


IL RECEPIMENTO IN ITALIA DELLA SHAREHOLDER RIGHTS II

a cura di

Federico RAFFAELE

Eugenio RUGGIERO

Questo testo  consultabile online su *La Mia Biblioteca*
Accedi a lamiabiblioteca.com: la prima biblioteca professionale digitale con migliaia di testi pubblicati da CEDAM, UTET Giuridica, IPSOA, il fisco, LEGGI D'ITALIA e Altalex in cui trovare risposte mirate, autorevoli e sempre aggiornate.

Per conoscere le modalità di accesso al servizio e di consultazione online, visita subito lamiabiblioteca.com

Il servizio di consultazione online del presente testo viene offerto al lettore a titolo completamente gratuito ed a fini promozionali del servizio La Mia Biblioteca e potrebbe essere soggetto a revoca dall'Editore

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

2021 Wolters Kluwer Italia S.r.l. Via dei Missaglia n. 97 - Edificio B3 - 20142 - Milano (MI)

ISBN: 9788813378967

Il presente file può essere usato esclusivamente per finalità di carattere personale. I diritti di commercializzazione, traduzione, di memorizzazione elettronica, di adattamento e di riproduzione totale o parziale con qualsiasi mezzo sono riservati per tutti i Paesi.

La presente pubblicazione è protetta da sistemi di DRM. La manomissione dei DRM è vietata per legge e penalmente sanzionata.

L'elaborazione dei testi è curata con scrupolosa attenzione, l'editore declina tuttavia ogni responsabilità per eventuali errori o inesattezze.

CAPITOLO IV

TRASPARENZA DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E DEI GESTORI DI ATTIVI

MATTEO GARGANTINI

SOMMARIO: 1. Definizioni e ambito applicativo: investitori istituzionali e gestori di attivi. – 1.1. Le nozioni di «gestore di attivi» e di «investitore istituzionale». – 1.2. Norme di conflitto e attività transfrontaliera. – 2. Strategia d’investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi. – 2.1. Catene d’investimento, problemi di *agency* e *short-termism*. – 2.2. Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali. – 2.3. Gli obblighi di trasparenza in caso di ricorso a gestori di attivi. – 2.4. Rapporti con altre discipline. – 3. Trasparenza dei gestori di attivi.

1. Definizioni e ambito applicativo: investitori istituzionali e gestori di attivi

L’art. 124-*quater* TUF definisce l’ambito di applicazione della nuova disciplina in materia di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto. Esso apre la nuova Sezione I-*ter*, a tali materie dedicata, che il Decreto *Governance* (cfr. art. 3, co. 2) ha inserito nel Capo II del Titolo III della Parte IV del TUF. A sua volta, la nuova Sezione recepisce, nell’ordinamento italiano, il nuovo Capo I-*ter* che, introdotto dalla SHRD II, raccoglie le corrispondenti previsioni della SHRD.

Le regole europee, così come quelle nazionali che le recepiscono, stabiliscono un regime speciale per gli investitori istituzionali, i gestori di attivi e i consulenti in materia di voto in virtù del ruolo particolarmente rilevante che questi svolgono nel governo delle società quotate. L’assunto normativo è che un corretto svolgimento delle attività proprie di tali soggetti possa miglio-

rare la gestione degli emittenti, riducendo i problemi di *agency* a questa connaturati.

Pur non mancando alcune regole di condotta, le nuove previsioni hanno natura prevalentemente informativa. Questo approccio indica come la disciplina in esame si basi, almeno in parte, sul convincimento che i partecipanti al mercato, pur non disponendo della capacità di chiedere e ottenere le indicazioni ora fatte oggetto di pubblicazione obbligatoria, sappiano adeguare le proprie decisioni di investimento in modo da riflettere l'abilità dei soggetti ricordati di servire al meglio gli interessi dei propri clienti.

Più in dettaglio, le nuove previsioni nazionali in materia di trasparenza si articolano in quattro ambiti, in linea con l'organizzazione della disciplina nella Direttiva Azionisti come modificata dalla SHRD II: (i) le politiche di impegno (*engagement*) degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi (*asset manager*) nei confronti delle società in cui questi detengano partecipazioni; (ii) le strategie di investimento degli investitori istituzionali; (iii) gli accordi, diretti a dare attuazione a tali strategie, conclusi dagli investitori istituzionali con i gestori di attivi; infine, (iv) l'elaborazione delle ricerche, dei consigli e raccomandazioni di voto da parte dei consulenti in materia di voto (*proxy advisor*). La disciplina relativa alle politiche di impegno e ai consulenti in materia di voto è oggetto di trattazione separata¹. In questo capitolo ci si concentrerà, pertanto, sulle sole regole di nuova introduzione attinenti alle strategie di investimento degli investitori istituzionali e agli accordi che ne definiscono l'attuazione.

1.1. Le nozioni di «gestore di attivi» e di «investitore istituzionale»

Ai fini della nuova disciplina di trasparenza², si intendono per «gestori di attivi» le SGR, le SICAV e le SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di gestione individuale di portafogli. Rientrano, pertanto, nella disciplina in esame tanto i soggetti autorizzati alla gestione collettiva – siano essi autorizzati o me-

¹ V. *infra*, capp. V e VI in questo Volume.

² Le definizioni in parola si applicano alle previsioni contenute nella Sezione I-ter, di nuova introduzione, del Titolo III, Capo II, TUF.

no, nel caso delle SGR, anche alla gestione individuale: cfr. artt. 18, co. 2, e 33, co. 2, TUF – quanto soggetti autorizzati alla (sola, nel caso delle SIM) gestione individuale.

Il riferimento, per quanto riguarda la gestione collettiva, alle SGR, alle SICAV e alle SICAF è sufficientemente ampio da comprendere soggetti attivi nella gestione tanto di fondi OICVM (UCITS) quanto di fondi alternativi (FIA)³. In quest'ultimo caso sono esentati, in linea con la disciplina europea di riferimento, i gestori dei fondi alternativi c.d. “sotto soglia”, ossia quelli che svolgono il solo servizio di gestione collettiva di FIA riservati a investitori professionali i cui attivi abbiano valore complessivo non superiore ai 500 milioni di euro, purché tali FIA non facciano ricorso alla leva finanziaria e impediscano il rimborso delle quote (o azioni, per i FIA aventi forma statutaria) nei cinque anni dall'investimento iniziale, o i 100 milioni di euro in assenza di tali condizioni⁴.

Di non immediata comprensione risulta, invece, il riferimento alla necessità che, per essere soggetti alla disciplina in esame, i gestori di attivi debbano gestire direttamente i propri patrimoni. Un'applicazione letterale della previsione sembrerebbe, infatti, condurre all'esclusione dalle misure sull'*engagement* e sulle strategie di investimento proprio di quei soggetti che, gestendo patrimoni altrui, contribuiscono a rendere più complessa la catena di investimento e richiederebbero, pertanto, una regolazione – non già più lasca, bensì appunto – più intensa. Si consideri, in proposito, che la disciplina in materia di trasparenza

³ L'ambito di applicazione coincide, naturalmente, con la corrispondente previsione della SHRD II (cfr. art. 2, lett. *f*), ove si richiamano direttamente sia la Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), in G.U. dell'Unione europea del 17 novembre 2009 (c.d. UCITS), sia la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le Direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i Regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, in G.U. dell'Unione europea dell'1 luglio 2011 (c.d. AIFMD).

⁴ Cfr. art. 1, co. 1, lett. *m-ter*, TUF; Tit. II, Cap. I, Sez. VII («SGR sotto soglia»), § 1, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, e ss. mm., disponibile presso il sito <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/index.html> (d'ora in avanti anche il “Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio”).

dei gestori di attivi (cfr. art. 124-*septies* TUF) nei confronti di investitori istituzionali (cfr. art. 124-*sexies*, co. 2, TUF) sembra applicabile anche nel caso in cui il gestore a diretto contatto con l'investitore istituzionale abbia esternalizzato la funzione di gestione⁵, ovvero sia affidatario della gestione in ragione di una convenzione con il fondo pensione⁶: convenzione che si presenta come necessaria quantomeno nel caso dei fondi pensione chiusi, come tra breve si vedrà. Pertanto, la definizione sembrerebbe per tale profilo porsi in contrasto con la previsione sostanziale in materia di regole di condotta. In ragione della contraddittorietà emergente dall'interpretazione letterale della previsione, sembra necessario ricorrere a una lettura, per così dire, "ortopedica" della previsione in esame.

Verosimilmente, la norma italiana costituisce un calco improprio della previsione, contenuta nella SHRD II (cfr. art. 2, lett. *f*), secondo cui le società di investimento autorizzate ai sensi del regime degli OICVM (o UCITS) sono soggette alla disciplina di *engagement* e di trasparenza sulle strategie di investimento solo in quanto «non [abbiano] designato per la [propria] gestione una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa direttiva». Se ne deduce che il legislatore europeo abbia inteso escludere dalle regole in esame gli organismi di investimento collet-

⁵ Cfr. artt. 19 ss. e 50 ss. del Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio del 29 ottobre 2007, e ss. mm. (d'ora in avanti anche il "Regolamento Organizzazione Intermediari"); cfr., altresì, artt. 75 ss. del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, in G.U. dell'Unione europea del 22 marzo 2013 (tale Regolamento europeo – che attua la AIFMD – si riferisce ai soli gestori di FIA, ma è stato esteso in Italia anche all'esternalizzazione da parte di gestori di OICVM: v. il documento di consultazione Banca d'Italia e CONSOB del giugno 2014 in materia di gestione collettiva del risparmio, in occasione del recepimento della AIFMD, 4, disponibile presso il sito https://www.consob.it/documents/46180/46181/P_1_CONS.pdf/29865edc-308d-44cf-b8fe-e91d4738bd48).

⁶ Del resto, tale convenzione conserva tendenzialmente in capo al fondo pensione la titolarità «dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione»: cfr. art. 6, co. 9, TUPC. La previsione subisce una deroga nel caso in cui il gestore assuma la garanzia di restituzione del capitale o di rendimento (cfr. art. 6 decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 2 settembre 2014, n. 166, in G.U. n. 264 del 13 novembre 2014, d'ora in avanti anche il "D.M. 166/2014").

tivo in valori mobiliari aventi forma statutaria (i quali assumono, nell'ordinamento italiano in materia di OICVM, la forma della SICAV) che abbiano esternalizzato la propria gestione. È chiaro, infatti, che, in tal caso, il gestore assoggettato alla disciplina è, opportunamente, quello a cui sono rimesse le decisioni di gestione. Il legislatore italiano ha, invece, apparentemente, ripreso l'essenziale ora ricordata stabilendo, in forma positiva, l'inclusione nella disciplina dei soli soggetti che non abbiano esternalizzato le proprie funzioni di gestione (sul modello della definizione generale nazionale di «gestore»: cfr. art. 1, co. 1, lett. *q-bis*, TUF).

Si tratta, con tutta evidenza, di un'inversione logica. È vero, infatti, che l'esternalizzazione ricordata comporta la mancata gestione, in via diretta, del proprio patrimonio (cfr. art. 38 TUF). Altrettanto vero è, pertanto, che la mancata gestione del proprio patrimonio giustifica l'esclusione dalla disciplina. Non è vero, tuttavia, il reciproco: pure la gestione di patrimoni altrui in seguito all'accordo di esternalizzazione dà luogo, nella normativa europea, agli obblighi di trasparenza trasposti in Italia nella Sezione *I-ter* in esame, mentre la lettera della normativa nazionale erroneamente li esclude in ragione di un'impropria inversione del rapporto di correlazione (univoca) ora ricordato.

