



SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE
IN DIRITTO ED ECONOMIA “TULLIO ASCARELLI”
DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI
DOTTORATO DI RICERCA IN
“ANALISI AZIENDALE E GIURIDICA: MERCATI, FINANZA,
ISTITUZIONI E CONSUMATORI”
CURRICULUM “DIRITTO DEI MERCATI E DEI CONSUMATORI”

XXIX CICLO

PROXY ADVISORS
E TUTELA DEL MERCATO FINANZIARIO

Coordinatore del dottorato: Chiar.ma Prof.ssa Maddalena Rabitti

Docente guida: Chiar.mo Prof. Vincenzo Cuffaro

Dottoranda: Dott.ssa Caterina Pistocchi

INDICE - SOMMARIO

<i>Introduzione</i>	4
---------------------	---

CAPITOLO I

INFORMATIVA DERIVATA E INTERESSI PROTETTI

1.	Il fenomeno dell'“informativa derivata” e gli interessi ad essa riconducibili.	6
2.	Il ruolo dei <i>proxy advisors</i> nella proposta di modifica alla direttiva <i>shareholders' rights</i> .	18
3.	L'incidenza del diritto di voto sulle scelte di investimento dei risparmiatori.	31
4.	Quale valenza per le raccomandazioni emanate dai consulenti di voto?	35

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA DEI *PROXY ADVISORS* FRA TUTELA DELL'AUTONOMIA IMPRENDITORIALE E REGOLE DEL MERCATO FINANZIARIO

1.	L'attività prestata dai <i>proxy advisors</i> : l'emanazione di <i>guidelines</i> e standard di voto.	38
2.	(Segue): gli altri servizi offerti dai consulenti di voto.	52
3.	I flussi informativi tra emittenti quotati e <i>proxy advisors</i> : <i>profili di market manipulation</i> .	54
4.	La consulenza dei <i>proxy advisors</i> sulla <i>governance</i> degli emittenti.	62
5.	Le raccomandazioni di voto nelle materie assembleari con voto consultivo (il caso della remunerazione degli amministratori).	65
6.	I requisiti di professionalità e indipendenza dei <i>proxy advisors</i> e il problema del conflitto di interessi.	72
7.	L'incidenza della consulenza di voto sull'operato delle società di gestione del risparmio.	80
8.	Quale <i>status</i> regolamentare per i <i>proxy advisors</i> ?	86

CAPITOLO III

I *PROXY ADVISORS* NELL'ESPERIENZA AMERICANA

1.	Evoluzione dell'attività dei <i>proxy advisors</i> negli Stati Uniti: dalle origini del fenomeno ai primi interventi della SEC.	91
2.	(Segue): l'evoluzione normativa recente e l'affermazione dell'attivismo assembleare.	101
3.	(Segue): conflitti di interesse, servizi ancillari e <i>Dodd Frank Act of 2010</i> .	105
4.	Il valore giuridico delle raccomandazioni di voto dei <i>proxy advisors</i> nell'ordinamento finanziario statunitense.	110
5.	I riflessi della consulenza di voto sugli <i>agency costs</i> .	117
6.	Prospettive di riforma nella proposta di <i>Financial Choice Act of 2016</i> .	121

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DEI *PROXY ADVISORS*

1.	Il problema della responsabilità da informazioni finanziarie inesatte.	132
2.	La responsabilità dei fornitori di informativa derivata: le società di revisione.	137
3.	(Segue): gli analisti finanziari.	148
4.	(Segue): le agenzie di <i>rating</i> .	156
5.	La responsabilità dei <i>proxy advisors</i> : gli elementi costitutivi.	167
6.	I profili di responsabilità extracontrattuale.	172
7.	(Segue): l'elemento soggettivo.	173
8.	(Segue): l'ingiustizia del danno e il nesso di causalità.	177
9.	Quale spazio per una responsabilità da contatto sociale?	178
10.	I profili di responsabilità contrattuale.	186

<i>Conclusioni</i>	196
--------------------	-----

<i>Bibliografia</i>	200
---------------------	-----

Introduzione

Il presente lavoro si pone in una prospettiva di analisi che si sviluppa su tre distinti piani: (i) la ricostruzione delle dinamiche, giuridiche ed economiche, in cui il fenomeno dei *proxy advisors* si è manifestato e l'illustrazione dell'evoluzione normativa nel contesto europeo e statunitense; (ii) l'approfondimento delle attività svolte dai *proxy advisors* e della regolamentazione ad essi applicabile, e (iii) l'esame della natura della responsabilità di tali operatori.

Con riguardo al primo aspetto, il presente lavoro prende le mosse dalla constatazione che, in risposta alle crisi dei mercati finanziari recenti, si è registrata una tendenza del legislatore verso una regolamentazione più rigorosa del mercato finanziario e dei suoi principali operatori.

Nell'attuale contesto macro-economico è crescente l'interesse alla valorizzazione di strategie di investimento *long-term oriented*, con l'obiettivo di rafforzare la posizione e i diritti degli azionisti fedeli di società quotate (favorendo un rapporto attivo e diretto tra investitori e organo amministrativo delle società quotate medesime). Allo scopo di favorire un buon governo societario è pertanto ritenuto necessario, anzitutto, che gli azionisti si impegnino attivamente nella società partecipata e che il *management* renda conto a questi ultimi del proprio operato; e ciò in linea con le più evolute teorie sui principi di *agency*. Tuttavia, poiché la prassi dimostra che gli azionisti tendono ad assumere atteggiamenti passivi all'interno delle dinamiche societarie, la normativa europea si sta orientando verso un maggior coinvolgimento dei soci, anche promuovendo il ruolo e la funzione dei *proxy advisors* (cfr. la proposta di modifica della direttiva 2007/36/CE attualmente allo studio, c.d. *Shareholders' Rights Directive*). Difatti, poiché sempre più spesso il capitale sociale delle società quotate risulta essere di proprietà di investitori istituzionali che gestiscono un portafoglio titoli estremamente diversificato, questi ultimi votano nelle diverse assemblee delle società partecipate in base alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*.

Con riguardo al secondo aspetto, il presente lavoro si propone di esaminare le diverse attività svolte dai *proxy advisors*, rilevando come esse non si esauriscano alla sola attività di prestazione di

raccomandazioni di voto in favore degli investitori-clienti (sulla base del modello di remunerazione *investor-paid*), ma ricomprendono anche la consulenza in materia di *corporate governance* in favore degli emittenti quotati (sulla base del modello di remunerazione *issuer-paid*).

Proprio per tale ragione, si pone la questione del conflitto di interessi dei *proxy advisors* e, di riflesso, quello della regolamentazione applicabile all'attività caratteristica prestata da questi ultimi. Al riguardo, la tesi esamina i profili di contiguità fra consulenza di voto e consulenza in materia di investimenti, concludendo per una soluzione che, *de iure condendo*, possa portare a maggiori punti di contatto fra le due discipline, e dunque a una regolamentazione (seppur embrionale) dei *proxy advisors*.

Con riguardo al terzo aspetto, la tesi ricostruisce per sommi capi il regime delle responsabilità in cui incorrono i “fornitori di informativa derivata”, per poi esaminare nello specifico quello applicabile ai consulenti di voto. L'analisi valorizza le peculiarità dei servizi prestati e del modello di remunerazione, concludendo per una diversa ricostruzione delle varie tipologie di responsabilità in dipendenza dell'attività concretamente prestata dal *proxy advisor*.

CAPITOLO 1

INFORMATIVA DERIVATA E INTERESSI PROTETTI

SOMMARIO: 1. Il fenomeno dell’“informativa derivata” e gli interessi ad essa riconducibili. – 2. Il ruolo dei *proxy advisors* nella proposta di modifica alla direttiva *shareholders’ rights*. – 3. L’incidenza del diritto di voto sulle scelte di investimento dei risparmiatori. – 4. Quale valenza per le raccomandazioni emanate dai consulenti di voto?

1. Il fenomeno dell’“informativa derivata” e gli interessi ad essa riconducibili.

Il presente lavoro muove dalla convinzione che uno degli scopi essenziali perseguiti dall’ordinamento finanziario sia quello di promuovere e fluidificare la transizione del risparmio dai settori economici strutturalmente in *surplus* in favore dei soggetti fisiologicamente in *deficit* di risorse ⁽¹⁾.

A tal fine diviene centrale, *inter alia*, il ruolo – non solo dei “mediatori istituzionali” del risparmio (*i.e.* imprese bancarie, assicurative e, più in generale, finanziarie), ma anche quello – dei fornitori di “informativa derivata” ⁽²⁾, e segnatamente quegli operatori del mercato che *istituzionalmente* esaminano, valutano e sintetizzano le informazioni provenienti dalle imprese (che fanno

⁽¹⁾ La configurazione del mercato finanziario in termini di insieme di relazioni funzionali a consentire il trasferimento di ricchezza descritto nel testo può considerarsi pacifica in letteratura. Si v. al riguardo, in luogo di molti, G.GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, (Aggiornamento V), Giuffrè, Milano, 2001, 747.

⁽²⁾ Per informativa derivata si intendono i flussi informativi che vengono prodotti non dagli emittenti ma da soggetti “terzi” a ciò preposti, e cioè analisti finanziari, società di revisione e agenzie di *rating*. Per una migliore comprensione della portata di tale tipologia di informazioni si v., in luogo di molti, M.T.PARACAMPO, *L’informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Cacucci, Bari, 2008.

appello al pubblico risparmio) per trasferirle in forma elaborata agli investitori *tout court*, affinché questi ultimi possano operare scelte di investimento consapevoli e non eccessivamente onerose in termini di *due-diligence* preventiva.

