

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Evoluzione degli assetti di controllo:
gli investitori istituzionali**

di Magda Bianco e Paolo Emilio Signorini



Numero 243 - Dicembre 1994

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Evoluzione degli assetti di controllo:
gli investitori istituzionali**

di Magda Bianco e Paolo Emilio Signorini

Numero 243 - Dicembre 1994

La serie "Temi di discussione" intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati raccolti nel numero speciale dei "Contributi all'analisi economica" del 1994; quelli della seconda fase sono stati discussi nel corso di un convegno svoltosi a Roma nei giorni 24-25 marzo 1994. I rapporti conclusivi presentati in quella occasione sono pubblicati dalla casa editrice Il Mulino.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, CURZIO GIANNINI, LUIGI GUIZO, DANIELE TERLIZZESE, SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI DI CONTROLLO: GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

di Magda Bianco (*) e Paolo Emilio Signorini (**)

Sommario

Gli investitori istituzionali hanno iniziato negli ultimi anni a esercitare un ruolo attivo nel sistema anglosassone di controllo delle imprese. Le trasformazioni in atto negli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane e il dibattito che le accompagna pongono interrogativi sul ruolo che potrebbe essere svolto dai fondi pensione e dagli altri investitori istituzionali anche nel nostro paese. Nel lavoro vengono discussi gli incentivi di questi operatori a intervenire attivamente nella supervisione delle imprese e gli effetti delle loro azioni. La normativa societaria e la regolamentazione dell'attività delle diverse tipologie di investitori hanno ovviamente un ruolo determinante. Nel lavoro si conclude che anche in Italia vi è spazio per un ruolo più attivo degli investitori istituzionali. La normativa societaria pone tuttavia ancora ostacoli a una loro presenza efficace nella supervisione delle imprese.

Indice

1. Premessa: modelli di controllo e investitori istituzionali	p. 5
2. Lo sviluppo degli investitori istituzionali	p. 10
3. Un ruolo possibile	p. 14
4. Il caso anglosassone	p. 23
4.1 Aspetti generali	p. 23
4.2 I fondi pensione privati	p. 29
4.3 I fondi pensione pubblici	p. 32
4.4 Le compagnie di assicurazione	p. 35
4.5 I fondi comuni	p. 37
4.6 I risultati ottenuti	p. 37
5. Investitori istituzionali in Italia e loro ruolo possibile	p. 39
5.1 Le società di gestione di fondi comuni	p. 43
5.2 Le società di intermediazione mobiliare	p. 50
5.3 Le società di assicurazione	p. 53
5.4 I fondi pensione	p. 56
6. Conclusioni	p. 59
Riferimenti bibliografici	p. 62

(*) Banca d'Italia, Servizio Studi.

(**) Banca d'Italia, Servizio Normativa e affari generali di Vigilanza.

1. Premessa: modelli di controllo e investitori istituzionali¹

Le trasformazioni degli assetti proprietari e di controllo delle imprese italiane in atto e il dibattito che le accompagna pongono interrogativi sul ruolo che potrebbe essere svolto dai fondi pensione e dagli altri investitori istituzionali. L'analisi è sollecitata dal ruolo crescente che tali soggetti sembrano potere svolgere in altri capitalismi.

Occorre innanzi tutto definire cosa si intenderà in quanto segue per investitori istituzionali. In generale vi includeremo le istituzioni che assumono partecipazioni nelle società per conto di altri soggetti dei quali gestiscono il portafoglio, ma non fanno credito a tali società² (almeno non direttamente) e non esercitano direttamente il controllo sulla gestione: in pratica fondi comuni, altri organismi di investimento collettivo, fondi pensione, imprese di assicurazioni, altri organismi di gestione del risparmio. Prendiamo quindi in considerazione soltanto i fondi chiusi che non hanno come obiettivo quello di esercitare il controllo (quali alcuni fondi gestiti da società di merchant banks o venture capital); infatti si può argomentare che tale attività richiede una specializzazione particolare, differente da quella delle società che in genere gestiscono fondi.

¹ Desideriamo ringraziare per i suggerimenti e le informazioni forniteci, senza coinvolgerne la responsabilità, Fabrizio Barca, Francesco Frasca, Maria Lo Monaco, Ambrogio Rinaldi, Paola Sapienza e Bruna Szegö della Banca d'Italia, il dr. Mauro Albanese di IMIGEST e, in particolare, il prof. Roberto Weigmann, discussant del lavoro. Le opinioni espresse non coinvolgono l'Istituto di appartenenza.

² Escludiamo cioè dalla trattazione il caso delle partecipazioni dirette degli istituti di credito nelle imprese, in quanto esse generano problemi relativi ai conflitti di interesse che richiederebbero una trattazione specifica.

Nel sistema di controllo delle imprese (corporate governance) anglosassone, il problema della garanzia ai finanziatori, che forniscono capitale di rischio o credito, è stato risolto essenzialmente attraverso l'operare del mercato per il controllo societario³.

Uno dei limiti principali attribuiti a questo strumento è che esso imporrebbe ai manager delle imprese obiettivi di breve periodo e, nel trade-off tra garanzie per i finanziatori e certezza del controllo, porrebbe tutto il peso a favore delle prime, con la conseguenza di indurre nei manager un comportamento eccessivamente rivolto all'orizzonte temporale di breve periodo. In risposta a questo problema si sono sviluppate - soprattutto negli Stati Uniti - misure di difesa dalle scalate, sia a opera dei manager stessi (e quindi recepiti negli statuti delle imprese) sia attraverso l'emergere di legislazioni statali meno favorevoli alle acquisizioni. Secondo alcuni queste misure avrebbero, almeno in parte, riportato il peso a favore della certezza del controllo.

Si sta riproponendo quindi nel sistema anglosassone la questione di come risolvere il problema di "agenzia" tra azionisti e manager dell'impresa senza indurre un comportamento eccessivamente "miope" nei manager.

Tra le risposte a questo problema vi è la proposta di introdurre nei consigli di amministrazione (finora per lo più emanazione del management) un numero sempre maggiore di amministratori indipendenti⁴. Anche questa proposta presenta

³ Ma anche grazie a strumenti quali i doveri fiduciari, una sempre maggiore presenza di amministratori indipendenti, schemi di incentivi per i manager, la struttura del capitale, la competizione sui mercati del prodotto e del lavoro (Bianco, 1994).

⁴ Vale a dire senza legami diretti con la società.

tuttavia dei limiti: l'indipendenza degli amministratori può infatti ridurre gli incentivi a una supervisione attenta, se non vi sono altri meccanismi, ad esempio la reputazione, che riducano il problema.

Indipendentemente da questi sviluppi, si è verificata soprattutto negli Stati Uniti (ma anche in tutti i maggiori paesi occidentali) una crescita rilevante degli investitori istituzionali come gestori del risparmio collettivo nei mercati dei capitali. Alcune caratteristiche del loro sviluppo hanno iniziato a interferire con l'evoluzione della corporate governance delle società. L'intensità della competizione ha reso sempre più difficile per i gestori "superare il mercato" in termini di risultati semplicemente acquistando e vendendo; è inoltre cresciuto il peso che gli investitori hanno assunto nelle singole società in termini di quote possedute, il che ha reso più difficile venderle in blocco sul mercato.

Si dibatte pertanto ora se questi agenti non possano o addirittura non debbano affiancarsi al mercato per imporre la disciplina necessaria nella gestione delle imprese.

Meno essenziale appare a prima vista il loro ruolo in altri modelli di controllo⁵ quale quello tedesco/giapponese, in cui sembra meno rilevante la necessità di supervisione del management. Anche per il modello tedesco vi sono tuttavia segnali di una evoluzione verso una ridotta partecipazione delle istituzioni creditizie nel controllo delle imprese⁶ e

⁵ Sottolineiamo che si discute in quanto segue il ruolo degli investitori istituzionali unicamente sotto il profilo della corporate governance delle imprese e non ad esempio sotto quello dello sviluppo dei mercati finanziari (sebbene le due questioni siano ovviamente collegate).

⁶ Cfr. Sabel, Griffin, Deeg (1993). C'è chi sostiene - cfr. Edwards e Fisher (1991) - che tale ruolo è sempre stato limitato.

quindi verso una maggiore autonomia del management. Si renderebbe quindi necessaria anche in questo caso qualche forma di disciplina del management.

Il modello di controllo italiano ha caratteristiche differenti da entrambi i modelli⁷. È infatti caratterizzato da una maggiore concentrazione della proprietà, per cui la separazione tra proprietà e controllo appare in prima istanza limitata. In realtà, un ruolo assai rilevante è svolto dal meccanismo del controllo di gruppo (di tipo gerarchico, volto a garantire la possibilità di controllare risorse che non potrebbero essere gestite mediante il controllo diretto), del controllo familiare (a sua volta in alcuni casi strutturato in gruppo), oltre che di quello esercitato con la quasi totalità dei diritti di proprietà. La tipologia del controllo di gruppo consente la raccolta di finanziamenti al di là delle disponibilità del singolo controllante, generando separazione tra proprietà e controllo. Al di fuori delle relazioni fiduciarie fondate su legami di parentela o su accordi strategici e contrattuali fra i proprietari, non operano in Italia nella struttura dei gruppi altri strumenti per tutelare i finanziatori non controllanti. Per gli altri due modelli di controllo (familiare e con la maggioranza assoluta della proprietà), d'altra parte, può porsi in generale un problema di finanziamento e allocazione/riallocazione efficiente del controllo⁸. Tutto il sistema è caratterizzato da bassa mobilità del controllo. Per il caso italiano sembra quindi porsi con particolare gravità un problema di garanzie per i finanziatori non controllanti, in assenza delle quali i finanziamenti esterni potrebbero essere inferiori al livello ottimale possibile. Questo

⁷ Cfr. Barca, Bianco, Cannari, Cesari, Gola, Manitta, Salvo, Signorini (1994) e Barca, Bianchi, Brioschi, Buzzacchi, Casavola, Filippa, Pagnini (1994).

⁸ Cfr. Barca, Casavola e Perassi (1994), Manzone e Trento (1994), Barca, Bianco, Cannari, Cesari, Gola, Manitta, Salvo e Signorini (1994), Barca (1994).

problema potrebbe essere ridotto da un aumento della presenza di azionisti non controllanti di maggior peso.

Alla soluzione di alcuni di questi problemi devono contribuire la definizione di regole e lo sviluppo di intermediari. Tra questi ultimi potrebbero figurare gli investitori istituzionali, in qualità di fornitori di finanziamenti sotto forma di capitale di rischio. Essi potrebbero garantire, entro certi limiti, la supervisione del management di eventuali public companies che potrebbero nascere con il processo di privatizzazione, e potrebbero in generale svolgere un ruolo di minoranza qualificata in strutture di controllo che non offrono sufficienti garanzie ai finanziatori.

Per verificare entro quali limiti gli investitori istituzionali possano affiancarsi al mercato per imporre la disciplina necessaria al management vanno valutate due questioni: 1) innanzi tutto se gli investitori istituzionali abbiano, per loro natura o comunque sotto certe condizioni, gli incentivi a esercitare un ruolo attivo nel governo delle imprese, e quindi possano realizzare, almeno in parte, quella supervisione sul management che i piccoli azionisti indipendenti non sono in grado di svolgere. Se ciò fosse possibile, gli investitori istituzionali, oltre a sostituirsi a una parte degli azionisti (che diverrebbero sottoscrittori degli investitori), potrebbero anche garantire gli altri finanziatori non controllanti dagli abusi del management⁹; 2) in secondo luogo se gli incentivi a che gli investitori esercitino un ruolo attivo non siano ridotti dalla presenza di un problema di "agenzia" simile a quello esistente tra management e piccoli azionisti: potrebbe cioè aversi una relazione di agenzia tra investitore istituzionale e i suoi sottoscrittori, che, essendo in numero elevato, non sarebbero in grado di realizzare la supervisione, questa volta

⁹ Riducendo così il problema di "agenzia" tra risparmiatore e manager dell'impresa controllante.

sull'investitore¹⁰.

Le due questioni si pongono in modo diverso per le diverse tipologie di investitori. In quanto segue si tenterà di esplicitare la rilevanza dei due punti tenendo conto, per quanto possibile, di tali differenze.

Nel lavoro si discuterà pertanto in primo luogo se e come gli investitori possano rivestire il ruolo di garanti dei finanziatori, essenzialmente alla luce dell'esperienza anglosassone, per valutare poi se questo ruolo appaia desiderabile anche per il modello di controllo italiano e di quali caratteristiche istituzionali necessiti tale ruolo.

Le conclusioni che si traggono nel lavoro sono che vi è spazio per un ruolo attivo degli investitori; che tale ruolo è stato esercitato, sia pure in modo ancora limitato, in altri paesi, con risultati positivi; che tuttavia solo alcune categorie hanno incentivi sufficienti a esercitarlo e che forme di regolamentazione sono necessarie per garantire effetti positivi. La normativa italiana, sebbene in alcuni casi restrittiva (specie nelle disposizioni applicative), non sembra complessivamente precludere ancora tali possibilità.

2. Lo sviluppo degli investitori istituzionali

Il risparmio gestito negli anni recenti è divenuto una quota sempre più rilevante delle attività finanziarie delle famiglie. Lo sviluppo del risparmio gestito nei vari paesi è stato in generale fortemente influenzato dalle disposizioni regolamentari e dagli incentivi fiscali: nei paesi anglosassoni si sono sviluppati soprattutto i fondi pensione aziendali, in Germania e Giappone le assicurazioni sulla vita, in Francia nuovi soggetti di gestione del risparmio

¹⁰ Problema analogo a quello che si pone per gli amministratori - sia pure indipendenti - delle società.

personale, gli organismi di investimento collettivo (De Felice e Miranda, 1992). Tra il 1980 e il 1990 si è avuto, in tutti i maggiori paesi occidentali, un incremento del peso degli investitori istituzionali nelle attività finanziarie delle famiglie. Nel 1991 la quota era pari al 35,4 per cento negli Stati Uniti, del 24,9 in Giappone, del 47,4 nel Regno Unito (1989), del 25,4 in Germania (1990), del 24,5 in Francia (1990) e soltanto del 12 per cento in Italia.

Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna il ruolo più rilevante è stato svolto dai fondi pensione, che detengono circa un quarto delle attività finanziarie delle famiglie. I motivi del loro sviluppo vanno ricercati soprattutto nel basso livello delle prestazioni sociali fornite dal sistema di sicurezza nei due paesi e nel favorevole trattamento fiscale previsto su tali forme di investimento sia per le imprese che per i lavoratori. Accanto ai fondi pensione, negli Stati Uniti un ruolo rilevante è stato assunto dai fondi comuni di investimento, che nel 1991 detenevano l'8,3 per cento delle attività finanziarie delle famiglie (De Felice e Miranda, 1992). Nel Regno Unito, invece i fondi comuni (Investment Trusts, ma soprattutto Unit Trusts), nonostante la crescita rilevante nella seconda metà degli anni ottanta, continuano a rappresentare solo il 2 per cento delle attività finanziarie. Più rilevante è il peso delle compagnie di assicurazione.

In Germania e Giappone i fondi pensione hanno un ruolo meno rilevante a causa del diverso sistema di sicurezza sociale. La crescita del risparmio gestito è quindi da attribuire principalmente alle compagnie di assicurazione.

Anche in Francia lo sviluppo dei fondi pensione è stato trascurabile a causa dei benefici relativamente ampi che il sistema pensionistico offre. Lo sviluppo dei mercati dei capitali è avvenuto soprattutto incentivando lo sviluppo di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari

(OPCVM) con un trattamento fiscale favorevole¹¹.

Il caso italiano è atipico in questo panorama. Esso è infatti caratterizzato da un basso peso degli investitori istituzionali nell'allocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie (nel 1991 l'11,8 per cento delle attività finanziarie delle famiglie), a causa dell'elevato livello delle prestazioni contributive e degli scarsi incentivi a una maggiore istituzionalizzazione del risparmio delle famiglie.

Se osserviamo il fenomeno dal punto di vista della corporate governance, e quindi delle partecipazioni degli investitori nelle società, emerge che gli investitori istituzionali hanno una presenza rilevante soltanto nei paesi anglosassoni:

STRUTTURA DELLA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE 1990-91

	Stati Uniti	Regno Unito	Germania	Giappone
Banche	0,3	0,9	8,9	25,2
Assicurazioni	5,2	18,4	10,6	17,3
Fondi pensione	24,8	30,4	--	0,9
Investment comp.	9,5	11,1	--	3,6
Imprese non fin.	--	3,6	39,2	25,1
Famiglie	53,5	21,3	16,8	23,1
Stato	--	2,0	6,8	0,6
Esteri	6,7	12,3	17,7	4,2
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Kester (1993).

Negli Stati Uniti (Minow, 1993) la quota degli investitori istituzionali nel 1993 era ulteriormente aumentata: essi detenevano infatti il 54,2 per cento delle azioni delle imprese. Sempre nel 1993, i principali azionisti erano i fondi pensione privati, con il 22 per cento delle

¹¹ Cfr. De Felice e Miranda (1992).

azioni delle imprese, seguiti dai fondi comuni (10,3), dai fondi pensione pubblici (9,3), dagli investitori istituzionali esteri (7,3) e dalle assicurazioni (5,3).

Il peso rilevante che tali investitori hanno finito per assumere nelle singole società ha portato a un'evoluzione del loro ruolo tradizionalmente passivo nelle imprese. Lo strumento tradizionale di gestione dei fondi (acquisto e vendita delle quote, con un'ottica "speculativa") è divenuto infatti più complesso da gestire: in alcuni casi è impossibile vendere quote di società senza alterare il prezzo del titolo ed è necessario accettare un minor prezzo di realizzo, con rischi di perdite. Inoltre la competizione ha reso sempre più difficile "superare il mercato" nella gestione dei titoli, ossia ottenere rendimenti superiori a quelli ottenibili con un portafoglio uguale al mercato.

Si è sviluppato quindi, in alcuni casi, un atteggiamento diverso negli investitori che li ha portati a esercitare un ruolo attivo nel governo delle imprese partecipate. Eclatanti sono stati i casi di alcuni grandi fondi pensione pubblici americani (quelli degli stati della California, del Wisconsin, della Florida, della Pennsylvania, del Connecticut e di New York), che hanno iniziato a esercitare pressioni sulle imprese partecipate attraverso proxy fights, decisioni sostenute dagli azionisti, modifiche nelle politiche di voto, o negoziazioni dirette con le imprese. L'attivismo dei fondi si è manifestato più nella mancanza di appoggio ai candidati suggeriti dai direttori delle società (nel caso dei fondi pensioni della California e della Florida nella società ITT) che nell'attivazione di raccolta di deleghe al fine di opporsi al management (proxy solicitation)¹². Sin dal 1987, i fondi pensione hanno sostenuto le proposte di azionisti volte a eliminare le poison pills o a favorire l'introduzione del

¹² Tuttavia vi sono stati esempi anche di proxy contests, come nel caso dei fondi di California e Pennsylvania nei confronti della Honeywell.

voto confidenziale¹³ in molte società che presentavano risultati insoddisfacenti; recentemente hanno iniziato a negoziare direttamente con il management (come nel caso della Westinghouse con il Council of Institutional Investors)¹⁴.

3. Un ruolo possibile

Per comprendere se sia ipotizzabile una partecipazione attiva degli investitori istituzionali nella struttura di governo delle imprese, occorre verificare se ciò sia possibile, ossia se vi siano (o si possano creare) gli incentivi per un ruolo attivo, e, nello stesso tempo, se il risultato sia desiderabile sotto il profilo dell'efficienza dell'impresa partecipata.

Schematizzando in modo estremo, possiamo dire che gli intermediari che gestiscono risparmio raccolgono fondi dai sottoscrittori e lo investono per conto di questi ultimi. Interesse dei sottoscrittori è che ne venga massimizzato il rendimento, riducendo il rischio che essi singolarmente dovrebbero sostenere. Tale obiettivo viene in genere realizzato mediante la diversificazione dell'investimento su un ampio numero di titoli di vario genere (azionario e obbligazionario) e un'intensa attività di compravendita gestita in base all'andamento dei titoli.

La relazione tra sottoscrittori e investitore ha le caratteristiche di una relazione "principale-agente", in cui l'agente (l'investitore) dispone di maggiori informazioni rispetto al principale (il sottoscrittore) e può non avere

¹³ Il voto confidenziale dovrebbe evitare agli investitori che detengono quote delle società e nello stesso tempo hanno con essa relazioni commerciali, di subire "ritorsioni" da parte del management in caso di un voto contrario al management stesso.

¹⁴ Cfr. Murphy e Van Nuys (1993).

sufficienti incentivi a esercitare tutto l'impegno necessario a massimizzarne i benefici per il sottoscrittore.

Poiché i sottoscrittori sono in numero elevato, per essi si pone un problema di free riding nella supervisione dell'attività dell'investitore simile a quello presente nella relazione tra azionisti e manager nella public company. A ridurre questo problema possono contribuire la struttura del compenso (commissioni) delle società di investimento, la competizione sul mercato, la possibilità per i sottoscrittori di riscattare le proprie quote (analogo al meccanismo dell'exit nella public company), la presenza di doveri fiduciari stringenti. Torneremo su questo punto alla fine del paragrafo.

Stabilita qual è la naturale funzione obiettivo degli investitori, occorre chiedersi se e sotto quali condizioni questi potrebbero essere indotti a esercitare un ruolo attivo nella corporate governance delle imprese.

Le motivazioni potrebbero essere legate alla presenza di vincoli all'esercizio dell'attività di compravendita dei titoli: quando l'intermediario gestisce quote significative del risparmio, e quindi detiene partecipazioni rilevanti nelle società, vendere tali partecipazioni quando la società ha un andamento non soddisfacente potrebbe non essere fattibile, o quanto meno non conveniente; la vendita potrebbe infatti deprimere il valore delle azioni e generare perdite per l'investitore. Ancora, l'intensità della competizione potrebbe rendere più difficile "superare il mercato nei risultati" (beat the market), e portare l'intermediario a scegliere di detenere un "indice" rappresentativo del mercato. In questo caso l'investitore non potrebbe semplicemente vendere una delle partecipazioni, se i suoi risultati non sono soddisfacenti, ma sarebbe tenuto a mantenerla comunque nel proprio portafoglio¹⁵.

In entrambi i casi lo strumento per aumentare il rendimento degli investimenti potrebbe essere quello di esercitare una supervisione più attenta sulla gestione delle società (in particolare di quelle che mostrano i risultati meno brillanti) per realizzare miglioramenti che potrebbero riflettersi sul valore delle partecipazioni.

Anche quando non vi siano stimoli a una maggiore presenza nel governo delle imprese a causa dei vincoli alla possibilità di scambiare liberamente, vi potrebbero comunque essere incentivi a esercitare un ruolo attivo. Occorre verificare quali siano per gli investitori vantaggi e costi attesi da tale attività rispetto a quelli della sola compravendita dei titoli. Sotto il profilo dei costi, se vi sono rilevanti economie di scala nell'attività di compravendita, e non in quella di supervisione, i maggiori costi della supervisione attiva potrebbero disincentivare l'intervento. Lo stesso effetto avrebbe la necessità di ampia diversificazione contro il rischio.

Ora, sebbene vi siano economie di scala nell'attività di gestione (dovute prevalentemente all'esistenza di rilevanti costi fissi, soprattutto per il personale e le spese di ricerca), queste si riferiscono all'ammontare dei fondi gestiti e non necessariamente al numero di partecipazioni. Ciascuna di esse richiede infatti un'analisi specifica della società partecipata¹⁵. Inoltre una diversificazione che garantisca un livello sufficientemente basso di rischio non

¹⁵ L'intermediario eserciterebbe quindi una gestione "passiva", che tuttavia non significa non comprare o vendere affatto. Poiché l'indice è costruito su quote calcolate in base al valore di mercato delle partecipazioni, la sua composizione deve essere aggiustata ogni volta che varia il valore di alcune delle partecipazioni, nonché ogni volta che si modifica (per nuove raccolte o per riscatti di sottoscrizioni) il patrimonio dell'investitore.

¹⁶ O meglio richiede di analizzare un numero superiore di società, tra cui via via investire o disinvestire.

richiede di detenere un numero elevatissimo di titoli diversi¹⁷. Per valutare la convenienza relativa di gestire un numero più limitato di partecipazioni (con un ruolo più attivo soprattutto in quelle che presentano un andamento meno soddisfacente) occorre quindi confrontare costi e vantaggi di questa alternativa. Il costo di una gestione più attiva è legato alla necessità di raccogliere informazioni più approfondite di quelle necessarie per la compravendita. Le stesse attività attraverso cui si esplica la supervisione quando si richiede un intervento (che possono essere informali, quali le pressioni esercitate sul management, ad esempio con la minaccia di vendere le partecipazioni o di non sottoscrivere nuove emissioni, o formali, quali la partecipazione in assemblea e l'esercizio del diritto di voto, l'eventuale coordinamento con altri azionisti, la rappresentanza presso il consiglio di amministrazione o in altri organi di supervisione, o l'attivazione di proxy fights) sono in generale costose.

Tuttavia, alcuni aspetti di queste attività possono godere di forme di economie di scala (ad esempio, per quanto riguarda le questioni di natura strutturale-organizzativa della struttura di controllo delle imprese: la valutazione dell'opportunità di introdurre schemi di incentivo per i manager, l'utilizzo del voto confidenziale, la necessità di approvazione da parte degli azionisti di "paracadute dorati" o poison pills, l'introduzione nel consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti¹⁸).

La preferenza per una maggiore attenzione alla

¹⁷ In generale si valuta che 20 titoli consentono una diversificazione del rischio accettabile. In teoria è possibile ottenere un portafoglio diversificato anche con soli 15 titoli. Il 95 per cento del valore della diversificazione è raggiungibile con un portafoglio di 20 titoli e il 99 per cento con 100 titoli (cfr. Coffee, 1991).

¹⁸ Cfr. Black (1992).

compravendita (sia pure attiva) piuttosto che alla supervisione più diretta, dipende tra l'altro dalla natura delle relazioni con i sottoscrittori. Se infatti è consentito a questi ultimi di riscattare rapidamente le quote (il che tra l'altro può contribuire a ridurre il problema di agenzia), l'intermediario ha minori certezze sulle disponibilità utilizzabili per l'investimento. Ciò probabilmente induce una maggiore avversione al rischio e una maggiore diversificazione dell'investimento.

In conclusione si può sostenere che la possibilità di esercitare un ruolo più attivo e gli incentivi a farlo dipendono da una serie di fattori, influenzati in misura rilevante dalla regolamentazione, tra cui¹⁹:

- a) l'ampiezza del risparmio gestito, in quanto maggiore è il peso degli investitori nelle società partecipate, più difficile diventa rispondere a un loro andamento insoddisfacente semplicemente vendendo le quote;
- b) la possibilità di esercitare effettivamente una partecipazione attiva, che a sua volta dipende dalla possibilità di esercitare il diritto di voto in nome e per conto dei sottoscrittori, ed eventualmente di essere rappresentati nel consiglio di amministrazione, e dalla

¹⁹ D'altra parte, secondo alcuni (Schwartz e Shapiro, 1992; Termini, 1993) l'evoluzione delle strategie di investimento dei fondi pensione, in particolare, ma in generale degli investitori starebbe portando a una "mercificazione" delle azioni che allontanerebbe sempre più la posizione dell'intermediario finanziario dall'impresa partecipata. La mercificazione delle azioni implica che esse vengono scelte in riferimento ai loro attributi di rischio e rendimento senza considerare informazioni riferite ai fundamentals e legate al valore futuro. Azioni con misure di rischio-rendimento simili sarebbero quindi considerate sostituti perfetti. La mercificazione sarebbe spiegata dalla crescita di portafogli "indicizzati" e dallo sviluppo di un mercato per strumenti derivati sugli indici azionari.

possibilità di attivare proxy fights²⁰;

- c) la possibilità di non diversificare eccessivamente l'investimento, che può dipendere da vincoli imposti specificamente alla diversificazione, o relativi alle quote detenibili in singole società (vincoli alla diversificazione e alle quote detenibili);
- d) la struttura delle deleghe nella gestione del patrimonio: se le decisioni relative all'investimento fanno capo ad agenti differenti da quelli che esercitano il voto, potrebbero ridursi gli incentivi alla supervisione²¹; in particolare, la presenza di gestori dei fondi può ridurre gli incentivi all'intervento se la società di gestione non ha l'autorità di vincolare il fondo che rappresenta a sostenere eventuali spese di intervento attivo²²;
- e) la disponibilità del passivo dell'intermediario, che dipende dalla possibilità per il sottoscrittore di recedere in tempi brevi, o in generale dalla struttura dei rimborsi ai sottoscrittori; la variabile ha un effetto sull'avversione al rischio dell'intermediario e sulla sua disponibilità a mantenere un'ottica di medio periodo²³;
- f) i vantaggi attesi (in termini di incremento del valore della partecipazione) da un ruolo attivo: questi potrebbero essere tanto maggiori quanto più rilevante è il

²⁰ La raccolta di deleghe da parte degli azionisti al fine di opporre il management in carica.