Per riportare l'ambito di applicazione della disciplina in linea con le corrispondenti previsioni europee, in tal modo riducendo le lacune nella sua applicazione, si potrebbe forse considerare – ma con valutazione da condurre caso per caso⁷ – la possibilità di qualificare il servizio prestato dal fornitore a cui siano esternalizzate le funzioni di gestione in termini di gestione individuale di portafoglio. Tuttavia, l'esternalizzazione di funzioni di gestione collettiva è consentita anche a soggetti autorizzati unicamente alla medesima gestione collettiva⁸, ciò che rende tale interpretazione, comunque, da sola insufficiente e conferma la necessità di una modifica del dettato normativo primario.

Sempre ai fini dell'ambito di applicazione della nuova Sezione *I-ter*, si intendono invece per «investitori istituzionali»

⁷ Così, ad es., l'interpretazione indicata nel testo sarebbe difficilmente percorribile nell'ipotesi di esternalizzazione di funzioni a un fornitore di servizi appartenente al medesimo gruppo dell'intermediario delegante, potendo mancare, in tal caso, il requisito dell'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di gestione (cfr. art. 18 TUF).

⁸ V. art. 53 del Regolamento Organizzazione Intermediari.

cinque categorie di soggetti. Le prime due categorie consistono nelle imprese di assicurazione e nelle imprese di riassicurazione, in entrambi i casi allorché queste esercitino le proprie attività nei rami vita⁹ (cfr. artt. 1, co. 1, lett. *u* e *cc*, CAP; art. 2(e)(i) SHRD II). Le altre tre categorie di soggetti sono diverse tipologie di fondi pensione, le quali sono soggette alla disciplina in parola solo in quanto abbiano almeno cento aderenti¹⁰. Si tratta, in primo luogo, dei fondi pensione aventi natura associativa o dotati di personalità giuridica (cfr. art. 4, co. 1, TUPC). In secondo luogo, sono inclusi nella disciplina i fondi pensione aperti (cfr. art. 12 TUPC), istituiti in forma di patrimonio di destinazione in conformità alle previsioni civilistiche sui fondi speciali per la previdenza e l'assistenza (cfr. art. 2117 cod. civ.; art. 4, co. 2, TUPC)¹¹. In terzo e ultimo luogo, sono soggetti alle previsioni in esame i fondi pensione (c.d. "fondi pensione preesistenti"), purché dotati di soggettività giuridica, già esistenti alla data del 15 novembre 1992¹².

Ai fini della comprensione della disciplina in esame, che si concentra sui problemi di *agency* tipici delle catene di investimento, può essere utile ripercorrere brevemente il regime applicabile alla gestione finanziaria dei fondi pensione ora ricordati. Quanto ai fondi pensione chiusi, è pacifica la necessità di affidare la gestione a soggetti professionali esterni, tra i quali rientrano i gestori di attivi come sopra individuati¹³ (cfr. art. 6 TUPC),

⁹ Vi rientrano anche le polizze c.d. *index-linked* e *unit-linked*.

¹⁰ Secondo l'opzione concessa dal combinato disposto degli artt. 1, 2), e), i) SHRD II e 5 Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali, in G.U. dell'Unione europea del 23 dicembre 2016 (c.d. EPAP), attuata in Italia con l'art 15-*quinquies* TUPC.

¹¹ L'istituzione di tali fondi pensione aperti è riservata a SIM, SGR, banche e imprese di assicurazione (cfr. art 3, co. 1, lett. *h*, TUPC).

¹² Ossia alla data di entrata in vigore della L. 23 ottobre 1992, n. 421 (attuata con D.lgs. 21 aprile 1993, n. 124 recante *Disciplina delle forme pensionistiche complementari, a norma dell'art. 3, comma 1, lettera v), della legge 23 ottobre 1992, n. 421*, in G.U. n. 97 del 27 aprile 1993 – d'ora in avanti anche il "Decreto 124/1993" –, oggi appunto abrogato; art. 20 TUPC).

¹³ Nonché, è utile segnalare, imprese di assicurazione, mediante ricorso alle gestioni del ramo VI dei rami vita (cfr. art. 6, co. 1, lett. *b*, TUPC), le quali, come detto, rientrano, ai fini della presente disciplina, tra gli investitori istituzionali. La normativa in esame potrebbe, quindi, dar luogo a lacune, dato che gli obblighi previsti in capo ai gestori di attivi non troverebbero, in tal caso, applicazione (v., più ampiamente, *infra*, cap. IX di questo Volume).

fatti salvi alcuni investimenti specifici¹⁴. Più incerto il regime per i fondi pensione aperti, dato che l'art. 6 TUPC¹⁵ sembra rendere obbligatoria anche in tal caso la gestione mediante convenzione con soggetti esterni, mentre l'art. 12 TUPC prevede espressamente che i soggetti abilitati che abbiano attivato un fondo pensione possano anche provvedere alla relativa gestione diretta. La dottrina preferibile¹⁶ ritiene che, nel contrasto tra le due norme, debba darsi prevalenza al dettato dell'art. 12, anche in quanto, diversamente, soggetti per definizione dotati della capacità gestionale richiesta per operare come gestori esterni non potrebbero operare in tal senso sui fondi pensione da loro stessi istituiti, con necessità di rivolgersi a potenziali concorrenti e con conseguente aumento dei costi di gestione complessivi. Infine, i fondi pensione preesistenti si caratterizzano perché, a differenza dei fondi pensione chiusi successivamente istituiti, possono gestire direttamente le risorse loro conferite senza ricorrere a intermediari specializzati (e, in particolare, appunto, a gestori di attivi: cfr. art. 20, co. 1, TUPC).

Come subito si indicherà, benché la disciplina in esame possa determinare benefici anche dal punto di vista della tutela degli investitori (o dei soggetti assicurati) che siano clienti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, il principale intento della regolazione risiede nel miglioramento del governo societario delle società – italiane o meno – con azioni quotate in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell'Unione europea (cfr. artt. 119 e 124-*quater*, co. 2, TUF). Pertanto, le disposizioni che stabiliscono misure di trasparenza in capo ai soggetti ricordati si applicano solo agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi che abbiano investito in tali società o che comunque, per quanto riguarda gli *asset manager*, gestiscano investimenti effettuati da investitori istituzionali in tali società. Proprio in base a tale considerazione si giustifica la collocazione della disciplina in esame nella nuova Sezione I-*ter*, contenuta nel Titolo III, Capo II, TUF, dedicato alla disciplina delle società con azioni quotate¹⁷.

¹⁴ Tra questi, ad es., azioni o quote di società immobiliari e quote di fondi comuni di investimento (art. 6, co. 1, TUPC).

¹⁵ V., in particolare, il riferimento dell'art 6, co. 1, TUPC all'art. 3, co. 1, lett. *h* (a cui si riferisce anche l'art 12, in materia di fondi pensione aperti).

¹⁶ V., anche per ulteriori riferimenti, M. MARCHESI, *I fondi pensione*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli, Lener, Torino, UTET, 2011, 869.

Quale che sia il soggetto rilevante (investitore istituzionale, gestore di attivi, consulente in materia di voto), la disciplina non prevede criteri quantitativi di rilevanza degli investimenti compiuti in società quotate¹⁸. Se per i consulenti in materia di voto l'assenza di soglie dimensionali relative all'entità dell'investimento è naturale conseguenza delle caratteristiche dell'attività prestata¹⁹, per i gestori di fondi comuni questa scelta di regolazione sembra riflettere la *ratio*, sopra indicata, di tutela del buon funzionamento della *governance* dei soli emittenti con azioni quotate e, solo in seconda battuta, dei clienti in quanto tali. Questi non trovano, infatti, simile tutela nel caso di investimenti indiretti in società non quotate. Al margine, l'assenza di criteri quantitativi relativi all'investimento in società quotate determina peraltro un disincentivo (vuoi del gestore o dell'investitore istituzionale, vuoi del cliente) all'investimento *tout court* (rispettivamente: diretto e indiretto) in questi emittenti²⁰.

¹⁷ V. anche, in tal senso, la relazione di accompagnamento allo Schema di Decreto, 9, ove si legge che la collocazione della nuova disciplina è motivata da «ragioni sistematiche e in coerenza con l'approccio del legislatore comunitario [*sic!*] che ha inserito tale disciplina nella direttiva sui diritti degli azionisti delle società quotate – tenuto conto della rilevanza dell'operato di questi soggetti sulla *corporate governance* degli emittenti quotati». V., però, *infra*, cap. IX di questo Volume.

¹⁸ Solo per i fondi pensione è prevista una soglia minima di cento aderenti affinché la disciplina in esame trovi applicazione e, per i fondi alternativi, vale l'esenzione sopra ricordata per i fondi c.d. "sotto soglia". Ma si tratta, appunto, di criteri dimensionali che prescindono dall'entità dell'investimento in società quotate.

¹⁹ L'impatto di una raccomandazione di voto mal si presta a una misurazione fondata sulla dimensione dell'investimento rilevante, data la natura di "bene pubblico" dell'informazione che veicola la raccomandazione stessa. Altro discorso vale, naturalmente, per l'assenza di soglie relative alla dimensione dei consulenti in materia di voto.

²⁰ L'*Impact Assessment* ritiene che detto disincentivo sarebbe trascurabile, essendo quantificabile tra i 600 e i 1.000 euro annui per soggetto regolato. La stima è riferita alla sola redazione materiale dei documenti e trascura, pertanto, almeno all'apparenza, i costi diretti e indiretti legati al rischio legale che la soggezione alla disciplina comporta: basti pensare alla necessità di avvalersi di consulenti per la predisposizione della documentazione e all'inevitabile rischio di sanzioni, in sede civile o amministrativa, ma anche solo in termini reputazionali, in caso di errori.

1.2. Norme di conflitto e attività transfrontaliera

Se l'intento normativo di tutela della *governance* delle società quotate è il principio guida nella definizione dell'ambito di applicazione della disciplina, l'allocatione dei poteri di vigilanza sui soggetti che a tale disciplina sono sottoposti segue invece, come inevitabile, un criterio incentrato sul regime applicabile all'intermediario di volta in volta coinvolto. La distinzione rileva in particolare per le norme di conflitto.

Con riguardo ai gestori di attivi e agli investitori istituzionali, il criterio di collegamento adottato per l'allocatione dei poteri di supervisione è quello del luogo di autorizzazione dell'intermediario (*home country control*; cfr. art. 1(2) SHRD II). I gestori di attivi soggetti alla disciplina e alla vigilanza italiane sono, infatti, espressamente indicati come quelli «autorizzati in Italia» per quanto riguarda il servizio di gestione di portafogli e, per quanto riguarda gli altri servizi, come quelli che si qualificano come SGR, SICAV o SICAF. Si tratta, dunque, in ogni caso, di enti aventi per definizione sede legale in Italia e, quindi, soggetti, insieme ai prestatori del servizio di gestione individuale, all'autorizzazione della Banca d'Italia o della CONSOB, a seconda dei casi, e alla vigilanza di entrambe le Autorità, per i profili di rispettiva competenza (cfr. art. 1, co.1, lett. *i*), *i-bis*) e *o*), TUF). Ragionamento analogo vale per gli investitori istituzionali, con riguardo ai quali la norma in esame fa riferimento, mediante rinvio, a soggetti iscritti all'albo COVIP, con ciò circoscrivendo l'ambito di applicazione ai soli gestori di fondi pensione da questa autorizzati e, quindi, aventi la propria sede legale nel territorio nazionale (cfr. art. 4 TUPC). Non sono, invece, soggetti alla disciplina e alla vigilanza italiana gli investitori istituzionali e i gestori di attivi che siano stati autorizzati in uno Stato membro diverso dall'Italia a prestare, anche in Italia, i relativi servizi.

