.org/osov/documents/study\\_report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/osov/documents/study_report_en.pdf), pubblicato il 31 Luglio 2017.

SHELEIFER e VISHNY, *Large Shareholders and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy* 94 (3), 1986, pp. 461-488.

SHLEIFER e VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, Volume 52, N.2, pp.737-783, 1997.

SIRONI, Commento art. 2387 c.c., in Ghezzi (a cura di), *Amministratori*, Milano, Egea, 2005, pp. 277 ss.

SMITH, MICHAEL P., *Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS*, in *J. Financ.* 51, 227–252, 1996.

SOTTORIVA, *Il comitato per il controllo interno e per la revisione contabile introdotto dall'art. 19 del d.lgs 39/2010. Riflessioni in sede di prima istituzione alla luce delle indicazioni dell'Unione Europea*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2011, fasc. 1, pp. 129-159.

SPIOTTA, *Rapporto di amministrazione*, in Cavallini (a cura di), *Assemblea e Amministratori*, Milanofiori Assago, Utet, 2013, pp. 433 ss.

SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati, Fondazione centro Internazionale su diritto, società, economia, p.4.

STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2005, pp. 163 ss.

STEVEN A. BANK, BRIAN R. CHEFFINS & HARWELL WELLS, *Executive Pay: What Worked?*, 42 in *Journal of Corporate Law* 59–107 (2016)R.

STRICKLAND et al., *A requiem for the USA: Is small shareholder monitoring effective?*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 319-338, 1996.

STULZ, *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics* 20, 25–54, 1988.

- T. BRIGGS, *Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis*, in 32 *J. Corp. L.* 681 (2007).
- T. ECKHOLD, *Institutionelle Anleger un Corporate Governance –Traditionelle institutionelle Investoren vs. Hedgefonds*, in *ZGR*, 2007, 701 ss.
- T. J. M. JACOBS, *Labour Law in The Netherlands*, The Hague-London-New York, 2004, Kluwer Law International, p.231.
- T. TREU, *Le proposte parlamentari sulla partecipazione*, in *Dir. rel. ind.*, 2010, p. 93 ss
- THOMAS DALBY, *Employee Share Schemes Equality Reward for Private Companies*, Claritax books, 2018.
- THOMAS e COTTER, *Shareholder proposals in the new millennium: shareholder support, board response, and market reaction*, in *J. Corp. Finance* 13, 368–391, 2007.
- THOMAS MABERA MOCHA, *The legal protection of minority shareholders: a comparative analysis of the regulatory frameworks of Kenya and United Kingdom* (2011), cap. 4: *Minority shareholders protection in the United Kingdom*, p.73.
- TREGEAGLE e PEARCE, *Shareholder Activism & Engagement*, in *Getting the Deal Through*, 2018.
- TREU, *L'accordo del 23 luglio 1993: assetto contrattuale e struttura della Retribuzione*, 1993.
- TRIMARCHI G.A.M., *L'aumento del capitale sociale*, cit., p. 296.
- UK Stewardship Code 2012*, su <https://www.frc.org.uk/getattachment/e2db042e-120b-4e4e-bdc7-d540923533a6/UK-Stewardship-Code-September-2012.aspx>; 17 Maggio 2016.
- V. A. CONARD, *Beyond Managerialism: Investor Capitalism*, in *U. Mich. J. L. Ref.*, 22, 1988.
- V. C. ALVISI, *Informazioni al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori*, p. 311.
- V. CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in P. BENAZZO – M. CERA – S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società oggi: innovazioni e persistenze: studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, pp.651 ss.
- V. CASELLI, *La determinazione del compenso*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, pp. 49 ss.
- V. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128 ss.

VISENTINI, voce “Azioni di società”, 986.

W. BRATTON, *Hedge funds and governance targets*, in 63 *Geo. L. J.* 1375 (2007).

W. JIANG, *Do activist hedge funds create value?*, Report for the Ivy Asset Management Corp. 2007 Hedge Fund Research Forum (June 12, 2007).

WEI CAI, *Anti-takeover provisions in China, how powerful are they?*, in *Company and Commercial Law Review*, 2011, 22, pp. 311-317.

WOLF-GEORG RINGE, *Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism* Rivisitato in ULF BERNITZ e WOLF-GEORG RINGE (eds) *Company Law and Economic Protection* (OUP 2010), 228.

ZINGALES L., *Why Italian do not invest in equity market?*, 2007, paper disponibile su [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it) .