²¹ Chi vota per esempio non conosce necessariamente la durata dell'investimento.

²² Occorrerebbe in questo caso introdurre opportuni schemi di incentivo, che però potrebbero non essere molto efficaci, se il gestore ha molti clienti, e nessuno vuole accollarsi la spesa dell'intervento.

²³ Ad esempio, i fondi pensione possono essere a contributi o a benefici definiti, con minore o maggiore assunzione del rischio da parte del fondo.

"problema di agenzia" dell'impresa partecipata. Pertanto, i vantaggi potrebbero essere particolarmente elevati nel caso di società ad azionariato diffuso, in cui la supervisione del management potrebbe indurre rendimenti attesi superiori, consentendo tra l'altro di ridurre il problema dell'ottica di breve periodo. Ma i vantaggi potrebbero essere rilevanti anche nel caso di società con strutture di controllo in cui i finanziatori non controllanti sono garantiti in modo insufficiente. In questo caso infatti la presenza di un azionista con maggiore potere contrattuale e capacità di coordinamento potrebbe garantire una migliore supervisione del controllante e consentire un ampliamento dei finanziamenti, con un possibile aumento del valore della società;

- g) la rilevanza dei costi dell'eventuale intervento. Questi dipendono da quanto costosa è l'attività di ricerca rivolta a un intervento attivo rispetto a quella necessaria per la compravendita; dalle regole relative alla trasparenza delle partecipazioni nelle società (se troppo severe possono generare costi rilevanti per l'acquisizione di quote significative e l'intervento attivo); dalle regole relative alla partecipazione degli azionisti alla formazione della volontà della società (si pensi al caso delle proxy fights negli Stati Uniti) e agli accordi di voto.

Il secondo insieme di punti rilevanti nel valutare se esistano incentivi sufficienti a esercitare un ruolo attivo è quello relativo all'esistenza di conflitti di interesse tra investitori e sottoscrittori, dovuti a un problema di "agenzia".

Come si è accennato sopra, per i sottoscrittori esiste un problema analogo a quello degli azionisti di una public company, cosicché si propone il quesito "chi supervisioni il

supervisore". Questo problema è particolarmente serio se esistono legami di natura commerciale tra investitore e società partecipata (che potrebbero colludere a danno del sottoscrittore). È possibile paragonare questo caso a un problema di agenzia in cui vi sono un principale (in questo caso, il sottoscrittore), un agente (il manager dell'impresa), un supervisore (l'investitore istituzionale). Quest'ultimo, disponendo di maggiori informazioni sul comportamento dell'agente rispetto al sottoscrittore, dovrebbe essere in grado di assicurare che il comportamento dell'agente sia nell'interesse del principale più spesso di quanto otterrebbe il principale stesso. Tuttavia il supervisore potrebbe colludere con l'agente, non rivelando in nessun caso informazioni utili. Occorre in questo caso anche per il supervisore un contratto che disincentivi la collusione. Tale contratto deve essere tale da garantire un compenso maggiore quando il supervisore trasmette informazioni relative a risultati positivi che non quando questi sono negativi²⁴.

Forme di compenso legate ai risultati complessivi riducono quindi il problema di agenzia.

Una seconda forma di correzione potrebbe aversi se vi sono più supervisori dello stesso agente in competizione (come si avrebbe nel caso di più investitori che partecipano alla stessa impresa): questi potrebbero infatti avere incentivi a realizzare una supervisione incrociata²⁵. La competizione tra investitori e lo sviluppo di fenomeni di reputazione possono quindi ulteriormente ridurre il problema.

Tra le soluzioni che possono ridurre l'intensità del problema vi sono quindi: opportuni schemi di compenso; l'imposizione di doveri fiduciari che limitino per legge la

²⁴ Cfr. Tirole (1986).

²⁵ Cfr. Varian (1990).

possibilità di collusione (questi potrebbero anche essere più severi di quelli che regolano la responsabilità del manager di una società, dal momento che, nel caso dell'intermediario, il rischio di limitare eccessivamente la certezza del controllo dovrebbe essere meno grave); la competizione tra intermediari; la presenza di fenomeni di reputazione.

Pertanto, rispetto alla questione della rilevanza dei conflitti di interesse che possono limitare i risultati positivi ottenibili grazie alla partecipazione degli investitori istituzionali, i punti rilevanti riguardano:

- h) la struttura del compenso dell'intermediario;
- i) la struttura delle deleghe nella gestione dei fondi: tanto più i gestori sono lontani dai sottoscrittori e "vicini" al management, o soggetti ad altre pressioni relative alla modalità d'investimento, tanto più severo è il problema;
- l) la presenza di doveri fiduciari stringenti;
- m) l'intensità della competizione tra gli investitori.

Anche relativamente a questi punti, la regolamentazione, generale e specifica per investitore, è determinante.

Soltanto a condizione che esistano gli incentivi corretti e siano ridotti i problemi di conflitti di interesse è possibile attendersi effetti desiderabili dalla presenza degli investitori nel sistema di controllo delle imprese in termini di migliore supervisione del management, minori costi delle acquisizioni²⁶ e maggiori possibilità di riallocazioni del controllo quando esse sono efficienti (Shleifer e Vishny, 1986²⁷), minori pressioni sul management rispetto a risultati

²⁶ Dovuti a una riduzione del problema di free riding dei piccoli azionisti.

di breve periodo, maggiore protezione degli azionisti di minoranza.

In quanto segue, utilizzeremo i criteri descritti per analizzare le varie tipologie di investitori, in primo luogo nel caso anglosassone, per poi derivarne alcune considerazioni sul caso italiano.

4. Il caso anglosassone

Discuteremo brevemente, con riferimento al caso anglosassone (Stati Uniti e Gran Bretagna) quali siano i fattori che incidono sulla possibilità/capacità di esercitare un ruolo attivo da parte degli investitori istituzionali e sulla rilevanza dei conflitti di interesse, sia in termini generali che rispetto alle singole classi di investitori (sulle quali diverse forme di regolamentazione generano effetti differenziati rispetto alle due questioni)²⁸.

4.1 Aspetti generali

Una parte della regolamentazione (quella relativa ai punti b), g) e l) del paragrafo 3) ha effetti generalizzati sui comportamenti di tutti gli investitori. Le diverse tipologie sono poi ulteriormente regolamentate individualmente.

²⁷ Gli autori dimostrano come la presenza di un azionista con quote rilevanti, quando l'azionariato per il resto è diffuso, aumenta il valore della società grazie a una riduzione del problema di free riding dei piccoli azionisti in presenza di minaccia di acquisizione.

²⁸ Il confronto tra Stati Uniti e Regno Unito risulta particolarmente interessante, a causa della rilevante presenza in entrambi i paesi degli investitori istituzionali, associata a sostanziali differenze nella regolamentazione.

Con riferimento al punto g), negli Stati Uniti la legislazione che favorisce la trasparenza può rendere complesso e quindi costoso l'intervento attivo degli investitori (come di qualunque singolo azionista) (Roe, 1993; Black, 1992). Tra questi ricordiamo (cfr. Fukao, 1993):

- il possesso di un quota superiore al 5 per cento richiede di informare la Security Exchange Commission (SEC);
- i possessori di quote superiori al 5 per cento che uniscono le proprie forze per votare sono considerati "gruppo", e devono informarne la SEC;
- esercitare attività di supporto alla direzione della società partecipata può essere interpretata come operare nell'area di attività della società, il che, per alcuni gestori, può implicare la perdita di esenzioni fiscali;
- un azionista con una quota elevata potrebbe essere considerato "controllante" con gli obblighi che ne conseguono;
- l'azionista "attivo" deve informare delle sue intenzioni la SEC;
- (fino al 1992) l'azionista che contattava più di 10 azionisti relativamente a una proposta di voto (proxy campaign) doveva disporre di un proxy statement approvato dalla SEC. Dall'ottobre 1992 tuttavia nuove regole SEC riducono gli obblighi informativi e abbassano il costo di una proxy fight. In particolare viene garantito un maggiore accesso degli azionisti all'elenco degli altri azionisti, la possibilità di discutere questioni relative alla decisione di voto e di tentare di aggregare altri azionisti senza bisogno di richiedere l'autorizzazione della SEC, né di riempire una dichiarazione di risposta a una proxy fight (countersolicitation) formale;
- in base alla legge Hart-Scott-Rodino del 1976, potrebbero non essere considerati semplici forme di investimento e potrebbero quindi richiedere una notifica alla Federal Trade Commission (a fini antitrust) le partecipazioni associate alle seguenti attività: la nomina di candidati al consiglio di amministrazione, la sollecitazione di

- proxies, la proposta di un'azione che richieda l'approvazione degli azionisti, il fatto che un azionista di controllo, un amministratore, un dipendente dell'intermediario sia amministratore della società partecipata;
- la regolamentazione relativa all'insider trading implica che i soggetti strettamente legati a una società non dovrebbero scambiare titoli sulla base di informazioni relative alla società non disponibili al pubblico: gli investitori pertanto possono essere scoraggiati dal nominare propri esponenti nel consiglio di amministrazione o dall'avere relazioni strette col management poiché ciò potrebbe poi impedire loro di scambiare liberamente i titoli.

Questi obblighi sono rivolti a garantire trasparenza al mercato, a tutelare l'azionariato di minoranza. Essi operano nella direzione di ridurre le potenziali distorsioni derivanti dalla concentrazione di potere o dell'informazione, in un mondo in cui è affidato al mercato il compito di risolvere eventuali inefficienze²⁹. La possibilità di intervento attivo degli investitori istituzionali richiede forme di concentrazione del potere e dell'informazione, necessarie per esercitare la supervisione (che diviene un modo alternativo al mercato per garantire l'efficienza della gestione³⁰). Si crea così una contraddizione tra i due modi di garantire gli azionisti di minoranza: se si ritiene quindi che un ruolo attivo degli investitori istituzionali rappresenti una modalità sufficiente a garantire l'efficienza nel controllo, è probabilmente necessario rinunciare ad alcune delle garanzie istituzionali per gli azionisti di minoranza.

²⁹ Alcune di queste norme tendono però ad assicurare anche maggiore certezza al controllante.

³⁰ Simile a quello su cui si fondava il capitalismo finanziario americano dell'inizio del secolo.

Nel Regno Unito, la regolamentazione è meno stringente e si basa soprattutto su forme di autoregolamentazione (cfr. Black e Coffee, 1993). Per quanto riguarda le regole relative alla trasparenza, queste sono state parzialmente rafforzate in seguito all'ondata di acquisizioni degli anni ottanta: il Companies Act del 1989 riduce la quota oltre cui devono essere dichiarate le partecipazioni al 3 per cento (in precedenza era del 5 per cento; la dichiarazione va fatta entro 2 giorni). Le informazioni che devono essere fornite tuttavia sono molto minori di quelle statunitensi. In particolare, ogni azionista fornisce solo informazioni relative a se stesso; non vi è infatti l'analogo dell'"azione di gruppo"³¹; né vanno dichiarati i progetti del soggetto relativi alla società. Ciò dovrebbe ridurre il costo di intervento attivo.

In secondo luogo, per quanto riguarda il punto 1), in generale negli Stati Uniti le decisioni degli investitori devono far riferimento alla legge sui doveri fiduciari, poiché fra sottoscrittori e investitori esiste una relazione di delega (cfr. Krikorian, 1991)³². Questi sono in generale condivisi, a seconda della struttura del sistema di deleghe, dai fiduciari che gestiscono il patrimonio e hanno la responsabilità di stabilire il modo appropriato di raccogliere i fondi e di investirli, e dagli investment managers, se a essi viene affidata la gestione al posto dei fiduciari (cfr. Anderson, 1991)³³.

³¹ Anche se una società di gestione che detiene 10 fondi insieme in realtà dovrà dichiarare la quota complessiva, che può paragonarsi a quella di un gruppo.

³² Una relazione fiduciaria esiste ogni volta che un soggetto acquisisce un potere di qualunque genere e con esso il dovere di usarlo nell'interesse di un altro soggetto, nel momento in cui tale potere viene utilizzato.

³³ Lo schema delle deleghe deve tra l'altro essere trasparente: il fiduciario deve comunque supervisionare l'azione dei delegati.

I doveri fiduciari implicano innanzi tutto un dovere di fedeltà (loyalty): il delegato deve cioè realizzare l'interesse del beneficiario, evitando quindi di agire per proprio interesse³⁴. In secondo luogo, vi è un dovere di prudenza (prudence)³⁵, che implica l'esercizio della cura e della preparazione che una persona di ordinaria attenzione eserciterebbe nell'amministrare le sue proprietà. Se il gestore viene nominato in quanto "esperto" nel campo, sarà tenuto a esercitare questa maggiore capacità. La prudenza include l'obbligo a raccogliere le informazioni necessarie a prendere decisioni responsabili, eventualmente utilizzando i servizi di esperti, per verificare i risultati delle proprie decisioni. Entrambi questi aspetti dei doveri fiduciari riducono il problema dei conflitti di interesse discusso sopra.