Non essendo prevista una disciplina speciale per i soggetti vigilati che abbiano esercitato la propria libertà di stabilimento mediante costituzione di una sede secondaria in un altro Paese dell'Unione europea, deve ritenersi che la regolazione e la vigilanza siano entrambe definite in base alla sola sede legale dell'investitore istituzionale o del gestore di attivi. Pertanto, restano sottoposti alla supervisione dello Stato membro di origine i soggetti che, pur avendo sede in un altro Paese dell'Unione europea, abbiano istituito in Italia una succursale, mentre la vigilanza ita-

liana si estende anche alle attività svolte da soggetti rilevanti italiani mediante succursale in altri Paesi dell'Unione europea²¹.

Ne deriva che la norma di conflitto, in caso di esercizio dell'attività mediante succursale (in quanto tale priva di personalità giuridica), è la stessa che trova applicazione, nel caso dei gestori individuali di attivi che qui si adotta a mo' di esempio, con riguardo al regime prudenziale e organizzativo (cfr. art. 35 Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II²²). A differenza di quanto accade per le regole di condotta, che, in caso di esercizio dell'attività mediante stabilimento, seguono le regole del Paese di destinazione, ciascun intermediario è, quindi, soggetto ad un solo regime normativo e ad una sola Autorità di vigilanza. Così – sempre limitando l'analisi, per comodità, ai soli gestori individuali – l'informativa dovuta da un gestore di attivi olandese che operi nei confronti di clienti italiani mediante una propria succursale in Italia sarà regolata, in caso di investimenti effettuati in società quotate presso qualsivoglia mercato regolamentato europeo, dalla disciplina olandese adottata in recepimento della SHRD II e questi sarà, similmente, soggetto a vigilanza dell'Autorità olandese su tale disciplina. Si tratta di una soluzione che ha il merito di ridurre i costi della regolazione, in quanto capace di evitare la moltiplicazione dei regimi applicabili a ciascun gestore. Pur in presenza di un regime armonizzato, il ricorso a una direttiva lascia, tuttavia, inevitabilmente (e volutamente: cfr. Considerando (55) SHRD II) margini per normative di recepimento parzialmente divergenti, senza contare le differenze nello "stile" di vigilanza da parte delle Autorità nazionali, differenze destinate a sopravvivere anche in regimi di armonizzazione massima.

Merita, infine, rilevare che, come meglio si indicherà anche nell'analisi delle rispettive disposizioni, la soggezione alla disciplina e alla vigilanza italiane dipende, opportunamente, dalla sede del soggetto che di volta in volta viene in rilievo, indipendentemente dalla presenza di elementi transfrontalieri nella catena di investimento. Così, ad es., sarà soggetto alle norme nazionali

²¹ Analogo ragionamento vale, *a fortiori*, per le attività svolte in regime di libera prestazione di servizi.

²² Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE, in G.U. dell'Unione europea del 12 giugno 2014.

il gestore di attivi italiano che presti i propri servizi a beneficio di un investitore istituzionale avente sede in altro Paese dell'Unione europea (cfr. art. 124-*septies* TUF), naturalmente in presenza di investimenti rilevanti secondo il criterio sopra indicato. Analoga conclusione varrà per l'investitore istituzionale italiano che si avvalga di un gestore di attivi avente sede in altro Stato membro (cfr. art. 124-*sexies* TUF).

2. Strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi

L'art. 124-*sexies* TUF stabilisce un regime di trasparenza in materia di strategie d'investimento degli investitori istituzionali. Questo regime si articola, essenzialmente, in due ampie previsioni, tra loro gerarchicamente coordinate. La prima, che rappresenta la struttura portante della disciplina in esame, dispone che gli investitori istituzionali debbano comunicare al pubblico alcune informazioni relative agli «elementi principali» della propria strategia di investimento azionario. La seconda regola, di fatto, funzionale alla prima, si applica nelle sole ipotesi in cui i medesimi investitori istituzionali investano il proprio patrimonio, in tutto o in parte, tramite gestori di attivi. In tal caso, il regime di trasparenza si estende ai contenuti dell'accordo di gestione che intercorre tra l'investitore istituzionale e il gestore di attivi, in modo da assicurare che tale assetto della catena d'investimento (*investment chain*)²³ non impedisca la pubblicazione delle medesime informazioni che la prima regola richiede.

²³ La c.d. catena d'investimento non va, peraltro, confusa con la catena d'intermediazione nella detenzione dei titoli, di cui la SHRD II pure si occupa. Mentre la prima, infatti, determina problemi di *agency* connessi al potere, da parte di gestori e investitori istituzionali, di assumere decisioni d'investimento i cui effetti si ripercuotono sul benessere degli investitori finali, la seconda discende dalla presenza di intermediari nella detenzione (statica) di strumenti finanziari accentrati o dematerializzati. In quest'ultimo caso, i problemi di *agency* riguardano piuttosto il rischio di ostacoli nell'esercizio dei diritti degli azionisti. I due problemi, naturalmente, coesistono, contribuendo ad aumentare i costi sostenuti dagli investitori finali.

2.1. *Catene d'investimento, problemi di agency e short-termism*

La *ratio* della disciplina risiede, concettualmente, nella necessità di affrontare, riducendone la portata, una combinazione di diversi problemi di *agency*, tra loro correlati, che affliggono i rapporti tra investitori finali, intermediari e società emittenti²⁴. Tali problemi si collocano lungo la catena d'investimento che collega l'investitore finale (*ultimate investor*) all'emittente, per il tramite di soggetti che detengono la titolarità formale degli strumenti finanziari (*asset owner*, tra cui i ricordati investitori istituzionali e i gestori di attivi).

Nell'ottica della disciplina in esame, così come in quella della sua fonte di rango europeo, il problema di *agency* per così dire "centrale" si ha tra la società e i suoi azionisti. La *sedes materiae* e la giustificazione dell'intervento normativo in commento fanno, infatti, entrambi riferimento al buon governo delle società quotate, con particolare riguardo alla loro capacità di produrre risultati di lungo periodo (cfr., in tal senso, il Considerando (15) della SHRD II). Pertanto, la filosofia sottostante alla regolazione in parola si concentra, in prima battuta, sulla capacità della società quotata di assicurare adeguati ritorni all'investimento in capitale di rischio. In linea con l'approccio che già caratterizzava la Direttiva Azionisti nella sua versione originaria, nell'impianto regolamentare restano, quindi, fondamentali l'attribuzione agli azionisti di poteri di *voice* e la facilitazione del loro esercizio, tanto in sede preliminare e, quindi, informativa, quanto in fase esecutiva, con riguardo alla riduzione dei costi connessi all'esercizio dei diritti amministrativi.

Su tale nucleo centrale di disciplina si innestano, tuttavia, nella Direttiva Azionisti 2, altre strategie normative, che potremmo definire accessorie, dirette ad affrontare fallimenti di merca-

²⁴ Nell'ampia letteratura in materia si segnala, in primo luogo, per l'influenza esercitata sulle *policy* di regolazione in esame, *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making – Final Report*, 2012, disponibile presso il sito <https://www.gov.uk> (in particolare, 30, d'ora in avanti anche "*Kay Review Report*"). Più recentemente, i medesimi temi sono stati ripresi e, in parte, rielaborati in J. KAY, *Other People's Money. Master of the Universe or Servants of the People?*, Londra, Profile Books, 2016, 208 ss. V., altresì, P. WOOLLEY, *Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy*, in *The Future of Finance. And the Theory that Underpins It*, a cura di Turner *et al.*, London School of Economics and Political Science, Londra, 2010, 121 ss.

to indirettamente connessi a quello già rammentato²⁵. Come sovente accade nel governo societario, la riduzione dei costi di monitoraggio da parte degli investitori (*principal*) sulla condotta degli esponenti aziendali (*agent*) passa anche attraverso il ricorso a intermediari che, con l'obbligo di agire nell'interesse dei primi, facilitano l'allineamento delle condotte manageriali all'interesse degli investitori stessi. È quanto accade, appunto, con riguardo agli investitori istituzionali (fondi pensione e imprese di assicurazione) e ai gestori di attivi²⁶.

L'affidamento riposto nelle condotte di questi intermediari si espone, tuttavia, a propria volta, ad ulteriori problemi di *agency*²⁷. In astratto, tali problemi dovrebbero essere di entità minore rispetto ai benefici apportati nei termini che si sono descritti, dato che scelte di gestione e di regolazione efficienti condurrebbero, altrimenti, ad evitare tali articolazioni gestionali. Tuttavia, è vero che, da un lato, siffatta assunzione non sempre può darsi per scontata – come i dati sui rendimenti medi della gestione collettiva sembrano suggerire²⁸ – e, dall'altro lato, pure un bilancio positivo in termini di costi/benefici del ricorso a intermediari può essere soggetto a miglioramenti in presenza di una regolazione adeguata (in prima battuta privata e, se del caso, pubblica²⁹).

Questa lettura ampia dei problemi di *agency* che affliggono la *governance* delle società quotate e di alcuni tra i loro investi-

²⁵ Si osservi, a tal proposito, l'importanza che l'ESMA (*Undue short-term pressure on corporations. Report*, 18 dicembre 2019, 21, 53, 66 ss., 78, disponibile presso il sito https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf.) attribuisce alle misure in esame ai fini del contenimento degli incentivi di breve termine in capo alle società quotate.

²⁶ Non a caso, il già rammentato *Kay Review Report* (31, § 3.15) individuava proprio in queste due categorie il problema centrale della moderna regolazione del mercato dei capitali di rischio.

²⁷ V., ad es., P. FRENTROP, *Short-Termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2013, disponibile presso il sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872.

²⁸ V., ad es., M. MARRIAGE, *86% of active equity funds underperform*, in *Financial Times*, 20 marzo 2016.

²⁹ Durante la definizione delle politiche di intervento normative che hanno poi portato all'adozione della SHRD II, molti partecipanti alle consultazioni condotte dalla Commissione europea hanno sottolineato come i problemi in esame potessero essere gestiti con strumenti contrattuali (v. *Impact Assessment*, 24).

tori include anche ipotesi in cui la serie di rapporti che costituisce la catena dell'investimento si complica ulteriormente, come avviene allorché la gestione da parte degli investitori istituzionali avvenga, a propria volta, in via indiretta, per il tramite di gestori di attivi. È quanto accade, ad es., nei casi in cui un fondo pensione investa in un fondo azionario gestito da una SGR, anziché direttamente nelle azioni di emittenti autonomamente selezionati. Intuitivamente, più complessa è la catena, più elevato è il rischio che il moltiplicarsi dei costi di *agency* riduca l'incidenza degli interessi dell'investitore finale sul governo societario dell'emittente all'altro lato della catena e, quindi, i ritorni per l'investitore stesso.

All'ampiezza della catena dei rapporti che, potendo dar luogo a problemi di *agency*, sono inclusi nella regolazione in esame, si contrappone idealmente la selezione, piuttosto ristretta, della tipologia di investitori che la medesima regolazione intende tutelare. La norma in esame protegge, infatti, gli interessi dei soli clienti degli investitori istituzionali e, quindi, di una particolare categoria di soggetti orientati a un ritorno o a una protezione da un rischio in un orizzonte di lungo periodo. Una giustificazione di tale scelta può senz'altro rinvenirsi nel fatto che i problemi di *agency* sono, per questo tipo di soggetti, particolarmente pressanti. In primo luogo, la natura di *credence good*³⁰ delle polizze vita e dei trattamenti pensionistici complementari è esacerbata dalla lunghezza del periodo che intercorre tra la sottoscrizione dell'investimento o della polizza e la percezione dei relativi benefici. In secondo luogo, come tra breve meglio si indicherà, una parte consistente degli studiosi ritiene che tale problema sia reso ancor più grave da una generale tendenza al perseguimento di interessi di breve periodo degli investitori istituzionali e delle stesse società quotate³¹, in ancor più stridente contrasto con gli obiettivi dei titolari di polizze e degli aderenti ai fondi pensione.