Questa era, in origine, la funzione tipica dei fornitori di “informativa derivata” *tradizionali* – i.e. analisti finanziari, società di revisione, agenzie di *rating* – a cui si è aggiunta, nel tempo, una nuova e più evoluta forma di “consulenza” in materia finanziaria, svolta dai *proxy advisors*, che è destinata a operare in un momento successivo a quello della decisione di investimento iniziale, essendo volta a guidare l’investitore nell’adozione delle più appropriate scelte di *gestione* dell’investimento già effettuato nell’arco di durata dello stesso.

Ciò emerge con nitidezza nell’attività di gestione dell’investimento in titoli azionari quotati, i quali, attribuendo al possessore diritti sociali esercitabili periodicamente, richiedono uno sforzo valutativo e decisionale ripetuto nel tempo, che, pertanto, non si esaurisce al momento della sottoscrizione/acquisto iniziali né in quello del disinvestimento finale.

Le decisioni di natura *amministrativa* che un azionista è chiamato a prendere nell’arco di durata dell’investimento finanziario hanno sede essenzialmente (ma non solo) assembleare, essendo riconducibili all’esercizio di un diritto di voto informato nelle adunanze convocate dagli emittenti quotati o in sede annuale oppure in forma straordinaria. È noto come la complessità delle normative applicabili alle società quotate e, talvolta, del *business* che esse svolgono si traduca sovente, e in concreto, in proposte di delibere assembleari non sempre di agevole comprensione; il che significa, in altre parole, che il dover esprimere una preferenza di voto per una determinata proposta – che potrebbe avere ad oggetto materie variegata, che vanno dalla nomina dei gestori dell’impresa all’approvazione di operazioni di portata significativa o comunque all’adozione di decisioni in grado di alterare il rischio dell’investimento azionario – ha sempre più spesso una rilevanza economico-finanziaria misurabile e potenzialmente significativa, la cui valutazione richiede competenza e profusione di mezzi. Il problema si amplia, peraltro, per gli investitori istituzionali, che

professionalmente detengono e *gestiscono* pacchetti azionari in numerosi emittenti: per essi, infatti, da un lato i costi di monitoraggio e verifica delle proposte assembleari si moltiplicano e, dall'altro lato, essendo gestori professionali del risparmio altrui, gli obblighi di diligenza qualificata loro applicabili richiedono che i diritti sociali connessi agli strumenti finanziari detenuti siano esercitati con la dovuta cognizione di causa.

Il quadro fattuale appena delineato per sintesi spiega il motivo per cui ai tradizionali fornitori di “informativa derivata”, tipicamente operanti nel momento iniziale o finale della scelta di investimento, si siano progressivamente affiancati, con intensità crescente, anche nuovi operatori del settore, la cui attività consiste nel raccomandare professionalmente le migliori scelte di gestione dell'investimento detenuto, che, per quanto concerne titoli azionari, consistono nelle modalità di esercizio dei diritti di voto.

Per comprendere il percorso che ha portato all'attuale assetto normativo in materia, occorre prendere le mosse dalla crisi di inizio millennio: al riguardo emblematiche sono le parole pronunciate nel 2002 dell'allora Presidente della Consob, il quale, prendendo spunto dall'inaspettata crisi di Enron, rinveniva la causa della *«degenerazione patologica nel funzionamento dei mercati e dei presidi posti a tutela degli investitori»* nella *«manifesta [...] inadeguatezza delle regole»* applicabili in materia ⁽³⁾. Era un momento storico in cui, nei mercati finanziari, l'unico valore a presidio della tenuta dell'intera intelaiatura degli scambi si rinveniva nella *trasparenza* informativa; concetto che veniva evidenziato, con formula icastica, con la nota metafora secondo cui sul mercato si potevano vendere anche mele marce ⁽⁴⁾ purché si

⁽³⁾ Le parole sono di L.SPAVENTA, *Internazionalizzazione dei mercati finanziari e dei capitali*, Intervento al Convegno Assiom-Associazione Italiana Operatori Mercati dei Capitali, *Corporate Governance e strutture del mercato*, Montecatini, 19 ottobre 2002.

⁽⁴⁾ In arg. si v. F.CAVAZZUTI, *La CONSOB e i problemi posti dalla internazionalizzazione dei mercati borsistici*, 28 novembre 2000, intervento al seminario organizzato dall'Istituto di studi e di analisi economica, consultabile in <http://www.consob.it/main/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/cavazz2.htm>, il quale sottolinea che *«[l]a regolamentazione si trova dunque di fronte al classico dilemma del trade-off fra protezione degli investitori e efficienza/liquidità/sviluppo del mercato finanziario: è meglio avere un listino*

fosse data evidenza di tale circostanza ai potenziali investitori ⁽⁵⁾. È evidente la distanza concettuale che separa gli inizi degli anni duemila dal quadro normativo attuale, in cui la recente regolamentazione nota come “MiFID II” impone agli intermediari di offrire ai risparmiatori prodotti finanziari *oggettivamente* adeguati alle esigenze degli investitori (c.d. *product governance*).

Quanto precede chiarisce la ragione per cui, ai tempi della crisi di Enron e Worldcom, i colpevoli di turno ⁽⁶⁾ furono rinvenuti

ampio e altamente rappresentativo della realtà produttiva del paese (e che offre quindi ampie opportunità di diversificazione dei portafogli) ma dove le “mele marce” o quelle “troppo acerbe” possono non essere una rarità, oppure un listino piccolo ma fatto solo di imprese solide e medio grandi che offre maggiori garanzie agli investitori?»

⁽⁵⁾ Si v., *ex multis*, F.CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)* (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework), in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, 2015, 72 e ss., ad avviso del quale l'intento della MiFID II sarebbe quello «di rafforzare il regime di trasparenza delle negoziazioni e di salvaguardare la posizione delle controparti negoziali degli intermediari si è tradotto nella previsione di una più intensa responsabilità a carico di questi ultimi; sono stati, quindi, stabiliti appositi requisiti organizzativi per la loro struttura al fine di rendere possibile un'informazione degli investitori più dettagliata e dotata di maggiore frequenza rispetto al passato. Di fondo si evidenzia il proposito di predisporre le condizioni per l'esercizio dell'attività finanziaria in modalità idonee a garantire forme di tutela più congrue in vista di un ordinato funzionamento dei mercati e di un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni. Si individuano i presupposti di un intervento regolatore preordinato all'eliminazione - o, quanto meno, alla riduzione - delle incertezze dei mercati connesse alle carenze (*rectius*: limiti) dei prodotti che in essi sono collocati.».

⁽⁶⁾ In arg. si v. A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, I, 621 e ss., il quale osserva quanto segue: «puntualmente quando i mercati finanziari entrano in una turbolenza connotata da drastici ridimensionamenti delle quotazioni ovvero quando si svegliano dallo choc provocato da grandi scandali [...] un'immane reazione si produce. Ci si interroga, cioè, su chi o che cosa nei mercati non abbia funzionato a dovere; più brutalmente, di chi sia la “colpa” o a chi sia imputabile un concorso significativo nella “colpa”. La ricerca del “colpevole” o dei “colpevoli” è, da sempre, uno strumento per contenere ed esorcizzare il problema vero che – ben più della turbolenza o dello scandalo in sé, preoccupa i grandi operatori e i governi; problema vero che è il rischio di un propagarsi incontrollato della sfiducia nel mercato/i degli investimenti. La fiducia, infatti, è la linfa senza la quale entrerebbe in crisi l'assunto stesso su cui si fonda il capitalismo contemporaneo, cioè l'idoneità del mercato o dell'insieme dei mercati degli investimenti ad attrarre massicce risorse capitalistiche e,

nelle società di revisione, e cioè in un genere di *gatekeepers* ⁽⁷⁾ la cui colpevolezza consisteva nel non aver evidenziato, a livello *informativo*, la reale consistenza economico-patrimoniale degli emittenti in cui i risparmiatori investivano il proprio risparmio: orbene, un problema di mancanza di *disclosure*. Coerentemente sia il *Sarbanes-Oxley Act of 2002* negli Stati Uniti sia la legge sulla tutela del risparmio (n. 262 del 2005) in Italia reagirono alla crisi di inizio millennio mettendo sul banco degli imputati analisti finanziari e società di revisione.

La situazione si complicava di lì a poco nel 2008, quando la (ancor più nota) crisi contemporanea, che convenzionalmente decorre dall'insolvenza inattesa di Lehman Brothers, ha condannato un'altra categoria di *gatekeeper*, stavolta le agenzie di *rating*, colpevoli di non aver adeguatamente valutato la meritevolezza intrinseca dei prenditori del risparmio pubblico (*i.e.* emittenti e loro emissioni). Ancora una volta si muove coerentemente, in risposta a tale crisi, il legislatore finanziario, con il *Dodd-Frank Act of 2010* negli Stati Uniti e, stavolta a livello europeo, col Regolamento 1060/2009, imputando i fallimenti del mercato in gran parte alle agenzie di *rating* e all'inadeguatezza della loro funzione di informatore sui rischi di un investimento.

Quali sono, quindi, gli interessi tutelati dalla normativa che oramai regola in maniera capillare l'informativa derivata?