Al dovere di prudenza è stato dato via via un contenuto più preciso, specificato da regolamenti di categoria. Ad esempio, l'ERISA (Employee Retirement Income Security Act), introdotto nel 1974 a regolamentazione dei fondi pensione privati, aggiunge un dovere specifico di diversificazione del portafoglio al fine di minimizzare il rischio di perdite. Tradizionalmente la prudenza implicava che ciascun investimento dovesse essere valutato singolarmente, senza compensazioni tra guadagni e perdite su diversi investimenti. Le interpretazioni recenti suggeriscono tuttavia che il portafoglio dovrebbe essere valutato nel suo complesso (cfr. Krikorian, 1991).

Se, da un lato, la presenza di standard fiduciari stringenti - più stringenti che per i managers - riducono il

³⁴ Tale obbligo tuttavia può essere problematico da interpretare quando esistono conflitti di interesse tra gruppi diversi di clienti o beneficiari dello stesso fiduciario.

³⁵ Articolato nel Restatement Act del 1959.

rischio di conflitti di interesse/problemi di agenzia, dall'altro possono ridurre anche le possibilità d'intervento attivo dei fiduciari. L'obbligo di diversificazione, ad esempio, ha portato in molti casi alla detenzione di numerosissime tipologie di partecipazioni, riducendo così la capacità e gli incentivi a un intervento attivo.

Inoltre, sebbene nel contratto con il fiduciario a quest'ultimo venga in generale dato il potere di votare o di accettare modifiche rilevanti nella struttura della società cui si partecipa, il comportamento tipico è stato per molto tempo quello "passivo", di utilizzo dell'opzione di vendita delle azioni³⁶. Un mutamento rilevante in questa attitudine si è avuto a partire dal 1988 quando il Department of Labor inviò al presidente del fondo pensione della Avon Products Inc. una lettera³⁷ nella quale si invitava a considerare il voto su delega parte dell'atto fiduciario di gestione. Sebbene la questione riguardasse specificamente i fondi pensione privati, altri organismi di supervisione hanno iniziato a interpretare il diritto di voto come oggetto da gestire.

Nel Regno Unito il settore degli investitori istituzionali si è sempre basato su forme di autoregolamentazione in cui hanno rilevanza soprattutto effetti di reputazione.

Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, doveri fiduciari e forme di autoregolamentazione sono in generale strumenti efficaci a ridurre il problema di agenzia. Occorre tuttavia analizzare singolarmente le varie tipologie di operatori per valutarne gli specifici conflitti di interesse oltre che le modalità con cui gli altri punti discussi sopra rilevano.

³⁶ Di exit, o vote with your feet.

³⁷ Nota come Avon Letter.

Proviamo quindi ora a passare in rassegna brevemente le varie tipologie di investitori istituzionali e le regolamentazioni specifiche, al fine di evidenziare gli elementi che determinano in misura maggiore la capacità di intervento attivo.

Come si è detto, la struttura delle deleghe con cui vengono gestiti i fondi può avere effetti sugli incentivi e sui problemi di agenzia. Nel mercato americano i fondi possono sia investire direttamente sia impiegare società di gestione, introducendo così un ulteriore livello di intermediazione.

4.2 I fondi pensione privati

Sono fondi pensione rivolti ai lavoratori dipendenti di società private e sono creati dalle società stesse (sponsor del fondo). Possono essere strutturati in modi diversi, che hanno differente impatto sul possibile ruolo nella corporate governance: il consiglio di amministrazione del fondo può nominare un fiduciario (un dipendente della società, una banca, una società di gestione); oppure i fondi possono essere direttamente gestiti da una società di assicurazione. Nella maggior parte dei casi, i fondi sono gestiti da società esterne. Possono quindi aversi diverse tipologie di interazioni tra il consiglio di amministrazione del fondo e la società di gestione: in alcuni casi il consiglio fissa sia la politica di investimento che quella relativa alla corporate governance, che il fiduciario deve porre in essere; in altri il consiglio delega le decisioni di investimento, ma mantiene quelle relative alla corporate governance; in altri ancora delega entrambe. Recentemente sembra tuttavia che vengano delegati all'esterno soltanto gli aspetti relativi alla gestione, ma non i diritti di voto. Questa struttura di deleghe (cfr. il punto d) del par. 3) può disincentivare

l'intervento attivo, ma, ancora di più, come si vedrà sotto, intensifica il problema dei conflitti di interesse specifico di questi operatori.

Rispetto alla possibilità e agli incentivi a realizzare supervisione attiva del management, i fondi pensione godono del vantaggio di non essere sottoposti nel breve periodo al rischio di ritiro delle singole quote dei sottoscrittori, che risulterebbero penalizzati da una richiesta di liquidazione della loro quota (cfr. il punto e). Essi sono invece soggetti a una verifica periodica, annuale o trimestrale, da parte del responsabile del fondo (impresa, categoria di lavoratori o responsabile del fondo pensione) che controlla la congruità della gestione agli impegni assunti dal fondo e la redditività della sua politica di investimenti (cfr. punto l).

I fondi pensione privati sono d'altra parte prevalentemente a benefici definiti (sono cioè tenuti all'erogazione di pensioni di ammontare prefissato, indipendente dai risultati di gestione finanziaria del patrimonio del fondo) e sono quindi sottoposti a una gestione più vincolata. Il rischio di investimento non ricade sui sottoscrittori, ma sull'impresa, che pretenderà dal fondo, e questo dalla società di gestione, una strategia oculata, in cui scadenze di attività e passività si bilancino (Termini, 1993)³⁸. Ciò potrebbe generare un'avversione al rischio particolarmente elevata (punto e).

Dal 1974 i fondi pensione privati sono inoltre sottoposti all'ERISA, un regolamento che rafforza e rende

³⁸ Questa strategia sarebbe tra l'altro rafforzata da elementi istituzionali: esiste infatti un'asimmetria nel trattamento dei profitti e delle perdite dei fondi pensione, che obbliga le imprese a registrare in bilancio le eventuali perdite dei fondi, mentre non consente alle stesse imprese di registrare all'attivo eventuali profitti del fondo (Termini, 1993; Arnott e Bernstein, 1990), il che ne aumenterebbe l'avversione al rischio.

particolarmente stringenti i doveri fiduciari e impone che i fiduciari dei fondi pensione investano solo nell'interesse dei partecipanti al fondo, con l'unico fine di ottenere benefici per i partecipanti e i beneficiari, con l'attenzione (care) capacità (skill) e diligenza (diligence) nelle varie circostanze, che una persona prudente con simili capacità e familiarità con la materia adotterebbe.

Per lungo tempo si è ritenuto che l'ERISA imponesse la massima diversificazione degli investimenti del fondo per garantire ai sottoscrittori la riduzione del rischio. Ciò ha limitato le capacità d'intervento attivo (cfr. punto c) del par. 3). Analogamente, i fondi non esercitavano il diritto di voto associato alle quote detenute nelle assemblee. In realtà, si sostiene sempre più frequentemente che un livello di diversificazione non eccessivo sarebbe sufficiente per garantire gli investimenti dal rischio. Inoltre il Department of Labor ha invitato esplicitamente a votare le deleghe dei sottoscrittori³⁹. Si sta quindi allargando lo spazio possibile perché questi agenti esercitino un ruolo attivo (o meglio, si stanno riducendo i vincoli alla possibilità di esercitarlo).

Tuttavia per i fondi pensione privati è particolarmente rilevante il problema dei conflitti di interesse in quanto è elevato il rischio di collusione con il management delle società partecipate (punto i). Il fiduciario risponde infatti direttamente alla società che ha creato il fondo e in generale ha la tendenza a non votare in opposizione al management di altre società, che potrebbero avere relazioni di vario genere con il proprio sponsor⁴⁰. D'altra parte, se

³⁹ In modo informato e nell'interesse dei beneficiari, non dell'impresa che lo sponsorizza (Black e Coffee, 1993).

⁴⁰ La struttura di deleghe in cui è il fiduciario della società o il consiglio di amministrazione a mantenere il controllo sulle scelte relative alla corporate governance acuisce questo problema.

il gestore è indipendente, potrebbe essere dissuaso dall'esercitare un ruolo attivo in opposizione al management, nella speranza di poter stabilire relazioni commerciali con la società. In effetti, Romano (1993) presenta dati relativi al 1991 da cui emerge che solo il 40 per cento dei fondi pensione privati vota in tutte le società in cui detiene partecipazioni (contro, ad esempio, il 68 per cento dei fondi pensione pubblici).

Nel Regno Unito i fondi pensione privati sono oggi tra gli investitori più rilevanti (nel 1985, 31 per cento del mercato). Sono piuttosto diffusi i fondi pensione di imprese di grandi dimensioni. Come nel caso americano, è in genere un rappresentante della società che sceglie il fiduciario che deve gestire il fondo; come negli Stati Uniti, i rappresentanti dei fondi normalmente sostengono il management in carica. Questa tendenza sarebbe stata recentemente controbilanciata (Black e Coffee, 1993) dall'aumento della concorrenza da parte di nuovi fondi pensione, che ha aumentato la pressione e la conseguente attenzione per i rendimenti (cfr. punto m).

4.3 I fondi pensione pubblici

Sono fondi pensione a favore dei dipendenti pubblici. Nella maggioranza dei casi, sono a benefici definiti. Nel 1990, negli Stati Uniti detenevano circa 282,5 miliardi di dollari di azioni (pari a circa il 14,6 per cento di quanto detenuto dal totale degli investitori istituzionali). Sono gli investitori che hanno recentemente mostrato il maggiore attivismo nelle questioni di corporate governance.

Non sono soggetti a leggi federali, ma a legislazioni statali⁴¹ che regolano i seguenti punti (Romano, 1993): la

⁴¹ Inoltre molti di essi seguono le indicazioni dell'ERISA che regola i fondi pensione privati.

struttura organizzativa (se cioè il fondo sia affidato a un unico fiduciario; la composizione del consiglio di amministrazione; come i componenti vengano scelti o eletti dai cittadini); i limiti alla possibilità di detenere quote azionarie (espressi come vincoli alle percentuali in singole imprese o alle quote del fondo stesso in singoli investimenti); gli obblighi o i divieti di investimento (ad esempio in certe aree geografiche); gli obblighi di trasparenza (relativi alla compilazione di rapporti annuali); gli eventuali obblighi di impiego dei fondi per fini sociali.

Queste regolamentazioni ovviamente influiscono sulla possibilità di intervenire attivamente nella corporate governance delle imprese. Per quanto riguarda i punti a) e b), in molti stati i fondi pensione possono realizzare anche investimenti rilevanti in singole imprese, che consentono di esercitare un ruolo attivo in assemblea, l'attivazione di proxy fights, le negoziazioni dirette con il management. In generale la possibilità di intervento è quindi abbastanza ampia. È il gestore del fondo che decide dell'investimento e che interviene direttamente nella corporate governance dell'impresa.

Tuttavia il problema di agenzia potrebbe essere rilevante anche per i fondi pensione pubblici. Secondo alcuni (Murphy e Van Nuys, 1993), è improbabile che i fondi pensione pubblici siano dei sostituti efficaci del mercato per il controllo societario, in quanto i manager dei fondi sono in generale burocrati che non subiscono le conseguenze delle proprie scelte in quanto non investono il proprio capitale né vengono remunerati in base ai risultati. Nonostante essi abbiano doveri fiduciari verso i sottoscrittori, questi ultimi sono spesso coperti dagli schemi a benefici definiti e, in caso di insufficienti risorse per i contributi, sono finanziati dallo stato. Pertanto, sia i beneficiari che i manager dei fondi avrebbero pochi incentivi a massimizzare il valore del portafoglio del fondo. Rispetto a questo punto,

appaiono rilevanti la struttura organizzativa interna e la composizione dei consigli di amministrazione dei fondi. Un consiglio d'amministrazione in cui sono rappresentati soprattutto i beneficiari del fondo piuttosto che i rappresentanti del governo locale dovrebbe infatti garantire un migliore allineamento degli interessi. La presenza di rappresentanti del governo, riducendo l'indipendenza del fondo, potrebbe da un lato portare all'imposizione di obiettivi diversi (tra l'altro perché i sottoscrittori non possono facilmente "vendere" le proprie quote), dall'altro a un maggior attivismo del fondo. Romano (1993) mette in relazione la composizione dei consigli di amministrazione con il loro "attivismo" e i risultati per i 50 fondi pensione pubblici statunitensi⁴² per il periodo 1985-89 e trova una relazione positiva tra indipendenza del consiglio e rendimenti. Nella regressione sembra sia il primo effetto a prevalere⁴³.

⁴² Misurati dai profitti sugli investimenti, che comprendono i guadagni in conto capitale e i dividendi, come proporzione degli investimenti totali.

⁴³ Esemplari sono i casi del fondo pensione della città di New York, costretto ad assistere quattro enti statali con problemi finanziari e la stessa città di New York, sull'orlo del fallimento, nella metà degli anni settanta; o quelli di altri stati, che hanno ridotto i contributi ai fondi pensione o trasferito risorse dai fondi pensione ai conti dello stato. Il tipo di pressione politica più diffuso è la richiesta di stimolo all'attività economica locale, da realizzare finanziando direttamente progetti di investimento che gli stati non sarebbero in grado di realizzare (e che sono in genere caratterizzati da livelli di rischio più elevati di quelli del mercato, e da rendimenti più bassi). Alcuni esempi sono quelli del fondo pensione degli impiegati delle scuole della Pennsylvania, indotto ad aiutare finanziariamente la creazione di un nuovo impianto Volkswagen cui lo stato aveva garantito finanziamenti per favorirne la localizzazione nello stato: l'impianto chiuse dopo un decennio; quello del CalPERS che dovette impegnarsi in un programma di investimento riguardante la costruzione di appartamenti poco dopo essere stato invitato dal governo a realizzare investimenti a sostegno dell'economia californiana (Romano, 1993).