³⁰ V., per tutti, A. PACCES, *Financial intermediation in the securities markets law and economics of conduct of business regulation*, in *International Review of Law and Economics*, 2000, 479 ss.

³¹ In questo senso, v. il già richiamato *Kay Review Report*, 14 ss.; v. anche *Impact Assessment*, 17 ss. Le preoccupazioni sottese agli orientamenti di breve termine degli investitori conducono da tempo ad interventi normativi volti ad agevolare azionisti stabili (facilitandone l'*engagement*: v. *infra*, cap. VI di questo Volume; v., altresì, G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*,

Può essere, tuttavia, utile interrogarsi sin d'ora, anche ai fini di quanto si dirà di seguito con riferimento al tema, più ampio, della rilevanza dei risultati non finanziari per la disciplina in esame, circa la possibilità di inquadrare gli aspetti che si sono ora descritti in termini di costi di *agency* anche in un'altra categoria di fallimenti di mercato e, in particolare, nell'ambito delle esternalità negative. Sebbene non sempre esplicitata³², una delle preoccupazioni sottostanti alla disciplina in parola sembra risiedere nel timore che un orientamento di breve periodo nelle decisioni gestionali delle società quotate possa determinare una riduzione del benessere collettivo, in termini vuoi di minore attenzione prestata a temi di impatto ambientale della produzione, vuoi di riduzione delle tutele dei lavoratori, vuoi, infine, di peggioramento dei livelli di eguaglianza sociale in senso lato. Da questo punto di vista, il tentativo di orientare le condotte degli investitori istituzionali e, se coinvolti nella catena d'investimento, dei gestori di attivi alla miglior tutela degli interessi degli investitori finali assumerebbe carattere, per così dire, strumentale. L'orientamento di lungo periodo degli orizzonti di assicurati e titolari di diritti pensionistici rappresenterebbe, infatti, un presupposto sul quale fare leva, assicurandone una tutela rafforzata, anche per le conseguenze che esso può determinare in termini di esternalità, a questo punto positive, determinate sul benessere collettivo da una riduzione delle prospettive di breve periodo di investitori istituzionali e gestori di attivi nonché, in ultima analisi e per il loro tramite, delle società quotate.

Nell'uno o nell'altro approccio – e, quindi, in termini di problemi di *agency* oppure di esternalità – può leggersi anche, volendo, il ruolo che la SHRD II assegna, come si vedrà, ai risultati non finanziari delle società con azioni quotate (cfr. Considerando (14) e (15), artt. 3-*nonies*, par. 2(b), e 3-*decies*, par. 1, della Direttiva Azionisti 2). La valutazione d'impatto che ha

2018, I, 393 ss.) o a disincentivare acquisizioni caratterizzate da strategie di breve periodo (v. in tal senso la dichiarazione di intenzioni dovuta al superamento di alcune soglie di partecipazione qualificate ai sensi dell'art. 120, co. 4-*bis*, TUF: v. G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, 186 ss.).

³² Ma per un punto di emersione v. il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione europea (COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018); v. anche, nuovamente, *Kay Review Report*, 58. Più ampiamente, C. MAYER, *Prosperity. Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, Oxford University Press, 2018, *passim*.

condotto all'adozione della SHRD II rileva, infatti, che l'attenzione, da parte delle società quotate, a tematiche ESG determina maggior ritorni sul capitale di rischio³³. Questa constatazione, attestata da ampia letteratura³⁴, solleva inevitabilmente alcune considerazioni.

Come già indicato per il più ampio tema dei rischi legati all'adozione di prospettive gestionali (da parte delle società quotate) e di investimento (da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi) di breve periodo, anche la materia delle politiche ESG può essere letta tanto in un'ottica legata ai problemi di *agency*, quanto come un tema di esternalità dell'impresa sociale. In parte, questa alternativa coinvolge anche il tema del ruolo di finalità diverse da quella al rendimento azionario nella definizione dell'interesse sociale³⁵. Può, infatti, ritenersi, se si vuole, che il richiamo a tematiche ESG nella norma in esame sia diretto a favorire l'inclusione, tra le finalità che gli amministratori devono considerare nel loro agire, anche di aspetti attinenti al benessere di soggetti diversi dagli azionisti (*stakeholder-oriented*, si direbbe), in tal modo internalizzando parte delle esternalità negative che caratterizzerebbero un approccio basato unicamente sul criterio dello *shareholder value*. Può, tuttavia, anche ritenersi che proprio un criterio di gestione improntato alla sola massimizzazione del valore azionario, se correttamente orientato nel lungo periodo, richieda l'adozione di un coerente approccio ESG. Ciò non già in quanto quest'ultimo si caratterizzi come positivo in sé o, comunque, invariabilmente necessario per il benessere collettivo, quanto piuttosto perché esso permette una migliore gestione dei rischi legali, reputazionali e, in senso lato, di mercato del prodotto, a tutto beneficio degli azionisti³⁶.

Il medesimo problema delle politiche ESG offre, invece, una prospettiva particolarmente utile, si ritiene, per svolgere qualche considerazione più articolata, pur nei limiti del presente

³³ V. *Impact Assessment*, *op. loc. ult. cit.*

³⁴ V. recentemente G. FRIEDE ET AL., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 210 ss.

³⁵ V., ad es., recentemente U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019.

³⁶ Si tratta, evidentemente, di temi di vertice utili a indicare la portata sistematica della norma in esame, ma che non possono essere ulteriormente approfonditi in questa sede.

lavoro, sul timore relativo agli orientamenti di breve termine della catena d'investimento, timore come detto sotteso alla disciplina in esame. È, infatti, evidente che l'affermazione, ora formulata, secondo cui la massimizzazione del valore delle azioni non può che condurre al perseguimento di politiche aziendali di lungo termine, ivi incluse quelle relative a tematiche ESG, dipende anche dalla capacità dei prezzi di mercato di riflettere, in ogni momento dato, tali benefici futuri attesi. Si comprende, quindi, facilmente come l'inquadramento dei temi in esame, da un punto di vista di diritto dei mercati finanziari, coinvolge aspetti relativi non solo – come accade dal punto di vista del diritto societario – alla *governance* dell'emittente, ma anche agli incentivi per investitori istituzionali e gestori nonché all'efficienza del mercato azionario. I timori relativi a un orientamento eccessivamente focalizzato sul breve termine, che la disciplina in esame intende affrontare, riguardano, infatti, ciascuno dei tre aspetti, cosicché solo una loro analisi congiunta può offrire un quadro completo delle preoccupazioni rilevanti in un'ottica di regolazione.

Secondo l'impostazione teorica sottostante alla previsione in esame³⁷, la radice dell'eccessiva brevità delle prospettive di investimento azionario che caratterizza i moderni mercati finanziari deriva principalmente dal disallineamento tra l'intervallo di tempo, tendenzialmente più lungo, necessario affinché si manifesti il ritorno degli investimenti, da un lato, e l'orizzonte temporale degli investitori istituzionali, che spesso si presenta più breve per diverse ragioni, dall'altro lato. Tra queste, le più citate sono legate alla frequenza di valutazione, giudicata troppo elevata, dei risultati dei soggetti coinvolti nei rapporti di investimento e, in particolare, un eccessivo ricorso alla scadenza trimestrale tanto nella pubblicazione delle relazioni finanziarie degli emittenti³⁸, quanto nelle valutazioni delle *performance* dei gestori³⁹.

La direzione causale di tali interazioni non è, a dire il vero,

³⁷ Come detto, per molti aspetti rintracciabile nel *Kay Review Report*, *passim*.

³⁸ *Ibid.*, 74.

³⁹ *Kay Review Report*, 40; v. il Libro verde della Commissione europea sul finanziamento a lungo periodo dell'economia europea (COM(2013) 150 final, 25 marzo 2013, 19) e la risposta dell'EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*), 2013, 25 ss.

del tutto chiara in letteratura. Nella maggior parte dei casi, questi fattori sono per lo più citati mediante giustapposizione, rimanendo poco chiaro se, ad es., sia l'orizzonte temporale di breve termine dei gestori di attivi a determinare un analogo problema nelle società partecipate o se sia vero, invece, il reciproco. Similmente, resta in gran parte oscuro se sia una (vera o presunta) intrinseca inabilità dei prezzi di mercato a riflettere i rendimenti futuri attesi degli emittenti ciò che disincentiverebbe gli investitori a valutare i fondamentali d'impresa⁴⁰ o se, invece, sia proprio il disinteresse al lungo periodo degli investitori a incidere negativamente sull'efficienza informativa dei mercati.

È chiaro che un simile impianto teorico, a causa delle incertezze che lo circondano, può non essere sempre uno strumento analitico solido⁴¹. Si tratta, in altri termini, di un criterio interpretativo che può essere più o meno affidabile a seconda del contesto di mercato.

Il rapporto tra *short-termism* degli investitori istituzionali e dei gestori, da un lato, ed efficienza informativa dei mercati, dall'altro lato, sembra ad ogni modo essere di natura biunivoca: scarsa considerazione da parte degli investitori per le prospettive future degli investimenti riduce la capacità dei prezzi di mercato di riflettere (le valutazioni dei partecipanti al mercato su) i c.d. fondamentali degli emittenti, e viceversa⁴². Tuttavia, se è vero che in alcuni casi i mercati azionari possono aver mostrato problemi legati a un orizzonte temporale eccessivamente ristretto da parte dei suoi operatori⁴³, è vero anche che non mancano casi di emittenti quotati che, pur registrando regolarmente perdite anche significative alla fine di ciascun esercizio, segnano risultati de-

⁴⁰ Così, ad es., *Kay Review Report*, 35, ove si cita la nota dinamica del *beauty contest* di matrice keynesiana.

⁴¹ Per una *revisione* della letteratura esistente in materia di *short-termism* delle società quotate, da cui non emergono conclusioni univoche, v. R. MARTIN, *Yes, Short-Termism Really Is a Problem*, in *Harvard Business Review*, 2015, 115 ss. (il quale tende, tuttavia, a ritenere che il problema dell'orizzonte eccessivamente breve sussista e che abbia come causa principale gli incentivi degli amministratori esecutivi, come dimostrato tra l'altro dalle pratiche di acquisto di azioni proprie da parte delle società quotate).

⁴² V. già B. BUSHEE, *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings Over Long-Run Value?*, in *Contemporary Accounting Research*, 2001, 207 ss.

⁴³ V., ad es., J. ASKER ET AL., *Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?*, in *Review of Financial Studies*, 2015, 342 ss.

cisamente positivi in termini di corsi azionari⁴⁴. Almeno in questi casi, gli investitori sembrano, pertanto, avere in prevalenza un'ottica di lungo periodo⁴⁵, essendo chiaramente orientati a considerare – vuoi direttamente, vuoi anche perché si attendono che altrettanto facciano gli altri investitori – i ritorni futuri attesi pur non avendo l'emittente ancora raggiunto il punto di pareggio economico (*breakeven*). Del resto, la stessa valutazione di impatto che ha condotto all'introduzione della SHRD II riporta evidenze sia circa la diffusa percezione, presso gli emittenti, di un'incapacità dei mercati di prezzare adeguatamente gli investimenti di lungo termine in politiche ESG⁴⁶, sia, al contempo, circa i maggiori ritorni relativi che questi ultimi investimenti assicurano in termini di prezzi di mercato⁴⁷. Il tema è destinato a rimanere in parte controverso, essendo ancora attuale il dibattito circa la sussistenza stessa e, comunque, circa l'intensità di un orientamento di breve termine nella gestione delle società quotate⁴⁸.

