

MATTEO EREDE

***Shareholder activism* nelle società italiane con titoli quotati:
indagine sul contributo degli *hedge funds* all'efficienza del governo societario.**

Nel modello statunitense della *public company*, il fenomeno dello *shareholder activism* descrive l'insieme di differenti iniziative che singoli soci o gruppi di soci intraprendono al fine di esercitare pressione sugli amministratori con l'ulteriore obiettivo di condizionarne le azioni e così limitarne gli amplissimi poteri di gestione sull'impresa societaria. In questa prospettiva, la dialettica che in tal modo si instaura fra soci ed amministratori vale a colmare il minor rilievo che la legge attribuisce ai primi rispetto ai secondi nella struttura di governo della società in modo da minimizzare i costi di agenzia derivanti da una struttura proprietaria dispersa.

Diversamente, nel sistema economico italiano (come in larga parte del resto d'Europa) il modello della società per azioni (anche quella con titoli quotati) è caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata, ossia dalla presenza di uno o più soci di controllo in grado di determinare la nomina degli amministratori e di monitorarne da vicino l'attività. Poiché - almeno in linea teorica - i soci di controllo esercitano la loro azione di monitoraggio in funzione della crescita del valore dell'impresa nel lungo periodo, ci si potrebbe allora aspettare che ciò basti a tutelare l'efficienza della gestione societaria e, seppure indirettamente, anche la posizione dei soci di minoranza.

In un simile contesto, quindi, il fenomeno dello *shareholder activism* non avrebbe motivo d'esistere, tanto è vero che, nell'esperienza italiana, esso non ha di fatto trovato compiuta manifestazione se non nelle forme di episodiche azioni di disturbo condotte da singoli individui alla ricerca di una qualche visibilità e generalmente senza il sostegno di gruppi organizzati di soci, tanto meno dei c.d. investitori istituzionali.

Questa conclusione, tuttavia, è stata di recente smentita dalle iniziative con cui numerosi fondi *hedge* hanno ritenuto di poter impiegare sul mercato italiano le stesse strategie attiviste già fruttuosamente utilizzate negli Stati Uniti come tecnica di investimento *ex ante* e non più soltanto come strumento di *governance ex post*.

Questo lavoro, oltre a descrivere le caratteristiche e i limiti dell'attivismo assembleare in Italia sulla base dei risultati raggiunti da alcuni isolati studi svolti sul tema con riferimento all'ultimo decennio, cerca di ricostruire il fenomeno del c.d. *hedge fund activism* attraverso l'analisi che ne è stata fatta nella letteratura giuscommercialistica statunitense e di indagare come esso si sia manifestato nella più recente esperienza italiana attraverso l'esame del quadro normativo vigente che ne avrebbe favorito lo sviluppo e dei dati empirici a disposizione.

Le conclusioni raggiunte portano a ritenere che, sebbene nel sistema attuale vi siano numerosi incentivi ad un più efficace ricorso all'attivismo assembleare, ciò non costituirebbe necessariamente un contributo ad una maggiore efficienza del governo societario, o quanto meno non in misura tale da farne beneficiare la generalità dei soci di minoranza.