Pertanto, se da un lato il vantaggio principale dei gestori del fondo appare quello di non avere legami con il management (e quindi di non avere questo genere di conflitto di interesse), dall'altro il problema principale appare il rischio di essere sottoposti a pressioni politiche rilevanti circa l'impiego dei fondi; i manager stessi dei fondi pensione potrebbero d'altra parte essere spinti a comportamenti dettati più dalla loro visibilità sociale (ad esempio se aspirano essi stessi a cariche politiche) che da obiettivi di massimizzazione dei profitti dei sottoscrittori.

Appare tuttavia difficile minimizzare tali rischi senza contemporaneamente ridurre le possibilità per il fondo pensione di esercitare un ruolo attivo: secondo Romano (1993) l'introduzione di una struttura "a contributi definiti" attenuerebbe in parte tale problema poiché porterebbe ad affidare la gestione dei fondi a società esterne o ad assicurazioni che non avrebbero legami stretti con il governo locale; d'altra parte ridurrebbe gli incentivi del fondo a ottenere i risultati migliori possibili.

In Gran Bretagna, non esistono fondi pensione pubblici come quelli statunitensi. L'istituzione più simile sono i fondi pensione delle ex imprese pubbliche (miniere, poste, telefonia) che detengono il 30 per cento dei fondi pensione totali (Black e Coffee, 1993). Solo recentemente hanno iniziato a essere più attivi.

4.4 Le compagnie di assicurazione

Negli Stati Uniti le assicurazioni non detengono quote molto elevate nelle imprese (complessivamente il 5,3 per cento). Non possono gestire fondi chiusi. Le leggi statali hanno vietato a lungo, e tuttora scoraggiano, la detenzione di azioni, per timore di rischi speculativi. Solo il 14 per cento del totale delle attività delle assicurazioni è

investito in azioni (Minow, 1993). Il limite attuale alla possibilità di detenere azioni è quello del 20 per cento di tutto il patrimonio; inoltre le assicurazioni non possono investire più del 2 per cento del proprio patrimonio nelle azioni di una singola società (Minow, 1993).

Ciò ovviamente (cfr. punto c) del par. 3) ha contenuto in modo sostanziale la capacità d'intervento di questi soggetti. D'altra parte le assicurazioni, il cui passivo è essenzialmente costituito dalla raccolta dei premi, non sono soggette al rischio di ritiro improvviso delle proprie passività come nel caso delle quote dei sottoscrittori dei fondi comuni o dei depositi a vista delle banche. Ciò potrebbe consentire loro di investire il loro attivo con un'ottica di medio-lungo periodo e offrirebbe, in linea di principio, maggiori possibilità di intervento attivo nel governo delle imprese (punto e). In effetti le assicurazioni sono in genere investitori di lungo periodo (il turnover annuale è del 15 per cento circa).

Tuttavia, sotto il profilo dei conflitti di interesse (punto i), sono più esposte al rischio di collusione con il management dell'impresa partecipata, in quanto possono più facilmente essere sottoposte a "pressioni commerciali". Le assicurazioni potrebbero infatti avere rapporti commerciali con l'impresa partecipata o attendersi di averli in futuro; spesso esse detengono obbligazioni delle società cui partecipano come azionisti, e comunque hanno interesse a tentare di offrire assicurazioni contro i rischi o coperture pensionistiche. È probabile quindi che esse tendano a sostenere il management in carica. In effetti Brickley e altri (1988) e Van Nuys (1993) trovano che le assicurazioni (come le banche) votano in generale a sostegno delle proposte del management, e hanno un atteggiamento più favorevole al management in quanto spesso legati da rapporti di affari con la società (Van Nuys, 1993).

Nel Regno Unito le assicurazioni detengono quote rilevanti di partecipazioni: tra i primi 25 investitori istituzionali inglesi nel 1991 figuravano 11 compagnie d'assicurazione. Sono state a lungo il principale investitore istituzionale e ora sono seconde solo ai fondi pensione. Oltre alle quote detenute direttamente, le assicurazioni gestiscono fondi chiusi e fondi pensione delle imprese (anche se la loro attività in questi campi è in diminuzione per la concorrenza delle merchant banks e dei money managers indipendenti). Complessivamente non hanno esercitato un ruolo attivo sostanziale.

4.5 I fondi comuni

Sono soggetti alla continua verifica del mercato da parte di sottoscrittori, compartecipi di profitti e perdite e sempre pronti a ritirare la loro quota a favore di altri fondi; hanno mantenuto per lo più una strategia di contenimento dei portafogli azionari per timore di incorrere in rischi speculativi. A differenza degli altri investitori hanno quindi la caratteristica di essere totalmente liquidi.

4.6 I risultati ottenuti

Vale la pena a questo punto, dopo aver individuato i soggetti istituzionali che possono/hanno esercitato un ruolo attivo nella supervisione delle imprese, discutere se, a livello empirico, vi siano evidenze relative ai risultati da essi ottenuti.

Le analisi empiriche relative ai risultati conseguenti alla partecipazione attiva degli investitori (Gordon e Pound, 1993) suggeriscono che essa generi rendimenti positivi sia per gli investitori istituzionali che per gli altri azionisti.

Le evidenze sono di due tipi. Le prime riguardano gli interventi attivi sulla corporate governance in generale e sono valutate con il metodo dell'event-study⁴⁴: gli eventi studiati sono gli acquisti di blocchi di azioni (che segnalano l'entrata nella compagine azionaria di azionisti di riferimento), gli investimenti negoziati privatamente, le iniziative di voto (segnali di proxy contests), gli interventi per migliorare la corporate governance (ristrutturazioni economiche, focalizzazione delle operazioni, miglioramenti nella composizione del consiglio di amministrazione, riforme nella struttura del governo della società). La letteratura discussa sembra concordare che questi interventi hanno in genere effetti positivi.

Il secondo tipo di evidenza riguarda invece le iniziative specifiche degli investitori istituzionali: queste sono più difficili da valutare, in quanto hanno un orizzonte temporale più lungo e inoltre non sono state attuate da periodi sufficientemente lunghi. Gordon e Pound (1993) provano a valutare:

- 1) gli effetti delle iniziative di voto (nell'arco temporale 1986-92); queste sembrano aumentare il valore di un'impresa solo sotto alcune condizioni: se l'obiettivo dell'intervento non è il controllo, ma lo stimolo al cambiamento nelle politiche; se i rendimenti erano particolarmente bassi; se si tenta di ottenere rappresentanza delle minoranze. In sostanza, se si tenta di correggere situazioni in cui la gestione non genera buoni risultati e le minoranze non sono sufficientemente protette;
- 2) gli esempi di relational investing (sempre nel periodo 1986-92) in cui l'investitore ha ottenuto un posto nel

⁴⁴ Viene cioè analizzato l'andamento delle società per un periodo prima dell'evento e nel periodo successivo.

consiglio d'amministrazione; gli autori non rinvencono nei 18 casi identificati differenze consistenti rispetto a casi simili senza intervento; risultati positivi sembrano dipendere essenzialmente dalle capacità degli investitori, dalla natura del contratto tra investitori e impresa (tipologia di azioni acquisite, ecc.), dall'abilità a riconoscere le imprese con elevato potenziale).

5. Investitori istituzionali in Italia e loro ruolo possibile

In Italia gli investitori istituzionali gestiscono una quota limitata del risparmio delle famiglie (il 12 per cento circa, pari a 309.700 miliardi nel 1991 e a 354.800 miliardi nel 1992) e detengono una quota altrettanto limitata di azioni delle imprese (3,9 per cento circa nel 1991, secondo le stime dei conti finanziari elaborati dalla Banca d'Italia⁴⁵). Le motivazioni del primo fenomeno sono da ricercarsi nella scarsa convenienza rispetto agli investimenti in titoli pubblici e nell'elevato livello delle prestazioni pensionistiche pubbliche, con un conseguente elevato grado di contribuzione obbligatoria. Quelle del secondo fenomeno, nel modello di controllo italiano.

Complessivamente, quindi, gli investitori detengono tuttora quote relativamente limitate del risparmio, il che ne riduce gli incentivi all'intervento attivo (cfr. punto a) del par. 3).

Nel 1993, le quote medie detenute nelle imprese da parte del complesso degli investitori erano ancora piuttosto basse.

Come negli altri paesi le categorie principali di

⁴⁵ Cfr. Cannari, Marchese e Pagnini (1994).

investitori sono⁴⁶: i fondi aperti, le assicurazioni, le società di intermediazione mobiliare (SIM), altre categorie (fiduciarie, finanziarie)⁴⁷. Di recente creazione sono inoltre i fondi chiusi e i fondi pensione.

Del totale dei mezzi amministrati da investitori istituzionali, il 17 per cento circa rappresenta patrimonio di fondi comuni (di cui più di metà costituito da fondi obbligazionari); il 30 per cento riserve tecniche delle imprese assicurative (delle quali circa metà è investito in titoli di Stato e solo poco più di un decimo in azioni); il 25 per cento gestioni patrimoniali realizzate da istituzioni creditizie, l'1 per cento da SIM, il 4 per cento da fiduciarie e commissionarie (il portafoglio delle gestioni patrimoniali è prevalentemente investito in titoli di Stato); il 21 per cento sono fondi pensione di istituzioni creditizie ed enti previdenziali (investiti per lo più in titoli di Stato e immobili).

⁴⁶ Cfr. definizione nella delibera Consob 6430 del 1992, secondo cui la categoria degli investitori istituzionali include: i fondi comuni, le assicurazioni, le banche, le fiduciarie, le società di intermediazione mobiliare, le finanziarie di partecipazione.

⁴⁷ Analogamente a quanto fatto per il caso anglosassone, non tratteremo il caso della possibilità per le banche di assumere partecipazioni nelle imprese, anche se in realtà molte società di gestione dei fondi sono di emanazione bancaria.

**MEZZI AMMINISTRATI DA
INVESTITORI ISTITUZIONALI IN ITALIA 1992**
(miliardi di lire)

Patrimonio fondi comuni italiani	60.700
Patrimonio fondi comuni diritto estero	5.000
Attività gestioni patrimoniali	105.000
di cui: banche	87.000
SIM	2.900
fiduciarie-commissionarie	14.700
Riserve tecniche assicurazioni	107.700
Fondi pensione	76.200
TOTALE	355.700

Fonte: Banca d'Italia (1993).

La loro presenza attuale nella proprietà delle imprese risulta piuttosto modesta:

AZIONI E PARTECIPAZIONI PER SETTORE NEL 1992
(percentuali)

Società e quasi società non finanziarie	24,47
Autorità bancarie centrali	0,28
Altre istituzioni monetarie	3,34
Istituzioni finanziarie	4,21
di cui: fondi comuni italiani	0,59
fondi comuni esteri	0,08
Imprese di assicurazione	2,83
Amministrazioni pubbliche	7,80
di cui: - enti di previdenza	0,11
Famiglie consumatrici	45,82
Imprese individuali	5,57
Resto del mondo	5,67
Totale (miliardi di lire)	1.123.788

Fonte: Banca d'Italia (1993).

Le modalità con cui queste categorie sono regolamentate le rendono tuttavia parzialmente differenti da quelle degli

altri paesi e influenzano in modo rilevante il legame con la corporate governance.

Prima di esaminare la disciplina relativa ai singoli investitori, è opportuno mettere in evidenza come alcuni dei fattori che influenzano l'esercizio di un ruolo attivo nella supervisione delle imprese nel mondo anglosassone siano assenti o comunque meno significativi nel nostro paese.

Si è già detto del peso modesto degli investitori istituzionali italiani nella gestione del risparmio, che si ripercuote nella scarsa rilevanza delle partecipazioni azionarie detenute dagli investitori nelle imprese. In secondo luogo non esiste nel nostro paese un meccanismo di funzionamento degli organi sociali analogo alla già citata proxy fight americana. In Italia, in linea di principio, il singolo azionista potrebbe attivarsi per informare tutti gli altri di una possibile azione contro il management. Tuttavia, mentre negli Stati Uniti ciò avviene, sia pure a spese dell'azionista, attraverso la società (che è tenuta ad allegare alle istruzioni del management sul voto anche le controproposte), in Italia l'azionista dovrebbe anche sostenere i costi di raccolta delle informazioni sugli altri azionisti. È pur vero che in Italia è vietato agli amministratori raccogliere le deleghe per l'esercizio dei diritti di voto dagli azionisti (art. 2372 c.c.). Se si considera il forte potere che esercitano gli amministratori delle società sulle modalità di formazione della volontà negli organi sociali, questo divieto sembra svolgere una funzione riequilibratrice tra il potere della maggioranza (o degli amministratori nelle public companies) e la minoranza. Lo squilibrio risulta ulteriormente ridotto se viene consentito ad alcune categorie di investitori istituzionali (vedremo in seguito essere questo il caso delle SIM) di raccogliere le deleghe per l'esercizio dei diritti di voto inerenti alle azioni in gestione. Sarebbe quindi importante consentire quanto meno la possibilità per i diversi

investitori di accordarsi rispetto alle modalità di voto.

D'altra parte, rilevanti problemi di conflitti di interesse potrebbero derivare dal fatto che una quota rilevante degli investitori istituzionali in Italia è emanazione di enti creditizi o società industriali. Ciò (cfr. paragrafo 3) potrebbe ridurre gli incentivi a un intervento attivo.

Tenteremo in quanto segue di verificare quanto la regolamentazione esistente consenta (anche al di là di quanto venga attualmente realizzato) un ruolo attivo degli investitori.

5.1 Le società di gestione di fondi comuni

Fondi comuni aperti

I fondi aperti sono stati istituiti in Italia con la legge 77 del 23 marzo 1983, poi modificata dal decreto legislativo 83 del 25 gennaio 1992 (in attuazione delle direttive CEE 85/611 e 88/220).