⁴⁴ Sul punto, v. L. SUMMERS, *Is Corporate Short-Termism Really a Problem? The Jury's Still Out*, in *Harvard Business Review*, 2017, 450 ss.

⁴⁵ Per evidenze più ampie, v. N. FELDMAN *ET AL.*, *The Long and Short of It: Do Public and Private Firms Invest Differently?*, in *Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series* No. 68, 2018, disponibile presso il sito <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-long-and-short-of-it-do-public-and-private-firms-invest-differently.htm> (ove si rileva come le società quotate compiano investimenti più orientati al lungo periodo rispetto alle loro controparti non quotate).

⁴⁶ V. *Impact Assessment*, 38. V., inoltre, D. BARTON *ET AL.*, *Rising to the challenge of short-termism*, FCLT Global, 2016, disponibile presso il sito <https://www.fcltglobal.org/wp-content/uploads/fclt-global-rising-to-the-challenge.pdf>; D. BARTON, *Refocusing capitalism on the long term: ownership and trust across the investment value chain*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2017, 188 ss.

⁴⁷ V. *Impact Assessment*, 39, ove si citano, tra gli altri, M. FERREIRA, P. MATOS, *The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, 499 ss. (in cui si rileva una preferenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi per società dotate di una buona *governance*) ed E. DIMSON *ET AL.*, *Active Ownership*, in *Review of Financial Studies*, 2015, 3225 ss. (ove si rileva che l'*engagement* degli azionisti su materie ESG tende a riflettersi in migliori *performance* nel prezzo delle azioni degli emittenti, particolarmente laddove questi diano seguito alle iniziative degli investitori).

⁴⁸ Per l'identificazione di un problema di *short-termism* in capo alle società quotate v. il già citato studio svolto da Ernst&Young per la Commissione europea dal titolo «*Study on Directors' duties and sustainable corporate governance*», pubblicato nel luglio 2020 e disponibile presso il sito [© Wolters Kluwer Italia](https://op.eu-</p>
</div>
<div data-bbox=)

Rimane, inoltre, incerto il ruolo della regolazione nel determinare l'interazione tra le diverse fonti di un possibile orientamento di breve termine che si sono ricordate: governo societario dell'emittente, incentivi degli investitori istituzionali e dei gestori, efficienza informativa del mercato azionario. Ad es., vincoli normativi che impongano la pubblicazione di relazioni su base trimestrale possono senz'altro indurre valutazioni di breve periodo, ma resta da valutare se, in loro assenza, non possa comunque riprodursi una situazione del tutto analoga in base alla mera interazione delle forze di mercato, come influenzata da un problema di *short-termism* – non già indotto dalla frequenza dell'informativa societaria, bensì connaturato agli incentivi stessi degli investitori. Se, in altri termini, pure in assenza di un obbligo per gli emittenti di pubblicare relazioni finanziarie trimestrali, gli investitori continuassero ad esigere un'analoga documentazione quale presupposto per i propri investimenti, la rimozione del vincolo normativo avrebbe efficacia più limitata. Secondo alcune evidenze, questa dinamica si sarebbe verificata proprio con riguardo all'introduzione del nuovo regime europeo in materia di trimestrali, che, come noto, limita la possibilità, per gli Stati membri, di imporre alle società non finanziarie la preparazione di relazioni finanziarie con frequenza inferiore a quella semestrale: tale obbligo può essere imposto solo ad alcune condizioni, relative tra l'altro ai fattori che gli investitori prendono in considerazione nell'assumere le proprie decisioni, e sempre che ciò non comporti un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine da parte degli emittenti (cfr. art. 3, par. 1-bis, Direttiva *Transparency*⁴⁹). Risulta, infatti, che la pubblicazione di relazioni trimestrali sia più frequente di quanto richiesto dai vincoli normativi di volta in volta applicabili, proprio

ropa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en. Per alcune serrate critiche di carattere metodologico al rapporto ora ricordato, v. M. ROE ET AL., *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, 2020, disponibile presso il sito <https://ssrn.com/abstract=3711652>; M. BIANCHI, M. MILIĆ, *European Companies are Short-Term Oriented: The Unconvincing Analysis and Conclusions of the Ernst & Young Study*, 2020, disponibile presso il sito <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/>.

⁴⁹ Come modificata dalla Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013, in G.U. dell'Unione europea del 6 novembre 2013.

perché ciò pare fare riscontro a una richiesta degli investitori stessi⁵⁰.

È forse allora agli incentivi dei gestori di attivi che deve guardarsi? Pure in tal caso, conviene partire dalla disciplina europea. In proposito, si può rammentare come quest'ultima non contenga vincoli che impongano intervalli inferiori al semestre per l'informativa che gli organismi di gestione collettiva devono ai propri clienti⁵¹. Come è stato altrove rilevato⁵², in questo caso la frequenza maggiore dell'informativa, prestata pur in assenza di vincoli normativi, e quindi la brevità negli orizzonti di gestione, sembrano piuttosto il riflesso della struttura commissionale dei contratti di gestione collettiva. Mentre alcuni ordinamenti – tra cui l'Italia⁵³ – stabiliscono un intervallo minimo annuale per il calcolo dei risultati di gestione ai fini delle commissioni, altri – tra cui Lussemburgo e Irlanda – consentono una valutazione trimestrale dei risultati dei fondi comuni di investimento⁵⁴. Non si tratta, pertanto, di un mero problema di trasparenza. Una maggiore frequenza negli obblighi di informativa si accompagna, infatti, tipicamente, a una equivalente maggior frequenza nella determinazione dei risultati di gestione e, pertanto, delle relative commissioni⁵⁵. È evidente, tuttavia, che più breve è l'intervallo tra le diverse valutazioni, più favorevole è la posizione del gestore, in ragione della tipica struttura commissionale

⁵⁰ Così, ad es., gli emittenti che nel Regno Unito hanno cessato di pubblicare relazioni trimestrali in seguito all'abolizione del relativo obbligo a decorrere dal 2014 risultano essere solo il 10% del totale dei soggetti che ne avevano l'opportunità: v. R. POZEN ET AL., *Impact of Reporting Frequency on UK Public Companies*, CFA Research Foundation Briefs, 2017, 2.

⁵¹ Per i fondi UCITS (o OICVM), cfr. artt. 68 e 69 Direttiva UCITS (ove si prevede un'informativa con cadenza semestrale); per i fondi alternativi (o FIA), cfr. art. 22 AIFMD (ove si prevede un'informativa annuale).

⁵² Sia consentito rinviare a M. GARGANTINI ET AL., *Cross-Border Distribution of Collective Investment Products in the EU*, in *Capital Markets Union in the EU*, a cura di Busch et al., Oxford, Oxford University Press, 2018, 433.

⁵³ Cfr. par. V.I.II.3.3.1.1(b) del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio.

⁵⁴ M. GARGANTINI ET AL., *op. loc. ult. cit.*

⁵⁵ Il tema non va confuso con i diversi, sia pur contigui, profili della remunerazione degli esponenti aziendali dei gestori di attivi e dell'orizzonte temporale di investimento dei fondi gestiti. I due profili ora rammentati non sembrano dare luogo a particolari pressioni di breve termine: ESMA, *Undue short-term pressure*, cit., 71 ss. (e 78 s. sul tema, di cui nel testo, delle commissioni di gestione).

che regola i rapporti tra questi e i suoi clienti: se, infatti, come accade, a rendimenti positivi corrispondono commissioni positive, ma a rendimenti negativi corrispondono (semplicemente) commissioni nulle, minore è l'intervallo di valutazione, minore è la possibilità per le *performance* insoddisfacenti di compensare, intaccandone le relative commissioni, le *performance* positive⁵⁶.

Come tra breve si vedrà, la disciplina in esame è, invece, prevalentemente basata su obblighi di trasparenza, i quali tendono di fatto a ridurre un problema di asimmetria informativa tra beneficiari finali e loro “agenti” circa l'impegno, da parte di questi ultimi, a investire in coerenza con l'orizzonte temporale di lungo periodo che caratterizza l'interesse dei primi. Ci si può chiedere se questo sia l'approccio migliore per risolvere i problemi di *short-termism* denunciati nelle analisi d'impatto che hanno preceduto l'adozione della Direttiva Azionisti 2⁵⁷. In primo luogo, come detto, tali problemi potrebbero non essere così pervasivi come talora ritenuto. In secondo luogo, e soprattutto, si può dubitare che i titolari di polizze vita o gli aderenti a un fondo pensione dispongano del tempo e degli strumenti per analizzare l'informazione di cui saranno destinatari in forza delle nuove previsioni e per reagire di conseguenza, esercitando la pressione necessaria – vuoi nel contesto delle trattative con il proprio intermediario, vuoi se del caso rivolgendosi a soggetti concorrenti – ad indurre un cambiamento significativo nelle prassi di gestione che si rivelassero affette da orizzonti di breve periodo. Inoltre, gli investitori istituzionali sono naturalmente già sottoposti a vincoli di carattere prudenziale che incidono sulle loro interazioni con i gestori di attivi. Così, ad es., nel nostro ordinamento, i fondi pensione possono investire in OICR solo in quanto la politica di investimento di questi ultimi sia compatibile con quella del fondo pensione stesso (cfr. art. 5, co. 4, D.M. 166/2014).

Come si vedrà, una disciplina europea più efficace (per una volta, sul modello di quella italiana) avrebbe forse potuto agire

⁵⁶ A. BAGLIONI, *La rete bucata. Le regole e i controlli sulla finanza*, Milano, Mondadori, 2018, 22.

⁵⁷ V. ad es., in generale, J. KAY, *Other People's Money*, cit., 84, secondo cui «[t]he demand for transparency in intermediation is a sign that intermediation is working badly».

piuttosto sugli incentivi dei gestori di attivi, ad es., eliminando alcuni dei meccanismi che, oggi, rendono conveniente per questi ultimi trascurare i rendimenti di lungo periodo degli emittenti, tra cui in particolare la frequenza eccessiva dei periodi di valutazione e, come si vedrà, il ruolo dei *benchmark* nella determinazione dei risultati dei gestori.

2.2. *Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali*

Come anticipato, l'art. 124-*sexies* TUF comprende due regole principali: la prima richiede agli investitori istituzionali di pubblicare informazioni relative alla propria strategia d'investimento, mentre la seconda stabilisce quali precisazioni debbano essere rese pubbliche, dai medesimi soggetti, nel caso in cui essi investano avvalendosi di un gestore di attivi.

Iniziando dalla prima, le informazioni che gli investitori istituzionali sono tenuti a pubblicare si riferiscono, sostanzialmente, a due ordini di indicazioni, entrambe riferite, come già segnalato, agli elementi principali della strategia di investimento azionario. Il primo ordine di indicazioni che gli investitori istituzionali devono fornire riguarda il modo in cui questa strategia soddisfi un criterio di coerenza rispetto al «profilo» e alla «durata» delle loro passività e, in particolare, delle passività a lungo termine. Il secondo ordine di indicazioni riguarda il modo in cui la medesima strategia contribuisce «al rendimento a medio e lungo termine» degli attivi degli investitori istituzionali.