De iure condito la risposta è intuitiva: la trasparenza, completezza, veridicità e accuratezza dell'informativa societaria sensibile che circola sui mercati finanziari, al fine ultimo di consentire un investimento mirato, ponderato e consapevole da

conseguentemente, a svolgere la sua/loro funzione di allocazione efficiente delle stesse».

⁽⁷⁾ Con riferimento al fenomeno dei *gatekeepers* si v., in luogo di molti, J.C.COFFEE JR., *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, Columbia University Law School, The Centre for Law and Economic Studies, Columbia Law School Working Paper N. 191, maggio 2001. In termini più ampi e per una ricostruzione del dibattito, si v. G.FERRARINI e P.GIUDICI, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del Convegno (Napoli 27 – 28 maggio 2005), Giuffrè, Milano, 2006, 130 e ss.; A.BENEDETTI, *Certezza pubblica e “certezze” private. Poteri pubblici e Certificazioni di mercato*, Giuffrè, Milano, 2010, 33 e ss.

parte degli investitori, professionali e *retail*. Il tutto nella consapevolezza che l'immediatezza e la sintesi dell'informativa rappresentano sempre più un *valore* in un contesto di vera e propria alluvione documentale ⁽⁸⁾.

⁽⁸⁾ Si v. U.MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in AGE, 2009, 83 e ss., ad avviso del quale «è ormai dimostrato che una quantità maggiore di informazioni, rispetto ad una minore, non migliora affatto le capacità di diagnosi di chi deve decidere; tutt'altro. Ovviamente, questo vale anche per le informazioni rese in occasione di un investimento; ma il regolatore del settore non sembra tenerne affatto conto, anzi sembra partire proprio dal convincimento contrario. Oltre al problema dell'eccesso dell'informazione, vi è poi la questione della tipologia di informazione. Milioni di anni di evoluzione hanno condotto l'uomo a privilegiare l'informazione faccia a faccia ed il passaparola. I modelli di apprendimento dell'informazione, ormai radicati nelle nostre menti, si basano fondamentalmente sul fatto che di fronte a noi ci sino la voce, le espressioni facciali e le emozioni di un'altra persona. Poiché tutto questo all'evidenza non c'è nell'ambito di un'informazione scritta, le persone trovano molto più difficile reagire di fronte a questo diverso tipo di informazione. Non si riesce in effetti ad attribuire alle informazioni scritte lo stesso peso emozionale di quelle ottenute nello scambio vis à vis [...]. Questo fa sì che il legislatore, nel disciplinare il momento della scelta di investimento, dovrebbe ad esempio considerare e dare molta più rilevanza alle qualità personali ed all'esperienza della persona (dipendente dell'intermediario) che si interfaccia con l'investitore, rispetto alla quantità di informazioni fornite per iscritto a quest'ultimo. Al contrario, il legislatore non sembra considerare detto profilo, risultando sostanzialmente irrilevanti le caratteristiche personali di chi siede di fronte al cliente, di chi fornisce a costui informazioni (o anche solo suggestioni) verbali. Il legislatore ha ritenuto di dividere in distinte classi gli investitori (controparti qualificate; clienti professionali; clienti al dettaglio), a cui poi riconoscere crescenti livelli di tutela. Ma non ha fatto altrettanto con gli intermediari; non ha preteso effettivi livelli di professionalità, di esperienza e di equilibrio in capo a quelle persone che indirizzano, consigliano o negoziano le scelte di investimento del privato; livelli magari crescenti al crescere del grado di tutela accordata all'investitore. È in effetti carente una regolamentazione del profilo appena considerato: di fatto, chiunque può sedersi dall'altra parte della scrivania ed "influire sulle scelte che l'investitore sta prendendo, purché ovviamente "rappresenti" l'intermediario. Ove peraltro l'esperienza insegna che, almeno nella stragrande maggioranza dei casi, il cliente non legge, se legge non capisce, se capisce comunque si affida completamente al suo interlocutore (fisico, non giuridico). La fiducia è per definizione sempre cieca e la copiosa informazione scritta che viene fornita non aiuta certo ad aprire gli occhi. O almeno conta molto meno rispetto al "narrato" che proviene da chi fisicamente è di fronte a noi»; ID., *Psicologia dell'investitore retail e disciplina di protezione*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 239 e ss.

Ma de iure condendo?

Questa è una delle linee di indagine del presente lavoro, che tiene necessariamente conto del mutamento del profilo dell'investitore operante nei mercati finanziari italiani. Come emerge, ad esempio, dal rapporto Consob sulla *corporate governance* del 2016 (relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015), il ruolo degli investitori istituzionali è progressivamente più significativo rispetto al passato ⁽⁹⁾, a fronte di un tendenziale arretramento dell'investimento del *retail* e dei soci industriali.

La tabella che segue riporta le indicazioni relative alla partecipazione alle assemblee delle società quotate italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap ⁽¹⁰⁾.

		numero di partecipanti		quota sul capitale sociale rappresentato in assemblea			
		totale	investitori istituzionali	totale	investitori istituzionali	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri
2012	media	612	471	69,3	13,3	1,3	12,0
	min	4	--	44,5	0,0	0,0	0,0
	max	4.825	3.705	91,7	47,7	9,6	47,2
	mediana	213	195	70,9	12,0	0,1	10,3
2013	media	601	496	69,5	15,3	0,9	14,4
	min	7	4	44,4	0,0	0,0	0,0
	max	3.886	3.850	90,5	48,6	9,5	47,6
	mediana	276	245	70,8	15,5	0,0	13,5
2014	media	583	506	67,7	19,1	1,0	18,0
	min	14	--	27,7	0,0	0,0	0,0
	max	4.282	3.304	91,3	57,2	11,1	54,8
	mediana	298	270	69,8	18,0	0,1	15,9

⁽⁹⁾ La Consob, nel Rapporto relativo all'esercizio 2015, p. 85, sottolinea quanto segue «*le assemblee delle società italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap mostrano un aumento della partecipazione degli azionisti, che nel 2015 ha raggiunto in media il 70,2 per cento del capitale. In particolare, è cresciuta la presenza degli investitori istituzionali esteri, passata dal 13 per cento nel 2012 all'attuale 21 per cento, mentre quella degli investitori istituzionali italiani è rimasta sostanzialmente stabile, attestandosi nel 2015 all'1,1 per cento del capitale in assemblea*».

⁽¹⁰⁾ La tabella è ripresa dal Rapporto Consob relativo all'esercizio 2015, da cui si evince che le elaborazioni sono state effettuate sui verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci delle società italiane nel 2012, 2013, 2014 e 2015. I dati riguardano le società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap; le cooperative sono escluse. Sono riportati i dati delle imprese i cui verbali erano disponibili alla data di rilevazione (67 società nel 2015 e nel 2014; 64 nel 2013; 73 società nel 2012).

2015	media	660	551	70,2	20,8	1,1	19,7
	min	21	2	26,3	--	--	--
	max	5.501	3.078	91,0	49,5	9,5	49,5
	mediana	312	295	73,0	19,7	0,4	18,6

Ciò significa che diviene sempre più attuale il problema di *agency* affrontato dalla dottrina statunitense ⁽¹¹⁾, e cioè la circostanza che l'investitore istituzionale è, a sua volta, il gestore di un risparmio altrui a monte (*i.e.* il quotista che ha investito nel fondo che a sua volta sottoscrive o acquista titoli emessi da società quotate). Tale circostanza spiega il motivo per cui il gestore professionale (*i.e.* il fondo) debba operare secondo diligenza qualificata, e quindi non solo investire sapientemente le proprie risorse nei titoli più appropriati, ma anche gestire tali pacchetti azionari con regole oggettivamente riscontrabili e verificabili, nonché, possibilmente, con un rapporto costi-benefici giustificabile. Quanto precede mostra la crescente importanza dei fornitori di informativa qualificata che operano per consentire un voto informato nelle assemblee degli emittenti (i *proxy advisors*), dato che l'uniformarsi alle loro raccomandazioni di voto – oltre ad essere relativamente poco costoso per i fondi di investimento – li esonera da qualsivoglia responsabilità deliberativa nei confronti dei propri quotisti o da terzi asseritamente danneggiati dalla loro condotta (ad es. *competitors* o soci sconfitti nella battaglia assembleare, e via dicendo). E come noto il problema della *responsabilità deliberativa* è questione sempre più avvertita anche nelle corti anche italiane ⁽¹²⁾.

Attraverso le proprie raccomandazioni di voto, infatti, i *proxy advisors* consentono al mercato di poter esercitare il diritto di voto sulla base di studi effettuati da operatori competenti, qualificati e indipendenti. I *proxy advisors* agiscono, pertanto, in qualità di “fornitori di informativa derivata”, in quanto svolgono un fondamentale ruolo di “mediazione” (in senso atecnico) tra gli

⁽¹¹⁾ R.J.GILSON e J.N.GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 883 e ss.

⁽¹²⁾ Si v al riguardo, in luogo di molti, F.GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004.

investitori e le imprese quotate.

Ciò richiede comportamenti efficienti, volti a garantire la necessaria trasparenza e correttezza dell'azione di tali soggetti, dato che essi – sempre più di frequente – incidono nelle scelte di *gestione* dell'investimento operate nei mercati azionari da parte dei risparmiatori.