Fondi aperti possono essere istituiti da società che hanno per oggetto esclusivo la gestione di fondi comuni di investimento collettivo. La durata di ciascuno dei fondi gestiti dalla società viene stabilito dal regolamento del fondo, approvato dalla società stessa. I partecipanti a ciascun fondo aperto hanno la facoltà di recedere dal fondo (ed essere rimborsati al valore corrente della quota) in qualunque momento, con un preavviso di soli 15 giorni. I fondi aperti devono essere investiti prevalentemente in titoli quotati (per almeno il 90 per cento).

Nel paragrafo 2 si è discusso di come la capacità di esercitare un'effettiva supervisione dipenda dalla possibilità di un ruolo attivo, dagli incentivi per gli

investitori, e dalla rilevanza di eventuali conflitti di interesse.

Per quanto riguarda il primo punto, la possibilità di avere in pratica un ruolo attivo dipende innanzi tutto dalla possibilità di esercitare il diritto di voto associato alle partecipazioni assunte dal fondo (punto b) del par. 3): la legge stabilisce che la società di gestione "provvede nell'interesse dei partecipanti agli investimenti, alle alienazioni e alle negoziazioni, all'esercizio dei diritti inerenti ai valori mobiliari ..." (art. 4), assicurando pertanto alla società la facoltà di esercizio del diritto di voto. Per quanto riguarda la possibilità per le società di gestione di accordarsi e votare in modo coordinato nelle stesse società, le disposizioni emesse dalla Banca d'Italia stabiliscono che le società di gestione non possono utilizzare azioni di pertinenza dei fondi per partecipare a sindacati di controllo. Ciò tuttavia non sembra escludere accordi di voto non finalizzati all'esercizio del controllo.

Sotto il profilo degli incentivi alla supervisione attiva, si è detto che tra questi rivestono particolare importanza le quote di partecipazione nelle imprese (punto c), la durata dell'investimento dei partecipanti al fondo (punto e), la struttura delle deleghe (punto d). L'incentivo a non partecipare attivamente alla supervisione, sfruttando la supervisione di altri è tanto maggiore quanto minori sono le quote detenute in ciascuna impresa. Per i fondi aperti i vincoli alla detenzione di quote non appaiono eccessivamente stringenti: ciascun fondo (ma anche il complesso dei fondi gestiti da una stessa società) non può essere investito per più del 5 per cento nella stessa società (vi è cioè un vincolo alla diversificazione minima, per cui il fondo deve partecipare ad almeno 20 imprese), oppure per non più del 10 per cento, se la somma di tutti gli investimenti superiori al 5 per cento non supera il 40 per cento del patrimonio complessivo (il vincolo quindi scende a 16 imprese). Inoltre

il fondo non può detenere diritti di voto superiori al 5 per cento in una società quotata, o al 10 per cento in una società non quotata; non deve inoltre essere in grado di esercitare un'influenza notevole (art. 4). Rappresenta invece un forte disincentivo alla partecipazione attiva la possibilità di ritiro delle quote da parte dei sottoscrittori, che impone un'ottica di più breve periodo alle società di gestione. Infine, per quanto riguarda la struttura delle deleghe, è il regolamento del fondo che stabilisce gli organi competenti per la scelta dei titoli e i criteri di ripartizione degli investimenti (art. 2), quindi presumibilmente anche eventuali strategie relative alla corporate governance. Alla società di gestione fanno capo quindi sia le scelte di investimento che quelle di intervento attivo.

Per quanto riguarda il problema dei conflitti di interesse, la remunerazione della società (punto h) viene determinata nel regolamento del fondo che stabilisce "la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione". Non esistono obblighi che leghino i guadagni della società all'andamento dei fondi da essa gestiti. In genere, tuttavia, le commissioni sono commisurate al patrimonio dei fondi; in alcuni casi sono previsti anche schemi di remunerazione basati sul confronto tra risultati ottenuti e un indice dell'andamento del mercato. La legge stabilisce che fondi di una società non possano essere investiti nella società gerente (punto i). Tuttavia non fa cenno alla possibilità di investire in società che controllano quella gerente. Tale possibilità introdurrebbe ovviamente rilevanti problemi di "agenzia". Ulteriori rischi di conflitto di interessi potrebbero derivare dalla possibilità, in alcuni casi, di investire in altri fondi della stessa società fino al 5 per cento del patrimonio della società e fino al 10 per cento del fondo (quando il fondo è specializzato in un settore o area geografica). I doveri fiduciari (punto l) della società di

gestione fanno riferimento agli obblighi e responsabilità del mandatario (che non necessariamente implicano l'obbligo di supervisione delle società partecipate), agli obblighi di pubblicità dei risultati, alla presenza della "banca depositaria" che verifica il rispetto di tutti gli aspetti formali e legali.

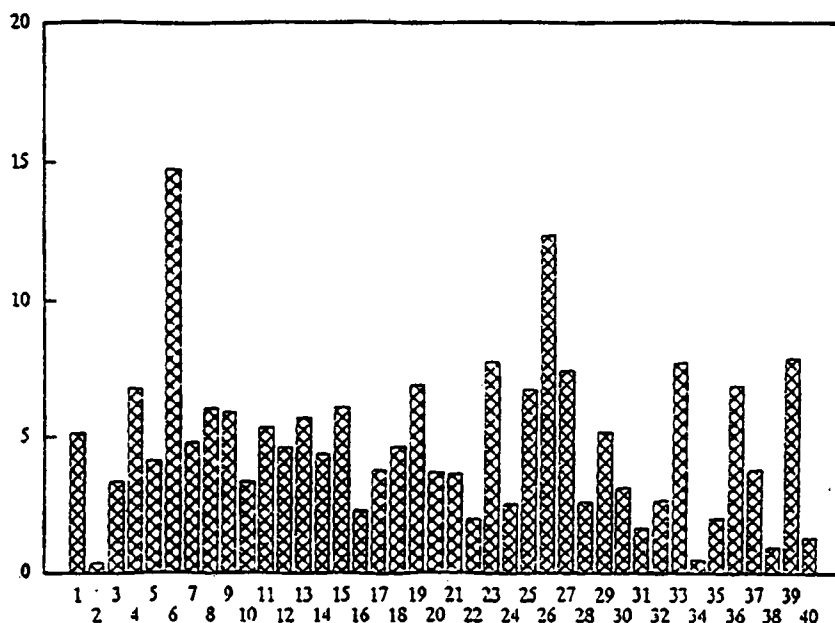
I fondi comuni mobiliari di diritto italiano avevano a fine 1992 un portafoglio titoli di 56.028 miliardi, di cui solo 6.576 in azioni (pari all'11,74 per cento). A marzo del 1993 il portafoglio era di 61.997 miliardi di cui 7.407 in azioni (l'11,95 per cento)⁴⁸. A dicembre i fondi operativi erano 385 di cui 117 azionari e 59 misti. Le società di gestione erano 54 a fine 1992. Di queste, 33 erano partecipate da banche e controllavano i due terzi dei fondi operanti (il 49 per cento del patrimonio complessivo). Il numero medio di fondi gestiti è aumentato da 2,7 nel 1989 a 4,7 nel 1992. L'attività di compravendita è molto intensa ed è aumentata nel tempo: il tasso di rotazione del portafoglio è passato da 1,4 nel periodo 1986-1990, a 2,9 nel 1991 e a 5,9 nel 1992⁴⁹.

Le partecipazioni nelle maggiori società (in prevalenza quotate) sono limitate:

⁴⁸ La percentuale era del 24 per cento nel 1987, del 28 nel 1988, del 32 nel 1989. Dopo il picco del 1989 è scesa a 24 nel 1990, e a 16 nel 1991.

⁴⁹ Cfr. Banca d'Italia (1993).

**QUOTE DETENUTE DAL TOTALE DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE
IN UN GRUPPO DI GRANDI IMPRESE ITALIANE (1993)**



Sebbene i vincoli non siano estremamente stringenti, sia la limitata rilevanza del risparmio gestito, sia la forte preferenza per la liquidità di questi operatori hanno indotto un'intensa attività di negoziazione dei titoli e pochissima partecipazione attiva. Sebbene le società di gestione partecipino in alcuni casi alle assemblee delle società di cui detengono quote rilevanti, la tendenza è di votare a favore del management e di vendere le quote se si è insoddisfatti della gestione.

Fondi comuni chiusi

I fondi comuni di investimento mobiliare chiusi sono stati istituiti con la legge 344 del 14 agosto 1993. La legge autorizza le società di gestione dei fondi comuni a istituire fondi chiusi, le cui caratteristiche principali sono quelle di avere durata compresa tra 5 e 10 anni (durante i quali le quote non possono essere ritirate); di implicare investimenti rilevanti per ciascun sottoscrittore (non meno di 100 milioni, che diventano 400 se la sollecitazione del risparmio

non ha luogo nella sede legale della società); di essere investiti soprattutto in società non quotate.

Anche per i fondi chiusi proviamo a considerare possibilità e incentivi all'intervento attivo, oltre che gli eventuali rischi di conflitti di interesse. I gestori dei fondi chiusi sono gli stessi di quelli aperti, cui è consentito di istituire entrambi (purché abbiano un patrimonio più elevato). Tuttavia la regolamentazione è, sotto diversi aspetti, differente. Come i gestori di fondi aperti, anche quelli di fondi chiusi possono esercitare il diritto di voto per conto dei sottoscrittori (punto b); non è chiaro tuttavia se a essi sarà consentito accordarsi sulle modalità di voto in assemblea.

Per quanto riguarda gli incentivi alla supervisione attiva, essi paiono superiori a quelli dei gestori di fondi aperti. I vincoli alla detenzione di quote (punto c) non sono infatti eccessivamente stringenti: la società non può investire più del 20 per cento del fondo (e del totale dei fondi gestiti dalla società di gestione) nella stessa società (il fondo ha un obbligo di diversificazione minima in 5 società); inoltre non può acquisire più del 5 per cento dei diritti di voto di una società quotata, o il 30 per cento di una non quotata; né può acquisire il controllo. Infine non può verificarsi che tre società di gestione dispongano insieme di una quota superiore al 50 per cento di una società.

La seconda caratteristica che assicura maggiori incentivi alla partecipazione è data dall'impossibilità di ritirare le quote in tempi brevi da parte dei sottoscrittori (punto e). I fondi sono infatti vincolati per un periodo compreso tra 5 e 10 anni.

Infine sia le decisioni di investimento che il diritto di voto fanno capo alla stessa società (e al suo interno agli

organi competenti stabiliti dal regolamento), assicurando la presenza di incentivi corretti (punto d).

Per quanto riguarda i possibili conflitti di interesse, innanzi tutto la remunerazione della società (punto h) può essere "fino a un massimo del 20 per cento del risultato eccedente quello calcolato utilizzando un tasso di rendimento prefissato dal regolamento del fondo o individuato come risultato minimo obiettivo" (art. 8). La remunerazione sarebbe in questo caso commisurata alla performance. Inoltre la società deve investire in ciascuno dei fondi da essa istituiti per una quota compresa tra il 5 e il 10 per cento del fondo (art. 9). Vengono quindi assicurati incentivi corretti. Il problema dei legami con le imprese partecipate (punto i) è reso complesso dal fatto che le società di gestione sono (e probabilmente anche quelle di gestione di fondi chiusi lo saranno) in molti casi di emanazione bancaria o fanno capo a gruppi di imprese: se queste ultime hanno legami con le società partecipate possono ovviamente generarsi conflitti di interesse.

Come per i fondi aperti i doveri fiduciari fanno riferimento agli obblighi e responsabilità del mandatario; ulteriori garanzie possono poi derivare dall'obbligo di pubblicità semestrale sul prospetto e la composizione delle quote, e dagli obblighi di supervisione formale della banca depositaria.

In conclusione le società di gestione di fondi chiusi avrebbero le caratteristiche che consentirebbero l'esercizio di un ruolo attivo nella corporate governance delle imprese. Resta tuttavia il problema di come vadano applicati i vincoli nei casi in cui le società gestiscono sia fondi chiusi che aperti (se all'insieme dei fondi gestiti da una stessa società vadano applicati i vincoli stabiliti per l'una o l'altra tipologia, oppure se i vincoli vadano applicati alla somma di ciascuna tipologia separatamente).

5.2 Le società di intermediazione mobiliare

Le SIM sono state istituite in Italia con legge n. 1 del 2 gennaio 1991. Adessee è riservato l'esercizio professionale nei confronti del pubblico delle seguenti attività:

- negoziazione per conto proprio o per conto terzi di valori mobiliari;
- collocamento di valori mobiliari, assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione di patrimoni mediante operazioni aventi a oggetto valori mobiliari;
- consulenza in materia di valori mobiliari;
- sollecitazione di pubblico risparmio.

La Consob autorizza l'esercizio di queste attività e dispone l'iscrizione all'albo delle SIM autorizzate indicando le attività per le quali le società stesse sono autorizzate. Nell'attività di gestione di patrimoni le SIM possono agire esclusivamente in nome e per conto di terzi e non possono affidare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto.

Oltre alle azioni acquistate nell'ambito delle gestioni patrimoniali, le SIM possono detenere partecipazioni in imprese le cui attività siano strumentali o connesse a quelle indicate all'art. 1, comma 1, della legge citata⁵⁰.

La possibilità per le SIM di esercitare un ruolo attivo nella corporate governance sembra essere in qualche misura limitata. Il diritto di voto inerente ai valori in gestione patrimoniale (cfr. punto b) può essere esercitato dalle SIM

⁵⁰ Tra le imprese con attività connesse figurano le banche, le assicurazioni, le società di gestione dei fondi comuni di investimento, le capogruppo creditizie, non le imprese industriali.

solo su specifica procura conferita di volta in volta per ogni assemblea e per iscritto (art. 8).

Inoltre, un possibile disincentivo può essere rappresentato dal fatto che il cliente può recedere in ogni momento dal contratto (punto e) e ritirare in tutto o in parte i valori mobiliari in gestione, con ovvie ripercussioni sull'ottica degli investimenti dal lato dell'attivo. Tale problema potrebbe risultare parzialmente attenuato per le SIM che, sempre nell'ambito dell'attività di gestione patrimoniale, sono autorizzate alla gestione operativa del patrimonio mobiliare dei fondi pensione ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. a) del D.lgs. 124 del 21 aprile 1993 (par. 5.4).