Entrambi gli aspetti si collegano alla tecnica regolamentare, sopra indicata, che tende a far leva sulla natura, tendenzialmente a lungo termine, delle passività degli investitori istituzionali per favorire l'adozione di un corrispondente orizzonte temporale nella gestione delle società quotate partecipate. Più in dettaglio, gli investitori istituzionali, nel riportare come la strategia d'investimento azionario sia coerente rispetto al «profilo» e alla «durata» delle loro passività, devono indicare, di fatto, in che modo essi gestiscano la trasformazione delle scadenze e, in particolare, come essi affrontino il rischio di *duration gap* di carattere negativo che tipicamente ne caratterizza il bilancio⁵⁸. A dire il vero, questo quadro di riferimento meglio si adatta a strumenti finan-

⁵⁸ All'opposto di quanto accade in ambito bancario, ove tale metrica as-

ziari a reddito fisso, dato che la necessità, in presenza di passività a lungo termine, di una rotazione frequente del portafoglio espone inevitabilmente al rischio di un calo dei rendimenti degli attivi⁵⁹. Per le azioni negoziate su mercati regolamentati – a cui la norma in esame si riferisce in via esclusiva – il tema riguarda, come anticipato, la definizione di una strategia di selezione (*stock picking*) focalizzata su emittenti capaci di assicurare ritorni nel lungo periodo. Ancora una volta, quest'ultima indicazione sembra avere un senso solo escludendo una piena capacità dei prezzi di mercato di riflettere adeguatamente i ritorni futuri attesi delle azioni quotate.

Naturalmente, la necessità di evitare uno sbilanciamento degli attivi verso orizzonti di breve termine deve essere valutata con cautela, non potendosi considerare acriticamente come sintomo di cattiva gestione il mantenimento di una simile prospettiva per una parte degli attivi. Dal punto di vista del singolo investitore istituzionale – ciò che più rileva in termini di *compliance* –, non va, infatti, trascurata l'esigenza di disporre anche di attivi capaci di assicurare un rendimento di breve periodo, se del caso tramite cessione su un mercato capace di soddisfare a basso costo le esigenze di liquidità della gestione⁶⁰. Dal punto di vista degli effetti generali della regolazione, al contempo, non meriterebbe apprezzamento una disciplina che, anche solo indirettamente, inducesse a rinunciare del tutto all'*exit*, in favore della sola *voice*, quale strumento di pressione sugli amministratori delle società partecipate⁶¹.

sume valore positivo, essendo determinata dalla combinazione tra passività a breve e attivi a lungo termine.

⁵⁹ Come tra breve si vedrà, il controllo dei costi di rotazione del portafoglio è oggetto di informativa ai sensi della seconda regola contenuta nell'art. 126-*sexies* TUF, in materia di trasparenza sul contratto di gestione. Non è, quindi, necessario fornire un analogo dettaglio in caso di gestione diretta da parte dell'investitore istituzionale, ma è chiaro che le informazioni dovute in caso di gestione indiretta forniscono indicazioni utili a comprendere la prima regola, ora in esame nel testo. Esse presuppongono, infatti, la necessità di dare seguito, anche in caso di ricorso a un gestore di attivi, a principi di condotta dovuti pure in presenza di catene d'investimento meno complesse.

⁶⁰ V. *Impact Assessment*, 25.

⁶¹ *Ibid.*

2.3. *Gli obblighi di trasparenza in caso di ricorso a gestori di attivi*

La seconda regola che compone l'art. 124-*sexies* TUF riguarda, come detto, gli obblighi di pubblicità dovuti dagli investitori istituzionali nell'ipotesi in cui questi investano in società con azioni quotate «per il tramite» di gestori di attivi. Se per la definizione di tali categorie soggettive si rimanda all'art. 124-*quinquies*⁶², merita ricordare in questa sede come la norma non sembri adattarsi alla perfezione alle ipotesi in cui la gestione dei fondi pensione sia affidata mediante convenzione a un'impresa di assicurazione⁶³. In tal caso, infatti, la disposizione in esame non troverebbe applicazione, non rientrando l'impresa di assicurazione tra i gestori di attivi.

Come indicato dal tenore letterale della previsione, gli obblighi di pubblicità si applicano quando il gestore eserciti la propria attività su base individuale o collettiva. Il concetto di «accordo di gestione» si adatta senza particolari difficoltà alla prima fattispecie, nonché alle ipotesi in cui la gestione sia delegata o, comunque, affidata mediante convenzione a un soggetto abilitato alla gestione collettiva⁶⁴. Ma la norma sembra includere anche, sia pur con qualche incertezza lessicale, le ipotesi in cui l'investitore istituzionale si limiti a investire in OICR⁶⁵, dovendosi in tal caso avere riguardo al contenuto, tendenzialmente standardizzato, del rapporto di gestione. Depongono in tal senso, tra l'altro⁶⁶, l'art. 3-*nonies* SHRD II, recepito dalla norma in esame, e i Considerando (20) e (24) della medesima Direttiva Azionisti 2, i quali fanno riferimento all'investimento «tramite un organismo di investimento collettivo» e, rispettivamente, alla necessaria trasparenza, da parte dei gestori di attivi, delle proprie strategie di investimento relative al “fondo” gestito, anche

⁶² Si rammenti in particolare che, pur riferendosi da un punto di vista soggettivo ai soli investitori istituzionali italiani, la disciplina si applica, da un punto di vista oggettivo, anche nel caso di ricorso a gestori di attivi di altri Stati membri: v. *supra*, par. 1.2.

⁶³ V. *supra*, nt. 6 e testo relativo.

⁶⁴ V., ad es., in relazione ai fondi pensione, la previsione generale in materia di convenzioni di gestione contenuta nel già ricordato art. 6 TUPC (*supra*, par. 1.1).

⁶⁵ Come, ad es., previsto, per i fondi pensione, dal ricordato art. 5, co. 4, D.M. 166/2014.

⁶⁶ V. anche *Impact Assessment*, 21.

in comune con altri investitori. Inoltre, la stessa CONSOB ha confermato indirettamente tale interpretazione allorché, in esito alle consultazioni sulla nuova disciplina regolamentare in materia di comunicazioni dei gestori di attivi agli investitori istituzionali⁶⁷, ha ammesso l'ipotesi in cui la sottoscrizione del fondo avvenga, da parte dell'investitore istituzionale, senza alcuna interlocuzione diretta con il gestore⁶⁸. L'impiego della locuzione «accordo di gestione» anche in questi casi può spiegarsi con l'implicita assunzione, peraltro confermata anche da altre fonti, della natura contrattuale del rapporto di gestione⁶⁹. L'assenza di contatti *ad hoc* tra investitori istituzionali e gestori di attivi, unitamente alla necessità per i gestori di fornire agli investitori istituzionali informazioni aggiuntive relative alle proprie strategie⁷⁰, sembra spingere per una standardizzazione dal lato dell'offerta di prodotti gestiti, alcuni dei quali potranno assumere etichette che ne indichino la compatibilità con la disciplina SHRD II allorché sottoposti a tale tipo di *disclosure*⁷¹.

In generale, le indicazioni che devono essere pubblicate sono soggette a un regime di “*comply or explain*”. Il co. 3 della norma in esame prevede, infatti, che, qualora l'accordo di gestione non si esprima su un elemento informativo (o su più elementi informativi), l'investitore istituzionale debba illustrare «in modo chiaro e articolato» le ragioni per le quali ciò accada. Nel caso di adesione a un OICR, la norma sembra doversi leggere nel senso di condurre a una spiegazione delle ragioni per le quali, se ed in quanto esistano sul mercato alternative più complete sotto il punto di vista della disciplina contrattuale, sia stata cionondimeno data preferenza al gestore scelto.

Tra le informazioni che l'investitore istituzionale è tenuto a fornire con riguardo all'accordo di gestione, si segnala, per il pieno parallelismo con la prima regola dell'art. 124-*sexies* (analizzata nel par. precedente), la modalità con cui l'accordo stesso incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia (al vertice⁷²) e le decisioni di investimento (in fase attuativa) al «profilo e alla

⁶⁷ V. *infra*, par. 3.

⁶⁸ Cfr. Relazione Illustrativa CONSOB, 38.

⁶⁹ Cfr., ad es., All. 1B, Schema 1, § A.7, Regolamento Emittenti.

⁷⁰ V. *infra*, par. 3.

⁷¹ Cfr. Relazione Illustrativa CONSOB, 38.

⁷² Con riguardo alla differenza tra politica e strategia d'investimento v. *infra*, nt. 83 e testo relativo.

durata delle passività degli investitori istituzionali, in particolare delle passività a lungo termine».

Due elementi di particolare rilevanza nella determinazione degli incentivi in capo ai gestori di attivi sono quelli attinenti, da un lato, alle modalità (tra cui in particolare i *benchmark*) e ai tempi di valutazione dei risultati di gestione nonché, dall'altro lato, alla disciplina della rotazione del portafoglio (*turnover*). Quanto al primo aspetto, si è già rammentata l'importanza della frequenza della valutazione nella determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento del gestore⁷³. Un ulteriore elemento, considerato particolarmente importante in dottrina⁷⁴ e richiamato anche nei lavori preparatori⁷⁵, è, poi, quello dei criteri di valutazione delle *performance* del gestore.

Su tali aspetti, la previsione in esame richiede di indicare come il metodo e l'orizzonte temporale adottati per la valutazione dei risultati di gestione e per la determinazione della remunerazione corrispondano al «profilo e [alla] durata delle passività dell'investitore istituzionale, in particolare delle passività a lungo termine», ma anche come essi tengano conto dei «risultati assoluti a lungo termine». Il riferimento alla durata delle passività si spiega agevolmente secondo quanto si è indicato nel commento al co. 1 della norma in esame, soprattutto con riguardo alla frequenza trimestrale delle valutazioni di rendimento dei gestori.

La necessità di considerare i risultati "assoluti" a lungo termine merita, invece, una breve considerazione. Essa rappresenta, infatti, un tentativo di ridurre il ruolo, spesso esclusivo, ricoperto dai parametri di valutazione di carattere relativo del rendimento dei gestori attivi (*benchmark*). Tali criteri hanno in genere riguardo ai risultati del gestore in relazione a un determinato parametro (c.d. *alpha*), solitamente definito in base al rendimento di equilibrio (c.d. *beta*) di un portafoglio che replichi passivamente il medesimo livello di rischio.

Questo tipo di misurazione è contestato da parte della dottrina, la quale ritiene che essa incentivi i gestori a trascurare i rendimenti degli investimenti compiuti (e, in particolare, quelli di lungo termine) focalizzandosi, invece, sulle condotte dei gestori concorrenti, in danno dell'analisi dei fondamentali⁷⁶. Un

⁷³ V. *supra*, nt. 59 e testo relativo.

⁷⁴ V. *Kay Review Report*, 41 ss.

⁷⁵ V. *Impact Assessment*, 21 ss.

eccessivo appiattimento su tale criterio determinerebbe un gioco a somma zero, dato che i rendimenti dei gestori prescinderebbero dalla crescita complessiva dei ritorni di mercato, ritorni che, anzi, sono elisi nella determinazione del valore *alpha*. La medesima linea di pensiero ritiene, pertanto, che debba più correttamente aversi riguardo, quantomeno in aggiunta al modello di valutazione ora ricordato, ai rendimenti assoluti registrati, nel lungo termine, dal portafoglio gestito⁷⁷, così assicurando una focalizzazione del gestore sulle società partecipate e sulla loro buona gestione, più che sui propri concorrenti.

Quanto, invece, al *turnover*, gli investitori istituzionali sono tenuti a precisare in che modo essi controllino i costi di rotazione del portafoglio sostenuti dal gestore (e, quindi, in ultima analisi, dagli investitori istituzionali stessi e dai loro clienti), anche attraverso l'indicazione di un valore prefissato e del relativo intervallo di variazione. La norma riflette la preoccupazione che una rotazione eccessiva degli attivi azionari tradisca un orizzonte di breve periodo nella strategia d'investimento e sottopone, pertanto, a trasparenza rafforzata i relativi parametri. Pure se solo in via indiretta, la previsione può peraltro anche avere un ruolo di tutela da fenomeni di rotazione abusiva determinati dalla struttura delle commissioni di gestione (c.d. *churning*)⁷⁸.