È noto, peraltro, che un'informativa adeguata e trasparente rappresenta una delle condizioni necessarie per porre in essere scelte, o comunque attuare comportamenti economici, razionali, e, per l'effetto, creare le condizioni necessarie per un mercato finanziario funzionante⁽¹³⁾.

Difatti, l'asimmetria informativa è stata da sempre ritenuta uno degli elementi di maggior inefficienza del mercato, che ha portato i legislatori sempre più di frequente a creare ingranaggi regolatori al fine di compensare tale fenomeno⁽¹⁴⁾. Del resto l'informativa, se regolata, è in grado di ridurre l'incertezza e

⁽¹³⁾ In particolare si fa riferimento agli artt. 41 e 47 della Costituzione e all'art. 5 del TUF. Come osservato da L.ENRIQUES, *Il ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari nelle controversie economiche*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, 695, l'elemento fondamentale per il corretto funzionamento dei mercati finanziari è rappresentato dalla fiducia reciproca dei soggetti che partecipano al mercato stesso, «se questa viene meno, gli effetti possono essere catastrofici. La fiducia è un bene pubblico e poggia su fondamenta assai delicate. In particolare, le fondamenta hanno la particolarità di una forte interconnessione. Detto altrimenti, se crolla una casa in una città per un difetto di costruzione, è una tragedia, l'appaltatore sarà chiamato a risponderne, a perlomeno non ne risentono né la città nel suo complesso né, di norma, gli edifici adiacenti. Nei mercati finanziari, il crollo di una singola "casa" può determinare a catena il crollo dell'intera città. Tutto ciò per dire in realtà qualcosa di molto più semplice: i mercati finanziari non possono essere lasciati a se stessi e alle norme di diritto comune. Per assicurare che i contratti dei mercati finanziari siano osservati, occorre un intervento pubblico di semplificazione delle norme e di supporto alle istituzioni "comuni" nel loro enforcement, al fine di dissuadere comportamenti opportunistici in grado di incidere sulla funzionalità dell'intero sistema».

⁽¹⁴⁾ Ad avviso di A.MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not.*, 1973, 1043 e ss., ora in *La società per azioni. Problemi - letture - testimonianze*, I, Giuffrè, Milano, 2002, 81 e ss. da cui si cita, «l'informazione deve essere sentita non già come adempimento di una norma di legge o di regolamento, ma come esigenza di mettere il pubblico in grado di valutare l'andamento degli affari e la convenienza di un investimento, un'informazione rivolta non solo alla (più o meno) ristretta cerchia degli azionisti attuali, ma a tutto il pubblico, dal quale potranno emergere gli azionisti futuri, in uno sforzo di allargamento e di rafforzamento del sistema e di sua moralizzazione».

l'insicurezza degli investitori e del mercato nel sistema di circolazione della ricchezza finanziaria, oltre ai costi di transazione nel reperimento delle informazioni necessarie da parte dei soggetti interessati.

Non è revocabile in dubbio che un mercato finanziario possa dirsi davvero *efficiente* solo ove ricorrano (almeno) due caratteristiche fondamentali: (i) la diffusione di informazioni complete e veritiere, e (ii) l'attivazione e il funzionamento di presidi di vigilanza efficaci sull'operato di emittenti e intermediari (inclusi i fornitori di informativa derivata) ⁽¹⁵⁾. Tali principi rappresentano il fulcro su cui si poggia l'intero sistema normativo in materia finanziaria ⁽¹⁶⁾.

⁽¹⁵⁾ Come rileva G.ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, 967, «la tutela dell'investitore dipende largamente dall'efficienza dei mercati e questa a sua volta dalla garanzia nella diffusione corretta delle informazioni, la volatilità dei mercati risulta invece indipendente dalla loro sicurezza. La teoria della bolla speculativa, connaturata alle attività finanziarie, ma soprattutto la tesi Keynesiana, recentemente formalizzata, secondo la quale in ogni mercato la formazione dei prezzi è "viziata" da operazioni di arbitraggio e dall'ottica di breve periodo degli investitori, rendono assai problematiche le basi giuridiche delle norme dirette a creare una disciplina dei mercati efficienti. [...] La tutela dell'investitore come esigenza fondamentale di un ordinamento economico democratico sembra, infatti, veder sbiadita la propria dignità, sol che si ponga mente al fatto che un elevato sviluppo dei mercati finanziari non favorisce per nulla un'elevata crescita reale dell'economia».

⁽¹⁶⁾ A tal riguardo osserva S.POTTINO, *Gli analisti finanziari e le agenzie di rating*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, nel *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F.Galgano, Cedam, Padova, 2009, 244, che «nell'ambito di un più vasto intervento a salvaguardia dell'integrità dei mercati finanziari, l'art. 14, comma secondo, lett. g), della legge in commento [sulla tutela del risparmio del 2005] modifica parzialmente la disciplina della materia degli studi e delle ricerche in ambito finanziario, altrimenti nota come informativa derivata. L'importanza del ruolo dell'informazione nei mercati finanziari è ben nota. I mercati finanziari vivono di informazioni: il flusso continuo di informazioni relative agli strumenti finanziari concorre a determinare le scelte di investimento e disinvestimento degli investitori, e, con esse, le oscillazioni delle quotazioni. A sua volta, la raccolta e l'analisi dei dati relativi al numero di scambi ed ai prezzi praticati consentirebbe di determinare il valore degli strumenti finanziari, e permetterebbe una migliore allocazione del capitale. È questa la nota ipotesi del mercato efficiente, ossia l'ipotesi in cui l'andamento dei prezzi riflette esattamente il valore reale degli strumenti finanziari, siccome determinato a seguito dell'analisi di tutte le informazioni utili per valutare la redditività dell'investimento. In questo contesto, la divulgazione rapida e fedele delle

Alla luce di quanto precede si comprende il motivo per cui il legislatore persegua, *inter alia*, l'obiettivo di garantire che le informazioni che circolano sul mercato finanziario siano trasparenti, complete e veritiere, con lo scopo di scongiurare eventuali comportamenti opportunistici da parte degli emittenti nonché dei fornitori di informativa derivata, così da evitare che sia pregiudicata la genuinità delle informazioni su cui si basano le scelte di investimento dei risparmiatori e, dunque, che sia lesa l'economia degli scambi.

In altri termini, i fornitori di informativa derivata – svolgendo un ruolo significativo nella circolazione delle informazioni finanziarie su cui si basano le scelte di (gestione dell') investimento ⁽¹⁷⁾ in grado di ingenerare un legittimo affidamento negli investitori (dato che i loro giudizi rappresentano, sovente, il principale elemento valutativo della rischiosità di un investimento finanziario) – sono sempre più suscettibili di regolamentazione esterna e vincolante.

Corollario di quanto precede è che, con sempre maggiore frequenza, si avvicinano interventi di natura normativa e/o regolamentare, nazionale ed internazionale, volti a disciplinare lo *status* soggettivo e le attività degli operatori in questione ⁽¹⁸⁾.

informazioni aumenterebbe la fiducia degli operatori nel mercato, attirerebbe capitale di investimento e favorirebbe transazioni». Nello stesso senso, si v., in luogo di molti, V.SALAFIA, L'informativa societaria e l'efficienza del mercato, in Soc., 1999, 1029.

⁽¹⁷⁾ In proposito si v. F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in BBTC, 2008, 53 e ss. Ad avviso dell'Autore, ragionando in merito al caso simile delle agenzie di rating, «l'agere degli enti cui tale giudizio è rimesso non esaurisce i suoi effetti nella sfera negoziale della società veicolo e, dunque, di coloro che con questa svolgono attività contrattuale; ma interagisce, indirettamente, anche sulla situazione giuridico patrimoniale di soggetti che, pur essendo terzi rispetto all'attività negoziale in osservazione, si relazionano in qualche modo con questa e ne subiscono le implicazioni».

⁽¹⁸⁾ In arg. si v. F.ANNUNZIATA, *sub art. 114 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Utet, Torino, 1501 e ss. Dal testo della norma, si rileva quindi come requisito essenziale dell'informazione, per poter essere la stessa considerata privilegiata, è la sua idoneità ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari la cui informazione fa riferimento. Tale carattere è notoriamente ricondotto alla nozione di *price sensitivity*, caratteristica presente in caso di informazioni che siano direttamente in grado di rappresentare elementi su cui un investitore

Il quadro delineato spiega il motivo per cui l'importanza dell'attività svolta dai *proxy advisors* emerga con ancor maggior nitidezza in un ordinamento avente le caratteristiche di quello italiano, in cui, come noto, gli azionisti (ma, in generale, il mercato) beneficiano del diritto di ricevere *esclusivamente* le informazioni previste dalla legge, seppur in ossequio a un *principio di parità di trattamento* ⁽¹⁹⁾, senza che al singolo socio spetti un diritto individuale all'informazione societaria ⁽²⁰⁾, e pertanto si esclude qualsivoglia diritto degli azionisti (i) di rivolgersi agli amministratori personalmente per richiedere chiarimenti su specifiche questioni ⁽²¹⁾, e (ii) di ricevere informazioni, in via preferenziale e autonoma rispetto agli altri soci ed al mercato, al di fuori dei canali istituzionali previsti per l'informazione al pubblico.

ragionevole fonda le proprie decisioni di investimento, ed indirettamente in grado di influenzare, in positivo od in negativo, il prezzo degli strumenti finanziari in contesto, si v. S.GILOTTA, sub art. 114, in *Commentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, Giappichelli, Torino, 2012, 1157. Con riguardo al "carattere preciso" dell'informazione, si ritiene che il "carattere preciso" dell'informazione sia integrato, a norma dell'art. 181 TUF, dal ricorrere delle seguenti due condizioni: la prevedibilità e la specificità delle circostanze o dell'evento cui l'informazione si riferisce. In particolare, l'art. 181, terzo comma, TUF dispone che un'informazione si ritiene di carattere preciso quando "(a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà" e "(b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari", in proposito si v. F.ANNUNZIATA, *op. cit.*, 1502. La formulazione dev'essere intesa nel senso che l'informazione, per potersi qualificare come privilegiata, (i) non deve necessariamente essere certa, ma deve pur sempre avere raggiunto un ragionevole grado di concretezza, riferendosi ad un fatto accaduto o che sta per accadere ovvero ad una decisione presa o che sta per essere presa; e (ii) deve essere strutturata al punto ^{da} poter essere utilizzata per le valutazioni degli interessati).