D'altra parte non vi sono, nella gestione patrimoniale, vincoli alla detenzione di azioni da parte delle singole società di intermediazione (punto c). È probabile tuttavia che l'obbligo di una gestione personalizzata riduca la possibilità di gestire in modo complessivo le partecipazioni^{51 52}.

Alquanto estesa è peraltro la disciplina dei conflitti di interesse (cfr. punto i) prevista dalla legge istitutiva

⁵¹ Anche se le rilevanti economie di scala nella gestione (dovute ai costi fissi) probabilmente inducono comunque le società a praticare forme di aggregazione dei patrimoni nella gestione.

⁵² Per quanto riguarda la disciplina sulle partecipazioni detenibili relativa al patrimonio della società, essa è contenuta nel Regolamento adottato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob n. 173 del 2 luglio 1991; oltre a vietare l'assunzione di partecipazioni in imprese con attività non strumentali o connesse, pone dei limiti quantitativi abbastanza severi all'assunzione di partecipazioni. Le SIM possono infatti detenere partecipazioni sino al 50 per cento del proprio patrimonio; le partecipazioni nelle banche, società capogruppo creditizie e nelle assicurazioni-vita non possono essere di controllo e, complessivamente, non possono eccedere il 10 per cento del patrimonio stesso.

delle SIM e dal Regolamento adottato dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia n. 5387 del 2 luglio 1991; tale regolamento stabilisce i limiti entro i quali i valori mobiliari emessi o collocati dalla società di intermediazione mobiliare ovvero dai soggetti appartenenti al gruppo possono formare oggetto dell'attività di gestione (a differenza della disciplina prevista per le società di gestione dei fondi comuni di investimento che non fa riferimento alle società del gruppo).

Sul piano più generale, i "doveri fiduciari" in capo alle SIM (punto 1) prevedono che queste ultime si comportino con diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi del cliente. Devono operare in modo che il cliente sia sempre informato sulla natura e sui rischi delle operazioni, sulle loro implicazioni e su qualsiasi atto, fatto o circostanza necessari per prendere consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.

Le SIM non possono effettuare operazioni con o per conto della clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che il cliente non abbia preventivamente accordato il proprio assenso alla stessa; non devono inoltre consigliare o effettuare operazioni con frequenza non necessaria.

Infine l'art. 9, commi 2 e 3, disciplina in modo dettagliato il comportamento della SIM nello svolgimento delle proprie attività al fine di garantire:

- la trasparenza dei prezzi delle commissioni e di ogni altro onere a carico del cliente nonché dell'interesse che ha l'intermediario nelle singole operazioni;
- che nello svolgimento delle suddette attività non si abbia scambio di informazioni e di responsabilità di gestione tra chi opera nelle diverse attività;
- il rispetto delle istruzioni e dell'interesse del cliente

nell'esecuzione degli ordini.

Il predetto Regolamento n. 5387 del 1991 adottato dalla Consob determina infine ogni altra regola da osservare al fine di regolare le ipotesi di conflitto di interessi.

A fine 1992 le SIM operative erano 249 e gestivano 105.329 miliardi, investiti soprattutto in titoli di stato.

5.3 Le società di assicurazione

Le imprese di assicurazione private contro i danni e sulla vita sono disciplinate rispettivamente dalla legge del 10 giugno 1978, n. 295, e dalla legge del 22 ottobre 1986, n. 742. In materia di partecipazioni detenibili dalle assicurazioni occorre inoltre fare riferimento alla legge 9 gennaio 1991, n. 20, e alla circolare ISVAP 21 febbraio 1991, n. 150.

L'assunzione di partecipazioni da parte delle imprese assicurative può avvenire sia mediante impiego delle riserve tecniche costituite a fronte degli impegni assunti, sia con disponibilità tratte sul patrimonio libero, intendendosi come tale la parte del patrimonio che non è utilizzata per la copertura delle riserve tecniche.

Tra le varie attività finanziarie che le imprese di assicurazione private ramo danni e vita⁵³ possono detenere per la copertura delle riserve tecniche figurano infatti le azioni di società nazionali le cui azioni siano quotate in borsa o al mercato ristretto da almeno tre anni, o il cui bilancio sia da almeno tre anni sottoposto a revisione da

⁵³ La disciplina delle assicurazioni contro i danni è contenuta essenzialmente nella legge 295 del 10 giugno 1978; quella delle assicurazioni sulla vita è disposta dalla legge 742 del 22 ottobre 1986.

parte di una società iscritta nell'albo speciale di cui all'art. 8 del DPR 136 del 1975.

Il valore dell'investimento in titoli (azioni e obbligazioni) di una stessa società non può comunque superare il 3 per cento (7 per cento per le assicurazioni contro i danni) dell'ammontare delle riserve tecniche né, se si tratta di azioni, il 5 per cento (20 per cento per il ramo danni) del capitale della società emittente. Non è consentita la copertura delle riserve tecniche con azioni emesse dalle società controllate ai sensi dell'art. 2359, primo comma, numero 3) del codice civile. Le imprese di assicurazione possono anche investire, sempre per la copertura delle riserve tecniche e nel rispetto dei limiti di cui sopra: 1) in azioni emesse da società aventi sede legale nella CEE e quotate da almeno tre anni nella borsa valori del paese d'origine, 2) in quote di fondi di investimento.

Il Ministro dell'Industria, del commercio e dell'artigianato, di concerto con il Ministro del Tesoro, su conforme indicazione del CIPE, ha inoltre stabilito con i decreti del 15 luglio e del 25 settembre 1988, rispettivamente per il ramo danni e vita, che la quota massima delle riserve tecniche detenibili in azioni ammonta al 20 per cento delle riserve tecniche complessive.

Le uniche norme relative alla disciplina delle partecipazioni detenibili a valere sul patrimonio libero sono contenute negli artt. 4, 5 e 6 della legge 20 del 1991 e nella circolare Isvap n. 150 del 1991. Le imprese assicurative non possono assumere partecipazioni di controllo in altre società quando queste esercitino attività diverse da quelle consentite alle stesse imprese assicurative dall'art. 5, comma 2, della legge 295 del 10 giugno 1978 e dall'art. 4, comma 2, della legge 742 del 22 ottobre 1986⁵⁴.

⁵⁴ Queste leggi impongono alle imprese assicurative di limitare la loro attività "all'esercizio dell'attività

Le imprese assicurative devono comunicare entro 48 ore dalla data di stipulazione l'assunzione di partecipazioni superiori al 5 per cento del proprio capitale o che comunque determinino il controllo dell'impresa partecipata. Vi sono infine degli obblighi di comunicazione fissati dall'Isvap in relazione al capitale delle società partecipate e al patrimonio libero dell'impresa assicurativa.

Dalla disciplina delineata si possono trarre alcune considerazioni. Le imprese assicurative non hanno particolari vincoli all'assunzione di partecipazioni di rilievo nelle società quotate in borsa o al ristretto (cfr. punto c); inoltre non hanno particolari esigenze di liquidità come invece avviene nel caso dei fondi comuni e delle banche (punto e). Potenziali problemi per l'esercizio di un ruolo attivo nella supervisione derivano invece dal conflitto d'interesse che tale attività potrebbe generare con gli altri rapporti commerciali esistenti o ipotizzabili tra l'impresa assicurativa e l'impresa partecipata (punto i). Le compagnie assicurative sono infine soggette a obblighi di trasparenza nell'assunzione di partecipazioni relativamente onerosi (punto g).

A fine 1992 le assicurazioni erano 268, con 195.200 miliardi di attività, di cui 98.700 in titoli, e in particolare 12.540 in azioni (il 6,42 per cento del totale dell'attività).

assicurativa, riassicurativa e di capitalizzazione e delle operazioni connesse a tali attività, con esclusione di qualsiasi altra attività commerciale". Ai fini dell'assunzione di partecipazioni di controllo è quindi essenziale individuare le "attività connesse". Per valutare l'esistenza di una posizione di controllo si deve comunque tenere conto, oltre che dei titoli acquisiti con disponibilità tratte dal patrimonio libero, anche delle partecipazioni assunte mediante impiego delle riserve tecniche.

5.4 I fondi pensione

I fondi pensione attualmente esistenti sono in numero limitato: le forme maggiormente sviluppate sono costituite dalle istituzioni creditizie e da quelle gestite dagli enti previdenziali e dalle casse professionali. Essi avevano nel 1991 accantonamenti pari a 76.200 miliardi, di cui 1.487 investiti in azioni.

Il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, ha disciplinato la previdenza complementare. Forme pensionistiche complementari potranno essere istituite per i lavoratori dipendenti (pubblici e privati, organizzati in categorie o per impresa) e i lavoratori autonomi e liberi professionisti. Per i primi dovranno essere a contributi definiti (per limitare eventuali rischi di sottocapitalizzazione, che potrebbero richiedere in seguito interventi statali), mentre per le altre categorie potranno essere anche a benefici definiti.

I fondi pensione non potranno assumere partecipazioni dirette. Dovranno quindi gestire le risorse mediante convenzioni con soggetti abilitati alla gestione di patrimoni (le società di intermediazione mobiliare e le istituzioni creditizie autorizzate alla gestione di patrimoni), con imprese assicurative, con gli enti gestori delle forme di previdenza obbligatoria (INPS) (art. 6, comma 1). Soltanto per i fondi pensione aperti (a favore di soggetti per i quali non esistono altre forme di previdenza complementare) i gestori potranno essere anche le società di gestione dei fondi comuni.

Sono quindi queste ultime (SIM, assicurazioni, società di gestione) le categorie rilevanti da prendere in considerazione nel valutare possibilità e incentivi a interventi attivi.

Per quanto riguarda la possibilità di esercitare effettivamente una partecipazione attiva (punto b), la legge non chiarisce chi potrà esercitare il diritto di voto: se il fondo pensione stesso o il gestore. Come si è detto (punto d), la struttura delle deleghe nella gestione del patrimonio è rilevante: la separazione delle scelte di investimento e di voto può ridurre gli incentivi all'intervento attivo.

Rispetto alla possibilità e agli incentivi a non diversificare eccessivamente (punto c) e quindi ai vincoli relativi alle partecipazioni, anche ai singoli fondi pensione non è consentito assumere partecipazioni associate a diritto di voto per valori nominali superiori al 5 per cento di quello complessivo di una singola società, se quotata, superiore al 10 per cento, se non quotata. Non può comunque detenere quote tali da determinare un'influenza dominante sulla società (art. 6, comma 5). I vincoli si riferiscono ai singoli fondi. Qualora questi siano gestiti da SIM, queste ultime non dovrebbero tuttavia essere soggette a ulteriori vincoli relativi alle partecipazioni e, nella gestione, potrebbero cumulare le singole quote di diversi fondi. Le assicurazioni sono soggette invece ai limiti enunciati sopra, che tuttavia non appaiono eccessivamente stringenti. Nel caso di fondi aperti, invece, le società di gestione, come detto sopra, sarebbero soggette agli ulteriori vincoli di cui al paragrafo 5.1.

Come per i fondi chiusi tuttavia, anche la creazione dei fondi pensione attende norme ulteriori: il Ministero del Tesoro, sentita la commissione che eserciterà la vigilanza sui fondi pensione, dovrà emanare un decreto che individui "le attività nelle quali i fondi pensione possono investire le proprie disponibilità con i rispettivi limiti massimi di investimento" (art. 6, comma 4). Se i limiti attuali non risultano quindi eccessivamente restrittivi, è essenziale che la normativa secondaria non ne imponga altri troppo stringenti, ma si orienti soprattutto a ridurre eventuali

conflitti di interesse.

Sempre per ciò che riguarda gli incentivi a un intervento attivo, la gestione dei fondi pensione dovrebbe avere l'effetto di ridurre l'avversione al rischio del gestore (punto e) dal momento che la possibilità per i sottoscrittori di recedere dal fondo è assai limitata (l'iscritto al fondo ha la facoltà di recedere ottenendo un rimborso non superiore al 50 per cento dell'importo maturato; art. 6, comma 6). Ciò garantisce la disponibilità del fondo anche per investimenti a medio-lungo termine.

Per quanto riguarda i possibili conflitti di interesse, il contenuto dei contratti tra fondi e gestori e le regole relative ai conflitti di interesse attendono il decreto del Ministero del Tesoro. Come si è detto (punto h) la struttura del compenso dell'intermediario è essenziale per ridurre i conflitti di interesse.

Rispetto ai legami con la società partecipata (punto i), la legge prevede la possibilità per il fondo di investire nella società che crea il fondo per quote non superiori al 20 per cento (al 30 se si tratta di fondo di categoria) delle risorse del fondo. Ciò tuttavia potrebbe ridurre gli incentivi del gestore a intervenire attivamente (cfr. il caso statunitense). Qualora i fondi pensione fossero gestiti dall'ente gestore di forme di previdenza obbligatoria, potrebbero inoltre porsi gli stessi problemi che si sono posti per gli investimenti dei fondi pensione pubblici statunitensi.

In conclusione, relativamente alla possibilità e agli incentivi di un intervento attivo da parte dei gestori dei fondi, la legge non impone vincoli eccessivi. Sarà rilevante tuttavia la normativa secondaria in tema di struttura delle deleghe, in particolare relative al diritto di voto e di vincoli agli investimenti.

6. Conclusioni

Possiamo a questo punto trarre alcune conclusioni relativamente al caso italiano. L'analisi dell'esperienza americana ha evidenziato come un ruolo attivo degli investitori istituzionali possa indurre effetti positivi. Anche in un sistema caratterizzato da un modello di controllo con limitato ricambio e insufficienti garanzie per i finanziatori lo sviluppo degli investitori istituzionali potrebbe contribuire a ridurre i problemi. La partecipazione attiva degli investitori potrebbe essere favorita dai vantaggi che deriverebbero da una maggiore efficienza delle imprese (punto f) al par. 3). Meno importante appare attualmente nel caso italiano la spinta derivante dal peso rilevante dei singoli investitori o dalla indicizzazione della gestione⁵⁵.