Se le informazioni finora rammentate riguardano il rapporto, "a monte", tra investitore istituzionale e gestore, una seconda serie di indicazioni riguarda il rapporto, "a valle", tra gestore e società con azioni quotate. A tal proposito, va resa pubblica la modalità con cui l'accordo di gestione incentiva il gestore «a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni rela-

⁷⁶ Nuovamente, secondo la ricordata dinamica del *beauty contest* (*supra*, nt. 41): v. *Kay Review Report*, 40.

⁷⁷ *Ibid.*, 42, ove si fa riferimento per semplicità (ma in modo inaccurato) al valore *beta* (che, più precisamente, rappresenta una misurazione della sensibilità – o della volatilità e, quindi, del rischio – di un portafoglio rispetto al mercato di riferimento).

⁷⁸ In questo senso, pare, *Impact Assessment*, 23. Sebbene meno problematico dal punto di vista della brevità degli orizzonti temporali d'investimento, si registra, peraltro, anche il fenomeno opposto, ossia quello in cui ad una gestione attiva dichiarata corrisponde, di fatto, l'allineamento a una gestione passiva, senza che il cliente ne percepisca, tuttavia, i benefici in termini di riduzione delle commissioni di gestione (*closet indexing*: v. ESMA, *Supervisory work on potential closet index tracking* (ESMA/2016/165), 2016, disponibile presso il sito <https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-supervisory-work-potential-closet-index-tracking>).

tive ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate» e a seguire politiche di *engagement* (cfr. art. 124-*quinquies* TUF) per stimolare tali risultati. Il riferimento ai risultati non finanziari – merita, forse, precisare – riguarda le «questioni sociali, ambientali e di *governance*» coinvolte nell'attività d'impresa (cfr. il Considerando (22) SHRD II). Si dà, in tal modo, rilievo esplicito, tra i criteri di gestione, alle materie ESG, come detto particolarmente idonee a favorire un'ottica di investimento di lungo termine.

2.4. Rapporti con altre discipline

Le informazioni dovute dagli investitori istituzionali ai sensi di entrambe le regole sopra descritte sono, significativamente, rivolte non solo alla loro clientela, ma «al pubblico» in generale (cfr. art. 124-*sexies*, co. 3). Ciò conferma ulteriormente come la *ratio* della disciplina in esame sia diretta alla tutela non tanto – o, comunque, non solo – dei beneficiari dei fondi pensione o dei titolari delle polizze assicurative, quanto, piuttosto, del buon governo societario delle società con azioni quotate⁷⁹.

A dire il vero, la disciplina ora rammentata, pur di nuova introduzione, non interviene in un contesto normativo completamente vergine rispetto ad obblighi informativi analoghi. Non sembra, tuttavia, che il legislatore europeo, prima, e nazionale, poi, abbiano sempre tenuto conto dell'esigenza di coordinare vecchie e nuove previsioni.

Per quanto riguarda le imprese di assicurazione, l'art. 124-*sexies*, co. 5, prevede che le informazioni in esame siano inserite nella relazione sulla solvibilità e sulla condizione finanziaria prevista dall'art. 47-*septies* CAP⁸⁰.

Meno lineare è, invece, il quadro normativo per i fondi pen-

⁷⁹ Le modalità di pubblicazione delle informazioni in esame sono definite, in parte, direttamente, in via legislativa, dallo stesso art. 124-*sexies*, co. 4, e, in parte, attraverso rinvio alla disciplina di rango regolamentare ad opera dell'art. 124-*novies*, co. 3.

⁸⁰ Il richiamo che la previsione compie anche al regime delle esenzioni dall'obbligo di pubblicità previste dall'art. 45-*octies* CAP suggerisce che pure le informazioni oggetto dell'art. 124-*sexies* possono non essere fornite allorché ricorrano i presupposti ivi previsti (tra cui rientra la possibilità di un vantaggio ingiustificato per i concorrenti).

sione. Questi sono, infatti, già soggetti, accanto agli obblighi di informativa nei confronti dei soli aderenti o potenziali aderenti, al dovere di rendere disponibile (si noti) al pubblico un documento sugli obiettivi e sui criteri della propria politica di investimento (cfr. art. 6, co. 5-*quater*, TUPC). Il documento deve indicare, tra l'altro, la ripartizione delle attività del fondo in relazione alla natura e alla durata delle prestazioni pensionistiche dovute, con ciò contribuendo già in buona parte a fornire indicazione sull'approccio alla trasformazione delle scadenze che caratterizza il fondo. Inoltre, la medesima previsione richiede l'indicazione del modo in cui i fattori ESG sono inclusi nella politica d'investimento⁸¹.

I fondi pensione sono, inoltre, tenuti a verificare i risultati della gestione, non solo allorquando questa sia svolta in via diretta, ma anche in caso di convenzione di gestione⁸², «mediante l'adozione di parametri di riferimento coerenti con gli obiettivi e i criteri della politica di investimento». Pure tali parametri sono già resi pubblici nel documento, ora richiamato, sulla politica di investimento e devono essere specificati nella stessa convenzione di gestione (cfr. art. 3, co. 5, D.M. 166/2014).

I due documenti che i fondi pensione sono tenuti a pubblicare – quello richiesto dall'art. 124-*sexies* TUF e quello previsto dall'art. 6, co. 5-*quater*, TUPC – non sono, peraltro, perfettamente congruenti. Basti citare due differenze, rispettivamente nel contenuto e nella periodicità dell'informazione. La prima differenza sembra derivare, pur nell'incertezza del dato normativo, dalla diversità tra «politiche di investimento», oggetto dell'art. 6 TUPC, e «strategie di investimento azionario» (o, addirittura, «decisioni di investimento»), oggetto dell'art. 124-*sexies* TUF. Le politiche di investimento sono, per loro natura, più generali, indicando, ad es., la tipologia generale degli attivi, mentre le strategie di investimento hanno riguardo alle più specifiche modalità di selezione di tali attivi e, nel nostro caso, delle azioni in particolare⁸³. La seconda differenza ha riguardo, invece, al-

⁸¹ Cfr. anche art. 6, co. 14, TUPC.

⁸² V. *supra* nt. 6 e testo relativo.

⁸³ Sul punto v., con riguardo alla gestione collettiva, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Fattispecie e forme*, Milano, EGEA, 2017, 65 s. (ove anche il riferimento al Titolo I, Capitolo 2, e al Titolo V, Capitolo I, del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio). Il riferimento alla gestione collettiva nell'interpretazione di una previsione

l'intervallo di aggiornamento minimo – ossia, fatti salvi aggiornamenti più frequenti in caso di eventi rilevanti – dei due documenti: per le informazioni indicate dal rammentato art. 6, co. 5-*quater*, tale intervallo è triennale, mentre l'art. 124-*sexies* richiede un aggiornamento annuale, a parziale conferma del maggior livello di dettaglio richiesto. Pur in assenza di una previsione analoga all'art. 124-*sexies*, co. 5, nulla sembra comunque impedire che il documento previsto dall'art. 6, co. 5-*quater*, TUPC, includa anche – sia pur non esclusivamente – le informazioni sulle strategie di investimento e sugli accordi con i gestori di attivi, con l'avvertenza che, in ogni caso, la revisione di queste ultime deve avvenire su base almeno annuale.

Un rapido cenno merita, infine, la disciplina delle modalità di pubblicazione delle informazioni previste dall'art. 124-*sexies*. Per disposizione di rango legislativo, queste devono essere rese note gratuitamente sul sito dell'investitore istituzionale o «attraverso altri mezzi facilmente accessibili *on-line*»⁸⁴.

3. Trasparenza dei gestori di attivi

L'art. 124-*septies* TUF definisce un regime di trasparenza a cui sono soggetti i gestori di attivi, così come definiti nell'art. 124-*quater*. Gli obblighi che la previsione stabilisce hanno una funzione per molti aspetti strumentale rispetto a quelli che l'art. 124-*sexies* pone in capo agli investitori istituzionali (nuovamente, come definiti nell'art. 124-*quater*). Questi ultimi, infatti, sono vincolati a rendere pubblici gli elementi essenziali dell'accordo di gestione che intercorre con il gestore di attivi, rendendo in tal modo edotto il mercato sugli elementi, per così dire, programmatici dell'accordo. La norma in esame si occupa, invece, delle informazioni relative alla fase esecutiva dell'accordo di gestione, assicurando che gli investitori istituzionali (non già, si badi,

ne relativa agli investitori istituzionali pare pertinente, dato che alla «strategia di investimento» si fa riferimento, nel co. 2 della norma in esame, anche con riguardo ai gestori di attivi. Inoltre, analoga distinzione terminologica tra «politica d'investimento» e «strategie di investimento» si rinviene pure, nel contesto dei fondi pensione, nell'art. 3, co. 1 e 2 rispettivamente, D.M. 166/2014.

⁸⁴ A tale previsione si è aggiunto anche il regime di rango regolamentare di cui alla Delibera IVASS e alla Delibera COVIP (cfr. art. 124-*novies*, co. 3, lett. b), TUF, artt. 5 e 6 Decreto *Governance*, art. 6-*bis*, co. 2, TUPC e art. 47-*duodecies*, co. 2, CAP).

il pubblico in quanto tale) ricevano le informazioni pertinenti. Al contempo, l'art. 124-*septies* rafforza la disciplina dell'*engagement* e dei consulenti in materia di voto assicurando il rispetto dei principi generali, definiti dagli artt. 124-*quinquies* e 124-*octies* TUF, anche nelle fattispecie in cui la catena d'investimento comprenda un gestore di attivi.

Così come per l'art. 124-*sexies*, anche la disciplina prevista dall'art. 124-*septies* si applica ai soli gestori di attivi aventi sede in Italia, ma include altresì i casi in cui questi ultimi prestino i propri servizi a investitori istituzionali aventi sede in altri Paesi dell'Unione europea⁸⁵.

Il contenuto delle informazioni che il gestore di attivi deve comunicare all'investitore istituzionale è definito da due previsioni, una di carattere generale, l'altra più specifica.

La prima previsione riflette, inevitabilmente, quanto già indicato con riguardo agli obblighi degli investitori istituzionali secondo l'art. 124-*sexies*: i gestori di attivi devono, infatti, comunicare a questi ultimi in che modo la loro strategia d'investimento (in chiave programmatica) e la relativa attuazione (in fase esecutiva: *stock picking*) rispettino gli accordi di gestione precedentemente conclusi, così favorendo – come richiesto dal più volte ricordato art. 124-*sexies* – il rendimento a medio e lungo termine degli investitori istituzionali (in caso di gestione individuale o, comunque, di convenzione o delega gestionale) o dei fondi (in caso di gestione in monte).

La seconda previsione, come detto di carattere più specifico, definisce un (ulteriore) contenuto minimo della comunicazione dovuta dai gestori di attivi agli investitori istituzionali. Pure in tal caso, il contenuto della comunicazione rivela la natura strumentale della previsione, riflettendo obblighi di condotta stabiliti da altre previsioni, l'ottemperanza alle quali l'art. 124-*septies* mira a garantire anche nel caso in cui la catena d'investimento includa (almeno) un gestore di attivi.