⁽¹⁹⁾ V. C.MOSCA e A.GIANNELLI, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, paper presentato al Convegno organizzato dalla Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale "La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza", Roma, 10-11 febbraio 2012.

⁽²⁰⁾ Così, *ex multis*, già M.FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Giuffrè, Milano, 1959, 92 e ss.

⁽²¹⁾ A.STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *BBTC*, 1999, 315.

Ne deriva, ancora una volta, che gli investitori (*retail* e istituzionali) con sempre maggior frequenza «traggono le indicazioni di investimento dagli intermediari stessi oppure dalla cc.dd. informativa derivata, ossia le pubblicazioni in materia finanziaria e le raccomandazioni degli analisti» (²²). Le motivazioni di tale fenomeno sono da rintracciare anche nell'internazionalizzazione dei mercati finanziari, che ha favorito l'offerta di studi, analisi e ricerche – da parte di professionisti specializzati – che consentono agli investitori, *retail* e istituzionali, di ottenere in tempo utile le informazioni necessarie per determinare le proprie scelte di investimento / gestione / disinvestimento anche in ordinamenti meno conosciuti rispetto a quelli di provenienza. Tra questi strumenti di informazione si rinvencono non solo gli studi effettuati dagli analisti finanziari, le decisioni delle società di revisione, i giudizi elaborati dalle agenzie di *rating*, ma anche – con sempre maggior influenza – le indicazioni di voto espresse dai *proxy advisors*.

La facilità con cui è possibile apprendere tali informazioni, l'indipendenza e la professionalità riconosciuta ai soggetti che le rendono disponibili al pubblico, la semplicità dei giudizi e delle valutazioni espresse, ha comportato che il ruolo dei *proxy advisors* e il contenuto delle loro raccomandazioni di voto abbia acquisito un notevole rilievo nella dinamica dei mercati finanziari, che attribuisce ai (pochi) operatori del settore tutti i benefici e gli effetti distorsivi tipici di chi si muove in un vero e proprio *oligopolio naturale*.

2. *Il ruolo dei proxy advisors nella proposta di modifica alla direttiva shareholders' rights.*

Benché sia vero che gli Stati Uniti si sono attivati per primi nel regolamentare il fenomeno dei *proxy advisors* come si avrà

(²²) S.POTTINO, *op. cit.*, 245; nello stesso senso R.RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 773, nonché, più di recente, F.SGUBBI, *Il risparmio come oggetto della tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, 340.

modo di vedere nel successivo capitolo 3, deve tuttavia rilevarsi che anche l'Unione europea sta iniziando a coglierne la centralità nella dinamica dei mercati finanziari moderni e l'opportunità di porsi alcune domande circa la necessità, o meno, di una loro regolamentazione specifica e puntuale.

Come già osservato in precedenza, in risposta alle crisi finanziarie si registra frequentemente una tendenza del legislatore a una regolamentazione più stringente e rigorosa del mercato finanziario e dei suoi principali operatori ⁽²³⁾. Senza entrare nel merito del dibattito sul rapporto tra *diritto* e *mercato* ⁽²⁴⁾, l'analisi dell'evoluzione sociale, economica e giuridica dell'attività prestata dai consulenti di voto sembrerebbe mostrare che, in tale ambito, il

⁽²³⁾ In proposito, si noti come l'incremento regolatorio intrapreso da tutti gli ordinamenti maggiormente sofisticati non è altro che una reazione al pragmatismo mercantile degli ultimi anni che aveva comportato «*un'eccessiva valorizzazione dell'autonomia (che riduce l'autoresponsabilità), attraverso un agire negoziale non ispirato alla conservazione dei valori individuali della persona (con ovvie implicazioni sul rispetto del sinallagma), con un acritico (e direi spregiudicato) perseguimento dell'interesse dei mercanti, dei venditori di prodotti finanziari che tentano di approfittare dell'intervenuta svalutazione delle regole, del fatto che queste ultime vanno riducendo viepiù la loro funzione disciplinatrice*», G.ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, 2009, 93 e ss.

⁽²⁴⁾ Per approfondimenti in merito a quale sia tra diritto e mercato il *locus naturalis* e quale invece il *locus artificialis* si v. in luogo di molti N.IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Editori Laterza, Bari, 1998; G.ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, 1443 e ss., il quale riprendendo il pensiero di Irti, che riteneva il mercato quale *locus artificialis* e non *locus naturalis* (in quanto si identifica unicamente con il suo statuto giuridico), ritiene che «*[n]ella nostra epoca si attribuisce sovente al mercato una sorta di potere magico. Dal discorso che ha riempito pagine di scritti scientifici, se il mercato sia un luogo necessariamente fisico, ci si è spostati al tema del mercato come fenomeno che compone e risolve problemi teorici e pratici: in poche parole, interviene come taumaturgo. In realtà il mercato al più valuta, ma non interviene mai. [...] [Q]uando si parla di mercato, devono essere affrontate interconnessioni molteplici tra diritto ed economia; ed è onesto riconoscere che non c'è mai una coincidenza perfetta tra le dinamiche economiche e le dinamiche giuridiche che nel mercato si svolgono o alla disciplina che lo regola. Il mercato è un insieme di scambi che fuoriescono dagli schemi contrattuali, e fuoriescono anche dalla sfera del diritto. L'esistenza di costi di transazione, secondo le moderne teorie economiche, pone limiti all'efficienza del mercato. Soltanto un "sistema di comando", questo sì autoritario e formale ed esclusivamente riferibile al diritto, si pone come alternativo per raggiungere l'ottimalità di Pareto, che un giurista della levatura di Guido Calabresi ha dimostrato non poter costituire una guida alla soluzione dei problemi dell'efficienza dei mercati*».

diritto stia rincorrendo lo sviluppo sociale del fenomeno economico in questione, allo scopo di fornire – forse già in ritardo – risposte adeguate sul piano regolamentare a detto fenomeno pratico.

In particolare, infatti, a fronte dell'interesse alla valorizzazione di strategie di investimento *long-term oriented* che contrassegna un obiettivo oramai condiviso di molti degli ordinamenti finanziari moderni, e quindi del connesso interesse a rafforzare la posizione e i diritti degli azionisti fedeli di società quotate (favorendo un rapporto attivo e diretto tra investitori e organo amministrativo delle società quotate medesime) si è sviluppata anche nei paesi europei l'attività dei *proxy advisors*.

Seppure le società che forniscono la propria consulenza in materia di voto per le delibere assembleari operino con sempre maggiore frequenza in Europa (inclusa l'Italia), non è ad oggi ancora prevista una normativa *ad hoc* sul punto. In dottrina si è infatti osservato che in Europa il tema dei *proxy advisors* è praticamente inesplorato⁽²⁵⁾.

In realtà è già in atto, anche in Europa, un processo preliminare di studio che potrebbe portare a breve a una regolamentazione eteronoma dei *proxy advisors* e della loro attività. Ma procediamo con ordine.

A seguito della crisi finanziaria recente, nel 2011 la Commissione europea ha pubblicato il Libro Verde in materia di *corporate governance*, contenente una serie di interrogativi e aspetti da valutare in materia di governo societario⁽²⁶⁾. Messo in consultazione, il Libro Verde ha ricevuto un elevato numero di commenti da parte di istituzioni e operatori del mercato, in considerazione della significativa attualità ed importanza dei temi

⁽²⁵⁾ P.MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957.

⁽²⁶⁾ P.G.MARCHETTI, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 225, ritiene che «[l]a crisi ha posto anche all'Europa l'interrogativo sul che fare a livello della disciplina societaria e, in particolare, della governance». Il Libro Verde, *Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, è consultabile al seguente link
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_it.pdf.

ivi trattati ⁽²⁷⁾).

Come noto, infatti, il governo societario delle imprese rappresenta uno dei perni di un mercato finanziario efficiente, in grado di allocare in maniera adeguata la ricchezza. Un mercato efficiente genera fiducia negli investitori e nei cittadini in generale e contribuisce a creare maggiore competitività e valore tra le imprese, a beneficio di tutti gli *stakeholders*. Allo scopo di favorire un buon governo societario è necessario, anzitutto, che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e che il *management* renda conto del proprio operato, in linea con i più elementari principi di *agency*.