Per quanto riguarda gli altri fattori che influenzano gli incentivi degli operatori, da quanto discusso nei paragrafi precedenti si possono trarre le seguenti conclusioni.

Relativamente alla possibilità di realizzare effettivamente una partecipazione attiva (punto b), essa, oltre che per le vie informali (eventuali pressioni sul management), può esprimersi nel caso italiano soltanto attraverso l'esercizio del diritto di voto, e non in tutti i casi. Per le SIM infatti questa possibilità è resa più complessa. È quindi importante che agli investitori che devono tuttora essere regolamentati non vengano imposti ulteriori vincoli. Non è invece prevista la possibilità di essere rappresentati presso i consigli di amministrazione o

⁵⁵ Anche se il fatto che le imprese quotate (quelle a cui gli investitori partecipano in misura maggiore) siano in Italia in numero limitato potrebbe in effetti ridurre le possibilità di acquisto e vendita degli investitori, generando effetti simili a quelli del caso americano.

nel collegio sindacale. Né è prevista la possibilità di raccolta di deleghe da parte degli azionisti, che potrebbe divenire uno strumento per l'attivazione di proxy fights. A questo proposito appare condivisibile la proposta (Preite, 1993) relativa a modifiche nella legislazione che favoriscano forme di partecipazione più attiva.

Per quanto riguarda la possibilità di detenere partecipazioni significative nelle società (punto c), per quasi tutti gli investitori i vincoli dipendono dal loro patrimonio⁵⁶ e non possono superare il 5 per cento dei diritti di voto delle società quotate e il 10 (30) per cento delle non quotate. Se le disposizioni tuttora da emanare non imponessero vincoli ulteriori e se fosse consentito il coordinamento tra investitori, questi vincoli non dovrebbero essere eccessivamente stringenti.

Per quanto riguarda la struttura delle deleghe (punto d), per la maggior parte degli investitori le decisioni di investimento e di voto fanno capo agli stessi agenti; anche per i fondi pensione (tuttora da regolamentare sotto questo profilo) sarebbe opportuno che valesse lo stesso.

Sotto il profilo dei conflitti di interesse, mentre le strutture dei compensi (punto h) appaiono in genere appropriate (essendo in genere legate ai risultati, o nel caso dei fondi chiusi, addirittura legate all'andamento dei fondi), potrebbero permanere problemi nei rapporti con le imprese (punto i), poiché in alcuni casi le società di gestione sono controllate da imprese industriali. Potrebbe quindi essere previsto (Preite, 1993) di vietare le partecipazioni di società industriali nelle società di gestione. Per quanto riguarda i fondi pensione, potrebbe costituire un problema la possibilità per il fondo di investire (fino al 20 o al 30 per cento) nella società che lo

⁵⁶ Soltanto i maggiori investitori saranno quindi in grado di detenere quote significative.

istituisce.

In conclusione, se in generale la regolamentazione attuale non pare eccessivamente vincolante, restano aperti alcuni punti (diritti di voto per le SIM, rappresentanza nei consigli di amministrazione) suscettibili di modifiche. Sono d'altra parte assai rilevanti le disposizioni che devono ancora essere emanate per alcuni investitori relativamente all'esercizio dei diritti di voto, alle partecipazioni nelle società, alla possibilità di coordinamento con altri investitori, alla struttura del compenso degli investitori, alla struttura delle deleghe.

Riferimenti bibliografici

- Anderson, V. J. (1991), Proxy Voting - Fiduciary Issues, in Sametz e Bicksler (1991).
- Arnott, R. D. e P. L. Bernstein (1990), Defining and Managing Pension Fund Risk, in F. J. Fabozzi (a cura di), Pension Fund Investment Management, London, McGraw Hill.
- Ayres, I. e P. Cramton (1993), An Agency Perspective on Relational Investing, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Banca Commerciale Italiana (1993), "Tendenze Monetarie", n. 69.
- Banca d'Italia (1993), Relazione annuale sul 1992, Roma.
- Barca, F. (1994), Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano, Bari, Laterza.
- _____, M. Bianchi, F. Brioschi, L. Buzzacchi, P. Casavola, L. Filippa, M. Pagnini (1994), Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi, vol. II di Assetti proprietari e mercato delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- _____, M. Bianco, L. Cannari, R. Cesari, C. Gola, G. Manitta, G. Salvo, F. Signorini (1994), Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali, vol. I di Assetti proprietari e mercato delle imprese, Bologna, Il Mulino.
- _____, P. Casavola, M. Perassi (1994), Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".
- Berlanda, P. (1993), I fondi chiusi: aspetti istituzionali e operativi, IMI Note di Ricerca, n. 2.
- Bhagat, S. e R. H. Jefferis (1991), Voting Power in the Proxy Process, in "Journal of Financial Economics", vol. 30, n. 1, pp. 193-225.
- Bianco, M. (1994), Il controllo nella public company, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".

Black, B. S. (1992), Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, in "UCLA Law Review", vol. 39, n. 3, pp. 811-93.

_____ e J.C. Coffee (1993), Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.

Brancato C. K. (1991), The Pivotal Role of Institutional Investors in Capital markets, in Sametz e Bicksler (1991).

Brickley, J. A., R. C. Lease e C. W. Smith (1988), Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, in "Journal of Financial Economics", vol. 20, n. 1, pp. 267-92.

Bruzzzone, G. e A. Porta (1993), Fondi pensione e mercati finanziari, in R. Artoni e altri (a cura di), Fondi pensione e mercati finanziari: le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia, Milano, Egea.

Buxbaum, R. M. (1991), Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative Perspective, in "Brooklin Law Review", vol. 57 n. 1, pp. 1-53.

Cannari, L., G. Marchese e M. Pagnini (1994), Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".

Cardilli, D., L. Pinzani e P. Signorini (1994), Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia, in Banca d'Italia, Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali, numero speciale dei "Contributi all'analisi economica".

Coffee J. C. (1991), Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in "Columbia Law Review", vol. 91, pp. 1277-368.

Confindustria (1993), Risparmio, capitale di rischio e mercato azionario, in "Previsioni dell'economia italiana", a. VII, n. 1.

De Felice, G. e G. Miranda (1992), Investitori istituzionali ed evoluzione del mercato dei titoli: un'analisi comparata, in V. Conti e R. Hamoui (a cura di), Il mercato dei titoli di Stato in Italia, Bologna, il

Mulino.

- Edwards, J. e K. Fisher (1991), Banks, Finance, and Investment in West Germany, CEPR Discussion Paper, n. 497.
- Fukao, M. (1993), Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Firms, OECD, dattiloscritto.
- Gordon, L. A. e J. Pound (1993), Active Investing in the U.S. Equity Market: Past Performance and Future Prospects, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Kester, W. C. (1993), Industrial Groups as Systems of Contractual Governance, in "Oxford Review of Economic Policy", vol. 8, n. 3, pp. 24-44.
- Kregel, J. A. (1993), Investitori istituzionali e riforma del corporate governance, in Rapporto IRS sul mercato azionario 1993, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.
- Krikorian, B. L. (1991), Fiduciary Standards: Loyalty, Prudence, Voting Proxies, and Corporate Governance, in Sametz e Bicksler (1991).
- Minow, N. (1993), The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance, in R. H. Rupert (a cura di), The New Era of Investment Banking, Chicago, Probus Publishing Company.
- Monks, R. A. G. (1993), Relationship Investing, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Murphy, K. J. e K. Van Nuys (1993), Who's Monitoring the Monitors? Governance, Incentives, and Performance of Public Pension Funds, University of Rochester, dattiloscritto.
- Pollack, L. (1991), Investor Activism via Professionally Managed Special-Purpose Fund, in Sametz e Bicksler (1991).
- Preda, S. (a cura di) (1991), Funds and Portfolio Management Institutions. An International Survey, Amsterdam, North-Holland.
- Preite, D. (1993), Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni, in "Rivista delle Società", vol. 38, n. 3, pp. 476-569.

- Roe, M. J. (1993), The Modern Corporation and Private Pensions, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Romano, R. (1993), Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered, in "Columbia Law Review", vol. 93, n. 4, pp. 795-853.
- Sabani, L. e P. Sapienza (1990), I conflitti di interesse in un'istituzione finanziaria multi-prodotto, Università Bocconi, Quaderni del Centro di Economia Monetaria e Finanziaria, n. 44.
- Sabel, C. F., J. R. Griffin, R. E. Deeg (1993), Making Money Talk: Towards a New Debtor-Creditor Relation in German Banking, lavoro presentato alla "Relational Investing Conference" organizzata dal Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, New York, 6-7 maggio.
- Sametz, A. W. e J. L. Bicksler (a cura di) (1991), Institutional Investing, Challenges and Responsibilities of the 21st Century, Homewood, Irwing.
- Schwartz, R. A. e J. E. Shapiro (1992), The Challenge of Institutionalization for the Equity Markets, in A. Saunders (a cura di), Recent Development in Finance, Homewood, Irwin.
- Shleifer, A. e R. W. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, in "Journal of Political Economy", vol. 94, n. 3, pp. 461-89.
- Termini, V. (1993), Strategie di investimento dei fondi pensione e trasformazione dei mercati finanziari, lavoro presentato alla XXXIV Riunione della Società Italiana degli Economisti, Napoli, 29-30 ottobre.
- Tirole, J. (1986), Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organisations, in "Journal of Law, Economics and Organization", vol. 2, n. 2, pp. 181-214.
- Van Nuys, K. (1993), Corporate Governance through the Proxy Process, Evidence from the 1989 Honeywell Proxy Solicitation, in "Journal of Financial Economics", vol. 34, n. 1, pp. 101-32.
- Varian, H. R. (1990), Monitoring Agents with Other Agents, in "Journal of Institutional and Theoretical Economics", vol. 146, n. 1, pp. 153-74.
- Weigman, R. (1987), I fondi mobiliari come azionisti, in "Rivista delle Società", vol. 32, n. 4, pp. 1089-108.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI "TEMI DI DISCUSSIONE" (*)

- n. 219 — *An Econometric Analysis of Money Demand in Italy*, di P. ANGELINI, D. F. HENDRY e R. RINALDI (marzo 1994).
- n. 220 — *Recente evoluzione del sistema bancario americano: ci sono indicazioni per l'Italia?*, di D. FOCARELLI (marzo 1994).
- n. 221 — *Has the Post-War US Economy Deviated less from the Stable Growth Regime?*, di C. KIM e M. MANNA (aprile 1994).
- n. 222 — *La battaglia per le quote di mercato: concorrenza dinamica e spostamenti di clientela tra banche nei mercati dei crediti e dei depositi*, di R. CESARI (aprile 1994).
- n. 223 — *Measuring Money with a Divisia Index: An Application to Italy*, di E. GAIOTTI (aprile 1994).
- n. 224 — *Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lessons from Recent Experience?*, di L. BUTTIGLIONE e G. FERRI (maggio 1994).
- n. 225 — *Misure della capacità utilizzata nell'industria con i dati sull'energia elettrica*, di L.F. SIGNORINI (maggio 1994).
- n. 226 — *Confidence Costs and the Institutional Genesis of Central Banks*, di C. GIANNINI (maggio 1994).
- n. 227 — *Un'analisi empirica della relazione tra tassi del mercato interno e dell'euro lira*, di G. FERRI e A. GENERALE (giugno 1994).
- n. 228 — *The Defence of Exchange Rates in the EMS: Instruments and Strategies, 1987-1993*, di P. DEL GIOVANE (luglio 1994).
- n. 229 — *About the Level of Daylight Credit, Speed of Settlement and Reserves in Electronic Payment Systems*, di P. ANGELINI (agosto 1994).
- n. 230 — *Asymmetries and Nonlinearities in Economic Activity*, di F. FORNARI e A. MELE (agosto 1994).
- n. 231 — *L'attività cross-border delle banche italiane: una verifica empirica*, di C. BENTIVOGLI e A. GENERALE (settembre 1994).
- n. 232 — *La curva dei rendimenti dei BOT come misura dei tassi futuri attesi*, di G. GRANDE (settembre 1994).
- n. 233 — *Assicurazione dei depositi, coefficienti patrimoniali e copertura dei rischi bancari*, di F. DRUDI e R. TEDESCHI (settembre 1994).
- n. 234 — *Predicting Consumption of Italian Households by means of Leading Indicators*, di G. PARIGI e G. SCHLITZER (settembre 1994).
- n. 235 — *L'apertura di sportelli bancari dopo la liberalizzazione: andamento e determinanti*, di R. DE BONIS, F. FARABULLINI e F. FORNARI (novembre 1994).
- n. 236 — *Alternative Estimators of the Cox, Ingersoll and Ross Model of the Term Structure of Interest Rates: A Monte Carlo Comparison*, di C. BIANCHI, R. CESARI e L. PANATTONI (novembre 1994).
- n. 237 — *Capital Structure Decisions of a Public Company*, di O. HART (dicembre 1994).
- n. 238 — *La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari*, di R. DE BONIS, B. MANZONE e S. TRENTO (dicembre 1994).
- n. 239 — *Controllo di gruppo e incentivi degli azionisti di minoranza: una verifica empirica*, di M. BIANCO, P. CASAVOLA e A. FERRANDO (dicembre 1994).
- n. 240 — *I meccanismi di funzionamento dei circuiti interni dei capitali: un'indagine empirica del caso italiano*, di L. BUZZACCHI e M. PAGNINI (dicembre 1994).
- n. 241 — *Diffusione della proprietà delle imprese fra le famiglie italiane e trasferimento intergenerazionale: alcune evidenze*, di G. D'ALESSIO (dicembre 1994).
- n. 242 — *Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia*, di M. DE CECCO e G. FERRI (dicembre 1994).

(*) I "Temi" possono essere richiesti a:

Banca d'Italia – Servizio Studi – Divisione Biblioteca e pubblicazioni – Via Nazionale, 91 – 00184 Roma.

*Finito di stampare
nel mese di dicembre 1994
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