Una prima serie di indicazioni da fornire all'investitore istituzionale ai sensi della seconda previsione ricordata riguarda la composizione e i costi del portafoglio gestito. A tal proposito, i gestori devono comunicare i «principali rischi a medio e lungo termine associati agli investimenti» e fornire informazioni sulla

⁸⁵ V. *supra*, par. 1.2.

composizione del portafoglio (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. a). Essi devono, inoltre, precisare se siano state adottate decisioni di investimento – e, in caso affermativo, darne una descrizione – basate su un’analisi dei risultati di medio e lungo termine delle società con azioni quotate partecipate, anche alla luce dei risultati non finanziari⁸⁶ (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. b). Come indicato⁸⁷, una variabile rilevante – per quanto non sempre decisiva – per valutare l’effettivo orizzonte temporale seguito nella gestione è quella dell’intensità di rotazione del portafoglio, parimenti oggetto di informativa nei confronti dell’investitore istituzionale, insieme al livello dei costi che essa determina (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. a)⁸⁸.

Un secondo gruppo di informazioni concerne, invece, gli aspetti più legati all’esercizio dei diritti amministrativi (*voice*) da parte del gestore. A tale riguardo, i gestori di attivi devono informare gli investitori istituzionali con cui abbiano concluso un accordo di gestione circa alcuni aspetti relativi all’attività di *engagement*. In particolare, essi devono specificare l’eventuale ricorso a consulenti in materia di voto (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. a) e fornire informazioni sull’eventuale presenza di conflitti di interesse, specificando, in caso affermativo, le misure adottate per gestirli (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. c)⁸⁹.

Un ultimo tema attinente ai poteri di *voice* che si è da tempo⁹⁰ rivelato particolarmente delicato riguarda le condotte dei gestori di attivi sotto il profilo del prestito titoli. La preoccupazione relativa a tale pratica deriva dal fatto che, per monetizzare il valore del diritto di voto che essi non intendono esercitare per

⁸⁶ E, quindi, dei profili ESG sopra ricordati (v. *supra*, nt. 34 e testo relativo).

⁸⁷ V. *supra*, nt. 78 e testo relativo.

⁸⁸ Come indicato, commissioni di gestione positivamente correlate alla movimentazione del portafoglio possono indurre, a causa del conflitto d’interessi che ne deriva, a *turnover* eccessivi (c.d. *churning*: v. *supra*, nt. 78).

⁸⁹ Anche in tal caso, la previsione garantisce il rispetto, pure nell’ipotesi di gestione per il tramite di un gestore di attivi, delle previsioni che contemplano un analogo regime in un contesto di gestione diretta: cfr., per i conflitti di interessi nelle attività di *engagement*, l’art. 124-*quinquies*, co. 1 e 4, su cui v. *infra*, cap. VI di questo Volume.

⁹⁰ V. già LINSTOCK, *Share lending vis-a-vis voting - A report commissioned by the International Corporate Governance Network* (2004). Più recentemente, v. il noto saggio di H. HU, B. BLACK, *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, in *Business Lawyer*, 2006, 1101 ss.

le più varie ragioni, alcuni gestori cedono, per prassi in prestito, prima dell'assemblea⁹¹, le azioni che incorporano tali diritti, in modo da riottenerle al termine della stessa avendo, nel frattempo, percepito un beneficio economico. Le ragioni per cui tale condotta può essere considerata individualmente razionale, anche nell'interesse del fondo gestito, naturalmente non mancano: ad es., il gestore può ritenere che, non essendo la partecipazione detenuta decisiva, il relativo prestito possa, comunque, determinare un ritorno netto positivo.

Dal punto di vista della *governance* (o, se si vuole, in un'ottica di teoria dei giochi, della razionalità dal punto di vista del benessere collettivo del gruppo degli azionisti), questa strategia può, tuttavia, presentare dei costi che la disciplina in esame invita a tenere in considerazione sotto il profilo dei benefici a lungo termine degli investitori istituzionali.

Basti pensare a due esempi. In primo luogo, anche quando la partecipazione detenuta dal gestore non è in grado, da sola o in combinazione con altre, di determinare l'esito dell'assemblea, la direzione del voto comunque espresso offre un segnale all'emittente e al mercato⁹²: in tali circostanze, non sarebbe, pertanto, corretto giudicare il voto come privo di valore, allorché si debba decidere se ricorrere al prestito di azioni. In secondo luogo, è possibile che una o più partecipazioni, pur trascurabili, quando date in prestito contribuiscano a rafforzare il potere di voto altrui, senza che vi sia certezza circa l'esercizio di quest'ultimo nella direzione più utile all'investitore istituzionale: in caso di divergenza tra i due indirizzi di voto, l'impatto negativo in termini di ritorni attesi andrebbe dedotto dal profitto del prestito titoli.

Per tali ragioni, la norma in esame prevede che il gestore di attivi informi l'investitore istituzionale sulla propria politica di prestito titoli e sulla coerenza di quest'ultima con l'attività di *engagement*, soprattutto in occasione delle assemblee delle società partecipate (cfr. art. 124-*septies*, co. 2, lett. a)⁹³.

⁹¹ O, più precisamente, prima della relativa *record date*: v. M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista ed esercizio del diritto di voto nella S.p.A. quotata*, Torino, Giappichelli, 2012, 261 ss.

⁹² Per evidenze, v. F. BALOTTI ET AL., *Meetings of Stockholders*, New York, Aspen Publishers, 2007, 5-13 e 7-17 ss.

⁹³ L'importanza di questi aspetti è segnalata, ancora una volta, dalla di-

Tutte le indicazioni dovute ai sensi dell'art. 124-*septies* sono fornite su base annuale e presentano, pertanto, la stessa periodicità dell'informazione prevista dall'art. 124-*sexies*, facilitandone, se del caso, il consolidamento da parte dell'investitore istituzionale nel documento ivi previsto. In ragione della sua natura strumentale, che ne rende necessario il rispetto affinché l'investitore istituzionale possa adempiere ai propri doveri nei confronti dei beneficiari finali, l'informazione in esame va fornita in ogni caso, non essendo soggetta (a differenza di quanto visto in relazione alle indicazioni *ex art. 124-sexies*) ad un regime di "comply or explain".

Poiché la comunicazione delle informazioni in esame è funzionale all'adempimento dei doveri degli investitori istituzionali, ci si potrebbe attendere che questa faccia leva su una *disclosure* di carattere selettivo. In realtà, regole di varia natura conducono frequentemente a un diverso risultato, richiedendo la comunicazione vuoi nei confronti di tutti gli investitori del fondo, vuoi addirittura del pubblico in generale. Queste regole riguardano, in primo luogo, il veicolo della *disclosure* e, in secondo luogo, la parità di trattamento tra gli investitori del medesimo fondo.

Il principio generale è che la comunicazione in discorso non è dovuta nel caso in cui le informazioni richieste siano già a disposizione del pubblico (cfr. art. 124-*septies*, co. 3). Le circostanze in cui ciò può accadere dipendono principalmente dal canale di comunicazione, che è, a propria volta, oggetto di disciplina. Più in dettaglio, le informazioni sopra ricordate sono comunicate, nel caso di gestione collettiva, con la relazione annuale del fondo e, in caso di gestione individuale, con il rendiconto periodico. Se quest'ultimo strumento, dovuto ai sensi dell'art. 60 Regolamento (UE) 2017/565⁹⁴, è, per sua natura, individuale, in materia di gestione collettiva occorre distinguere tra fondi UCITS (o OICVM) e fondi alternativi (FIA). Per i primi, la relazione annuale del fondo è oggetto di pubblicazione ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. b, D.M. 5 marzo 2015, n. 30⁹⁵: questa re-

disciplina prudenziale. V., ad es., per i fondi pensione, l'art. 4, co. 3, D.M. 166/2014.

⁹⁴ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta Direttiva, in G.U. dell'Unione europea del 31 marzo 2017.

⁹⁵ Regolamento attuativo dell'art. 39 TUF concernente la determinazione

lazione sarà, pertanto, l'unico veicolo di *disclosure*, non rendendosi necessaria una comunicazione individuale aggiuntiva. Per i FIA, invece, la relazione annuale non è oggetto di pubblicazione⁹⁶, essendo semplicemente messa a disposizione degli investitori che ne facciano richiesta (cfr. art. 3, co. 1, lett. *b*, del citato D.M. 30/2015).

Su tale impianto si innesta la disciplina stabilita dalla CONSOB, sentite la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP, in materia di «termini e modalità» della comunicazione dovuta dai gestori di attivi agli investitori istituzionali (cfr. art. 124-*novies*, co. 1, TUF).

Le previsioni di rango secondario (cfr. art. 143-*septies* Regolamento Emittenti) si segnalano, in particolare, per due profili. Il primo riguarda la possibilità che i gestori di attivi adempiano agli obblighi informativi in esame, a loro discrezione e con esclusivo riguardo alla gestione collettiva, anche «mediante una comunicazione ai partecipanti, distinta e contestuale alla messa a disposizione della relazione annuale»⁹⁷. L'opzione non è contemplata espressamente dall'art. 124-*septies*, co. 4, TUF, il quale, tuttavia, prevede che le informazioni sulla strategia di investimento e sulla relativa attuazione debbano essere comunicate «con» la relazione annuale del fondo. La lettera della legge pare, quindi, compatibile tanto con l'inserimento nella relazione annuale ora ricordata, quanto con una comunicazione separata ma simultanea. Il secondo aspetto di rilievo riguarda il fatto che, sempre con riguardo alla gestione collettiva, la condivisione delle informazioni ora ricordate con comunicazione esterna alla relazione annuale non deve avvenire in modo selettivo in favore dei soli investitori istituzionali, nella misura in cui i partecipanti al fondo siano protetti dal principio di parità di trattamento. Per tale ragione, la disciplina secondaria fa riferimento, genericamente, ai «partecipanti al fondo». Secondo la CONSOB, può derogarsi alla comunicazione generalizzata a tutti i partecipanti del fondo nel solo caso dei FIA riservati, in quan-

dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani. in G.U. n. 65 del 19 marzo 2015.

⁹⁶ Salvo il caso di FIA ammessi a negoziazione su mercati regolamentati, per i quali è richiesta la pubblicazione della relazione finanziaria annuale ai sensi dell'art. 154-*ter* TUF (cfr. art. 3, co. 3, del citato D.M. 30/2015).

⁹⁷ Cfr. il Documento di Consultazione CONSOB, 31 e 91 ss.

to, appunto, non soggetti al principio della parità di trattamento tra i quotisti⁹⁸.

La disciplina che deriva dal combinato disposto delle norme di rango primario e secondario può, pertanto, ricostruirsi lungo tre alternative, come segue: (i) nel caso in cui i gestori di attivi decidano, allorché prestino attività di gestione collettiva del risparmio, di inserire le informazioni in esame nelle relazioni annuali, la diffusione delle informazioni stesse seguirà quella di tali documenti, nei termini sopra ricordati (e, quindi, essenzialmente: circolazione pubblica per i fondi UCITS, circolazione presso tutti i quotisti per i FIA); (ii) nel caso in cui i gestori di attivi decidano, allorché prestino attività di gestione collettiva del risparmio, di trasmettere le informazioni in esame con comunicazione separata (per quanto contestuale alle relazioni annuali), vale quanto indicato *sub* (i), con l'eccezione dei FIA riservati; (iii) per i FIA riservati, rispetto ai quali il gestore abbia optato per la comunicazione separata e per la gestione individuale, la trasmissione delle informazioni in esame avviene in modo selettivo, nei confronti dei soli partecipanti al FIA riservato che siano investitori istituzionali (salvo diversa volontà del gestore che preferisca rispettare a parità di trattamento pur non essendovi tenuto) o, rispettivamente, dei titolari del portafoglio individuale.

⁹⁸ V. Relazione Illustrativa CONSOB, 41.