Tuttavia, poiché la prassi dimostra che gli azionisti, in realtà, tendono ad assumere atteggiamenti passivi all'interno delle dinamiche societarie, in quanto frequentemente essi sono interessati ai profitti a breve termine non perseguendo pertanto l'obiettivo di creazione di valore nel medio-lungo periodo, la Commissione si è proposta di incoraggiare «*un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi e a prestazioni a lungo termine e ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario*» ⁽²⁸⁾. E proprio nella prospettiva di incentivare gli investitori ad un effettivo attivismo, la Commissione ha avuto modo di esaminare la problematica relativa agli investitori istituzionali, e, di riflesso, il delicato tema dei consulenti in materia di voto.

Difatti, poiché sempre più spesso il capitale sociale delle società quotate risulta essere di proprietà di investitori istituzionali (e in particolare di fondi) aventi un portafoglio titoli estremamente diversificato, al fine di poter fare fronte alle difficoltà, anche e soprattutto di natura pratica, che si rintracciano nel momento in cui diviene opportuno valutare come votare nelle diverse assemblee delle società partecipate sui molteplici punti all'ordine del giorno,

⁽²⁷⁾ F.GHEZZI, *La "corporate governance" nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, 1197. In particolare, con il Libro Verde la Commissione ebbe modo di soffermarsi e sottolineare come gli interventi in materia di *governance* fossero volti a favorire un mercato unico, solido e vincente in grado di porre al centro dell'attenzione i cittadini per riconquistarne la fiducia.

⁽²⁸⁾ Così il Libro Verde, *cit.*, 3.

tali investitori istituzionali – non essendo in grado di decidere consapevolmente come votare – fanno ricorso ai servizi offerti in materia di voto dai *proxy advisors*.

Gli investitori istituzionali, pertanto, esprimono i propri voti, sempre più spesso determinanti ai fini dell'adozione della deliberazione assembleare, sulla base dei *consigli* forniti dalle società di consulenza in materia di voto.

A ciò consegue che l'influenza sul voto prodotta dalle raccomandazioni formulate da tali consulenti è senza dubbio rilevante «*in particolare nei mercati con elevata percentuale di investitori internazionali che, come detto, più degli altri, ricorrono ai consigli di voto per investimenti in società estere*» ⁽²⁹⁾.

Come sottolineato dalla Commissione europea, tuttavia, l'influenza esercitata dai consulenti in materia di voto rappresenta motivo di preoccupazione, in quanto in tale contesto si rintracciano diverse problematiche.

In primo luogo, si fa riferimento alla scarsa trasparenza dei metodi utilizzati dai consulenti in materia di voto per la formulazione delle proprie raccomandazioni di voto, nonché alla effettiva *professionalità* di tali società di consulenza, oltre che, come noto, alla possibile sussistenza di conflitti d'interessi, nonché, da ultimo, alla mancanza di una vera e propria concorrenza nel settore attesa la concentrazione del *business* nelle mani di pochissimi operatori ⁽³⁰⁾.

⁽²⁹⁾ S.ALVARO e B.LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico CONSOB n. 3, 2013, 49.

⁽³⁰⁾ La Commissione sottolinea nel Libro Verde, *cit.*, 17, quanto segue, «*[i]n particolare, alcuni ritengono che il metodo di analisi non prenda in considerazione le caratteristiche specifiche di una società e/o le caratteristiche della legislazione nazionale, né le migliori prassi in materia di governo societario. Un'altra preoccupazione riguarda il fatto che i consulenti possano essere soggetti a conflitti di interesse. Se i consulenti in materia di voto agiscono anche in qualità di consulenti in materia di diritto societario per le società partecipate, ciò può dar origine a conflitti di interesse. I conflitti di interesse nascono anche quando un consulente fornisce la propria consulenza in merito a risoluzioni degli azionisti proposte dai suoi clienti. Infine, la mancanza di concorrenza nel settore dà adito a preoccupazione, in particolare in merito alla qualità delle consulenze offerte e alla loro adeguatezza rispetto alle esigenze degli investitori*».

Alla luce del quadro dianzi delineato, la Commissione ha pertanto chiesto agli operatori del mercato di esprimere le proprie valutazioni relativamente alla necessità (o meno) di prevedere *in subiecta materia* una normativa europea, in grado di incidere su (i) una maggiore trasparenza dei metodi di analisi utilizzati dai consulenti in materia di voto, sui conflitti di interessi, sulla politica adottata per gestire i medesimi conflitti e sull'eventuale applicazione di un codice di condotta (o, più semplicemente, di norme interne di condotta); (ii) una qualche limitazione all'attività dei *proxy advisors* nei casi in cui questi prestino attività di consulenza sia agli investitori istituzionali in materia di voto, sia alle società partecipate da questi ultimi in materia di *governance* (le c.d. attività ancillari) ⁽³¹⁾.

Inoltre, i partecipanti alla consultazione si sono generalmente mostrati favorevoli all'introduzione di una normativa *ad hoc* a livello comunitario vista l'importanza di separare i servizi resi agli investitori (istituzionali) da quelli resi alle società partecipate, o quantomeno di imporre ai *proxy advisors* di provvedere a rendere noti in maniera chiara ed esaustiva i connotati di tale duplice attività.

Alcuni partecipanti alla consultazione hanno inoltre proposto di iscrivere i *proxy advisors* in un apposito albo, suggerendo di renderli sottoposti a qualche forma di vigilanza esterna, oltre che di prevedere che gli investitori istituzionali (i quali si avvalgono dei loro servizi) diano informazioni al mercato sulle procedure utilizzate per esprimere il voto in assemblea ⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ Al riguardo si segnala che il Governo Federale Tedesco, ha suggerito di separare l'attività di consulenza prestata dai *proxy advisors* a favore degli investitori istituzionali e l'attività di consulenza sul governo societario resa a favore degli emittenti (nelle cui assemblee eventualmente gli investitori istituzionali richiedono ai medesimi *proxy advisors* di esprimere una o più raccomandazione di voto).

⁽³²⁾ In proposito, la Delegazione spagnola nel gruppo europeo di diritto commerciale ha suggerito, sull'assunto che l'attività prestata dai *proxy advisors* necessitasse di una maggiore trasparenza, l'adozione di specifiche misure quali, ad esempio (i) la comunicazione al pubblico dei modelli di governo societario utilizzati dai consulenti in materia di voto: linee guida, *standards* e metodologie impiegate nell'elaborazione di raccomandazioni di voto; (ii) la divulgazione al pubblico di tutte le raccomandazioni di voto e decisioni da parte di tali consulenti; (iii) l'attuazione di un rigido processo di *due diligence*.

Alla luce di quanto precede, appare chiaro che l'iniziativa annunciata dalla Commissione europea nel 2011 si presenta favorevole alla implementazione di una normativa comunitaria che chiarisca ed incrementi gli obblighi di trasparenza gravanti sui *proxy advisors* e introduca nuove misure per poter fare fronte ad eventuali conflitti di interessi.

Ebbene, il 12 dicembre 2012, la Commissione ha previsto un *Piano di Azione: diritto europeo delle società e governo societario — una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili (breviter, Piano di Azione)* al fine di favorire un quadro operativo coerente ed efficace in materia di *governance* in generale, trattando, *inter alia*, anche il tema degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors* ⁽³³⁾, esplicitando di

⁽³³⁾ Con particolare riguardo alla tematica dei *proxy advisors*, nel Piano di Azione si legge «3.3. *Regolamentare i consulenti in materia di voto. Gli investitori istituzionali in possesso di portafogli di titoli estremamente diversificati si ritrovano a fronteggiare difficoltà pratiche al momento di valutare adeguatamente come votare sui punti iscritti all'ordine del giorno delle assemblee delle società partecipate. Fanno quindi frequente ricorso ai servizi forniti da consulenti in materia di voto (proxy advisor), quali consigli sul voto, deleghe di voto e valutazioni del governo societario. Di conseguenza, l'influenza sul voto di questi consulenti è rilevante. Inoltre, secondo alcuni, gli investitori istituzionali fanno maggiormente ricorso ai consigli di voto per investimenti in società estere che per investimenti nel mercato nazionale. Ciò rende probabile che l'influenza dei consulenti sia maggiore nei mercati con un'elevata percentuale di investitori internazionali. Attualmente, i consulenti in materia di voto non sono tuttavia regolamentati a livello dell'UE. L'influenza esercitata dai consulenti in materia di voto è motivo di preoccupazione. Nel corso della preparazione del libro verde del 2011, gli investitori e le società partecipate hanno espresso preoccupazione per la mancanza di trasparenza nei metodi usati dai consulenti in materia di voto per la preparazione della loro consulenza. In particolare, alcuni ritengono che il metodo di analisi utilizzato dai consulenti in materia di voto non prenda in considerazione le caratteristiche specifiche di una società e/o le caratteristiche della legislazione nazionale, né le migliori prassi in materia di governo societario. Un'altra preoccupazione riguarda il fatto che i consulenti in materia di voto sono soggetti a conflitti di interesse, ad esempio quando agiscono anche da consulenti in materia di governo societario per le società partecipate. I conflitti di interesse nascono anche quando un consulente in materia di voto fornisce agli investitori la propria consulenza in merito a risoluzioni degli azionisti proposte da uno dei suoi clienti. Infine, la mancanza di concorrenza nel settore dà adito a preoccupazione, in particolare in merito alla qualità delle consulenze offerte e alla loro adeguatezza rispetto alle esigenze degli investitori.*

Nel 2012 l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) ha pubblicato un documento di discussione sui consulenti in materia di voto,

voler implementare una linea di azione in materia basandosi anche sui risultati della discussione avviata dall'ESMA nel marzo del 2012.

In particolare, il documento di discussione in tema di *proxy advisors* pubblicato dall'ESMA nel 2012 (di cui si tratterà diffusamente *infra*) ha prospettato opzioni regolamentari che spaziano dall'assenza di azione, ovvero misure volontarie, a strumenti comunitari quasi-vincolanti o vincolanti.

Ad ogni modo, il Piano di Azione contiene una sorta di tabella di marcia in cui sono annunciate le iniziative che la Commissione europea intende intraprendere, e tra le tante, vi è anche quella di prevedere un'eventuale revisione della direttiva sui diritti degli azionisti (direttiva 2007/36/CE, c.d. *shareholders' rights directive*) ⁽³⁴⁾.

Ebbene, proprio a fronte del Libro Verde e del Piano di Azione, la Commissione europea ha proposto di apportare modifiche alla Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario ⁽³⁵⁾. Nella relazione illustrativa, la Commissione ha fornito le motivazioni che giustificano una scelta di modifica delle direttive sopra menzionate.

Anzitutto, viene evidenziato come il 44% circa delle azioni di società quotate nei mercati dell'Unione europea sia detenuto da azionisti esteri, la maggior parte dei quali sono investitori istituzionali e gestori di attivi.

L'obiettivo prioritario della proposta di revisione della *shareholders' rights directive* è quello di contribuire alla sostenibilità nel lungo periodo delle società europee, creando

invitando ad esprimere un parere su possibili opzioni in materia di regolamentazione dei consulenti in materia di voto, che spaziano dall'assenza di azione o misure volontarie a strumenti UE quasi-vincolanti o vincolanti. La Commissione può basarsi sui risultati della discussione per garantire un quadro operativo coerente ed efficace per i consulenti in materia di voto».

⁽³⁴⁾ Per una puntuale ricostruzione delle tematiche affrontate nel Piano di Azione, cfr. L.ENRIQUES e A.ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, 775 e ss.

⁽³⁵⁾ Il testo della proposta di modifica è consultabile al seguente *link* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=IT>

condizioni propizie per gli azionisti e migliorando l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto, accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine ultimo di contribuire allo sviluppo, alla creazione di valore e alla competitività delle imprese operanti nel mercato europeo.

La proposta di modifica si fonda sulla volontà di creare le fondamenta per una strategia di finanziamento dell'impresa improntata su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, in grado di assicurare migliori condizioni di gestione per le società quotate.

La Commissione sottolinea come al fine di raggiungere tale obiettivo, occorra realizzare una serie di interventi, in particolare occorre *«1) aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate; 2) instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società; 3) migliorare la trasparenza e la sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) garantire l'affidabilità e la qualità delle consulenze dei consulenti in materia di voto; 5) agevolare la trasmissione delle informazioni transfrontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento, in particolare mediante l'identificazione degli azionisti»*.

Nella proposta di modifica, viene posto in rilievo il tema relativo all'insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto. Poiché, come più volte ricordato, l'attuale mercato degli strumenti di capitale risulta caratterizzato da un consistente numero di partecipazioni azionarie detenute da società estere, si rende in molti casi inevitabile il ricorso ai *proxy advisors*, che in virtù dell'attività da loro prestata in materia di consulenza di voto, incidono considerevolmente sui comportamenti di voto di tali investitori.

La Commissione propone pertanto al fine di porre rimedio alle carenze dianzi riscontrate di introdurre l'art. 3-*decies*, imponendo ai consulenti in materia di voto di adottare e applicare misure adeguate per garantire che le proprie raccomandazioni di voto siano accurate e affidabili, basate su analisi approfondite di

tutte le informazioni di cui dispongono e non influenzate da alcun conflitto di interessi, reale o potenziale, o comunque da relazioni commerciali con le società quotate per le cui assemblee i *proxy advisors* prestano il proprio servizio consulenziale.

I consulenti in materia di voto saranno pertanto chiamati a pubblicare le informazioni fondamentali riguardanti la preparazione delle loro raccomandazioni di voto nonché ad informare i propri clienti e le società quotate interessate in merito ai conflitti di interessi o alle relazioni commerciali che siano in grado di influenzare, o comunque di incidere su, l'elaborazione delle raccomandazioni di voto ⁽³⁶⁾.

⁽³⁶⁾ Si riporta in proposito l'art. 3-decies: *Trasparenza dei consulenti in materia di voto*.

1. Gli Stati membri assicurano che i consulenti in materia di voto adottino e attuino misure volte a garantire per quanto in loro potere che le loro ricerche e raccomandazioni di voto siano accurate e affidabili e basate su un'analisi approfondita di tutte le informazioni a loro disposizione, nonché elaborate nell'esclusivo interesse dei propri clienti.

1 bis. Gli Stati membri provvedono affinché i consulenti in materia di voto facciano riferimento al codice di condotta da essi applicato. Qualora si discostino da una o più raccomandazioni enunciate nel codice di condotta, i consulenti in materia di voto lo dichiarano e ne spiegano le ragioni, indicando anche eventuali misure alternative adottate. Tali informazioni, unitamente al riferimento al codice di condotta da essi applicato, sono pubblicate sul sito internet dei consulenti in materia di voto.

I consulenti in materia di voto riferiscono annualmente in merito all'applicazione del codice di condotta. Le relazioni annuali sono pubblicate sul sito internet dei consulenti in materia di voto e rimangono disponibili gratuitamente per almeno tre anni a decorrere dalla pubblicazione.

2. Gli Stati membri provvedono affinché i consulenti in materia di voto pubblichino su base annuale tutte le informazioni seguenti in relazione all'elaborazione delle loro ricerche e raccomandazioni di voto:

(a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati;

(b) le principali fonti di informazione utilizzate;

(c) se e in che modo tengono conto delle condizioni giuridiche, regolamentari e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società;

(c bis) le caratteristiche essenziali delle ricerche condotte e delle politiche di voto applicate per ciascun mercato;

(d) se comunicano o intrattengono un dialogo con le società oggetto delle loro ricerche e raccomandazioni di voto e con i loro portatori di interesse e in caso affermativo la portata e la natura del dialogo o delle comunicazioni;

(d bis) la politica relativa alla prevenzione e gestione dei potenziali conflitti di interesse;

(e) il numero totale e le qualifiche dei dipendenti coinvolti nella preparazione delle raccomandazioni di voto;

Come anticipato all'inizio del presente paragrafo, le iniziative regolatorie in materia di *proxy advisors* non risultano rappresentate – a livello europeo – unicamente dal percorso “istituzionale” avviato dalla Commissione, ma di fondamentale importanza è il ruolo attivo svolto dell'ESMA.

In proposito, occorre rammentare che nel 2013, l'ESMA ha pubblicato – a seguito del *Discussion Paper* posto in consultazione nel marzo 2012 – il *Final Report – Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*.

Come rilevato in dottrina, il *Final Report* costituisce una sorta di riepilogo degli orientamenti e dei commenti in tema di *proxy advisors* emersi anche in altre sedi, con specifico riguardo a quanto espresso dal *Securities and Markets Stakeholder Group* nella propria *opinion* rilasciata in data 5 maggio 2012 ⁽³⁷⁾.

Secondo l'ESMA ⁽³⁸⁾, sulla base dei riscontri ricevuti dagli operatori del mercato, nel settore delle attività dei *proxy advisors*,

(f) il numero complessivo di raccomandazioni di voto fornite nel corso dell'ultimo anno.

Tali informazioni sono pubblicate sul sito internet dei consulenti in materia di voto e rimangono disponibili gratuitamente per almeno tre anni a decorrere dalla pubblicazione.

3. Gli Stati membri assicurano che i consulenti in materia di voto individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che può influenzare l'elaborazione della ricerca e della raccomandazione di voto e le azioni intraprese per eliminare o attenuare il conflitto di interesse reale o potenziale.

⁽³⁷⁾ In questi termini, si v. C.MOSCA, *Il Final Report del European Securities and Markets Authority (ESMA) sull'attività dei proxy advisor*, in *Riv. soc.*, 2013, 593 e ss.

⁽³⁸⁾ Nel *Final Report*, l'ESMA osserva «[a]fter analysis of the inputs received, ESMA concludes that it has not been provided with clear evidence of market failure in relation to how proxy advisors interact with investors and issuers. On this basis, ESMA currently considers that the introduction of binding measures would not be justified. However, based on its analysis and the inputs from market participants, ESMA considers that there are several areas, in particular relating to transparency and disclosure, where a coordinated effort of the proxy advisory industry would foster greater understanding and assurance among other stakeholders in terms of what these can rightfully expect from proxy advisors. Such understanding and assurance will help to keep attention focused where it belongs, namely on how investors and issuers can, from their respective roles foster effective stewardship and robust corporate governance, and ensure efficient markets. Consequently, ESMA considers that the appropriate approach to be taken at this point in time is to encourage the proxy advisory industry to develop its own Code of Conduct».

ad oggi, non esistano elementi per ritenere che nel contesto dell'Unione europea l'interazione tra *proxy advisors*, investitori ed emittenti abbia portato ad un fallimento del mercato tale da richiedere un intervento normativo, con la conseguenza che, secondo l'ESMA, attualmente non si ritiene necessario introdurre misure vincolanti, sebbene vi siano diverse aree, in particolare per quanto riguarda la trasparenza e la comunicazione, in cui si auspica uno sforzo da parte degli Stati membri per l'emanazione di raccomandazioni o *standard* di comportamento, al fine di rafforzare la struttura della *corporate governance* e favorire le attività di *stewardship* che gli investitori istituzionali sono chiamati a svolgere nei confronti degli emittenti.

Secondo l'ESMA occorre che gli operatori di settore si adoperino nella redazione di un codice di condotta condiviso (da adottare su base volontaria), e a tal uopo, fornisce una serie di *principi e linee guida*.

Per quanto attiene ai principi (che secondo l'ESMA devono essere contenuti in un codice di condotta efficiente), ad avviso dell'autorità sono diversi.

In primo luogo, i *proxy advisors* dovrebbero evitare di trovarsi in situazioni di conflitto di interessi e pertanto sono tenuti a comunicare al mercato qualsiasi interesse anche solo potenziale.

Inoltre, un principio fondamentale è rappresentato dalla trasparenza del processo decisionale che conduce all'elaborazione di strategie di voto e dalla conseguente necessaria pubblicazione delle fonti che i *proxy advisors* hanno utilizzato per le proprie elaborazioni e valutazioni a sostegno delle strategie di voto effettivamente raccomandate.

È altresì necessario che i *proxy advisors* siano *consapevoli* del contesto locale e normativo cui è sottoposto l'emittente sul quale esprimono raccomandazioni di voto.

Infine, l'ESMA ritiene che nel caso in cui venga avviato un percorso di dialogo tra i *proxy advisors* e la società per la cui assemblea essi esprimono raccomandazioni di voto, gli investitori debbano essere informati sulla natura e il contenuto di tale dialogo.

Quanto invece alle linee guida che – ad avviso dell'ESMA – meritano di essere sviluppate all'interno di un codice di condotta,

anzitutto figura il tema relativo alla responsabilità nell'esercizio del diritto di voto, che resta ancorata all'investitore e non transita sui *proxy advisors* neppure nel caso in cui questi ultimi siano stati delegati ad esercitare direttamente il voto in assemblea per conto dell'investitore.

Inoltre, proprio in virtù della circostanza che i *proxy advisors* non assumono alcuna responsabilità sul voto che esprimono, la decisione di uniformarsi alla raccomandazione formulata dal consulente in materia di voto rappresenta una scelta libera ed autonoma dell'investitore stesso oltre che a rappresentare un modo efficace (nel caso in cui vengano ad essere adottati tutti i presidi che l'ESMA raccomanda) per esercitare il proprio diritto di voto in maniera completamente informata.

L'ESMA ritiene poi che occorra individuare un sistema che sia in grado di assicurare la trasparenza in merito all'utilizzo della consulenza offerta dai *proxy advisors* e delle dinamiche dei processi che conducono al voto.

Infine, la modalità per l'esercizio del diritto di voto rimane quella della partecipazione all'assemblea della società dell'investitore personalmente (c.d. attivismo degli investitori) con l'auspicio che tali investitori non deleghino i *proxy advisors* a rappresentarli in assemblea.

Sulla scorta delle iniziative consigliate dall'ESMA, in data 5 marzo 2014, il *Best Practice Principle Group* ha pubblicato alcuni principi di *best practice* ⁽³⁹⁾ (un vero e proprio Codice di Condotta dei consulenti in materia di voto), a cui tali soggetti sono chiamati ad uniformarsi nella prestazione dei propri servizi di consulenza in materia di voto o di qualsiasi altra attività ancillare.

Secondo l'ESMA ⁽⁴⁰⁾, i principi contenuti nel Codice di Condotta dei consulenti in materia di voto sono – per lo più – in linea con quanto auspicato e raccomandato dall'Autorità nel *Final Report*.

⁽³⁹⁾ I principi formulati dal *Best Practice Principle Group* sono consultabili al seguente link <http://bppgrp.info/sample-page/the-principles-detail/>

⁽⁴⁰⁾ Si veda in proposito il *Report – Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research*, consultabile al seguente link <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1887.pdf>.

Inoltre, rammenta l'ESMA che l'applicazione di tali principi nel corso del 2015 ha portato ad un incremento della trasparenza nel mercato a beneficio non solo degli investitori ma anche degli emittenti.

Inoltre, ad avviso dell'ESMA, anche i *proxy advisors* traggono in realtà dei vantaggi dalla corretta applicazione dei principi di detto Codice di Condotta, in quanto attraverso la trasparenza informativa (anche dei meccanismi che portano all'espressione delle raccomandazioni di voto e della documentazione utilizzata al fine di esprimere raccomandazioni di voto) il mercato matura una sempre maggiore fiducia in tali operatori del mercato, che come detto rappresenta uno degli obiettivi per la creazione di un mercato di capitali efficiente e in grado di diminuire le incertezze dei soggetti che in esso fanno confluire i propri risparmi.

Volendo tirare sinteticamente le fila dell'evoluzione normativa che si sta registrando in materia di *proxy advisors* nella due sponde dell'oceano Atlantico può ragionevolmente osservarsi che l'Unione europea, pur essendosi mossa in ritardo (come altre volte è accaduto nel regolamentare fenomeni verificatisi nei mercati finanziari, anche in materia di informativa derivata), presenti allo stato – seppur ancora solo a livello di proposta di direttiva – la normativa più evoluta e protettiva (per gli interessi dei risparmiatori) finora riscontrabile in materia.

3. *L'incidenza del diritto di voto sulle scelte di investimento dei risparmiatori.*

Ai fini della presente analisi diviene quindi centrale una breve disamina del valore del diritto di voto nelle scelte di investimento dei risparmiatori, onde comprendere appieno la valenza da attribuire sul piano giuridico alle attività prestate dai *proxy advisors*.

È noto come il voto in assemblea abbia da sempre costituito oggetto di costante interesse sia da parte della dottrina che da parte del legislatore domestico. L'assemblea, infatti, costituisce il luogo

in cui l'azionista può esercitare un effettivo potere di scelta delle attività e della gestione della società al cui capitale partecipa. La votazione assembleare rappresenta una fase essenziale del procedimento deliberativo, poiché costituisce il momento in cui i soci esprimono la propria valutazione sugli argomenti posti all'ordine del giorno e sottoposti alla loro deliberazione.

Come noto, ciascun azionista in virtù di quanto disposto dall'art. 2351 cod. civ., ha diritto di esercitare il proprio voto in assemblea per ciascuna azione detenuta. In linea generale, il voto rappresenta un diritto riconosciuto «*ai partecipanti al fenomeno [associativo a cui], come tali e perché tali, spetta la partecipazione all'entità di produzione deliberativa, e ciò in funzione del carattere "comune" dell'azione*»⁽⁴¹⁾.

Con particolare riguardo alle partecipazioni detenute nel capitale sociale di una società per azioni quotata, il fenomeno del voto in assemblea assume particolare rilevanza, in quanto esso non rappresenta solo un diritto dell'azionista ma anche una “*forma di investimento*”⁽⁴²⁾. Alla luce di ciò, ben si comprende come la tutela del socio equivalga alla tutela dell'investitore e cioè di quel soggetto portatore di un interesse di natura patrimoniale volto alla massimizzazione del proprio capitale di investimento, essendo ormai superata la nozione classica di azionista, inteso come soggetto portatore di un interesse imprenditoriale alla gestione dell'attività di impresa appunto.

Anzitutto, la partecipazione ha un valore *sociale*, consentendo infatti al socio di prendere parte alla vita della società e di incidere sulle scelte imprenditoriali, ma soprattutto il voto ha un valore economico incorporato nello strumento finanziario, che ne consente l'esercizio.

Corollario di quanto precede è che l'influenza che i consulenti in materia di voto possono esprimere nelle dinamiche dei mercati finanziari risulta sensibile se si osserva come il diritto di voto incorpori *ex se* un tangibile valore economico.

Si muove – infatti – dall'assunto che i titoli azionari abbiano

⁽⁴¹⁾ P.FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 2001, 273.

⁽⁴²⁾ In proposito, si v. in luogo di molti, F.GUIZZI, *op. cit.*, 756.

un valore proprio intrinseco, rappresentato dalla pretesa economica residuale e proporzionale che essi incorporano. In altre parole, come si è soliti dire con formula icastica negli Stati Uniti, gli azionisti sono veri e propri *residual claimants*, titolari di una pretesa residuale e prospettica sull'attivo di liquidazione (*i.e.* tutto ciò che rimane della società una volta pagati tutti i debiti).

Durante la vita della società, la richiamata pretesa economica, incorporata nelle azioni, ha un valore che è misurabile, tipicamente, con i criteri valutativi che il legislatore ha dettato per calcolare il valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso (e cioè, in Italia, l'art. 2437-*ter* cod. civ.). In proposito si rammenta che, nelle società quotate, il criterio per il calcolo del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso è rappresentato dalla media aritmetica dei corsi di borsa, mentre nelle società non quotate, tale valore è rappresentato dalla risultante dell'applicazione di una serie di parametri appartenenti a tre famiglie diverse: i criteri patrimoniali (*i.e.* un'analisi statica e contabile del patrimonio sociale); i criteri reddituali (*i.e.* una stima prognostica e prospettica dei flussi finanziari futuri, attualizzati alla data di valutazione); i criteri di mercato (*i.e.* il valore di scambio delle azioni).

Tali criteri di valutazione portano a determinare il valore *intrinseco* della parte di patrimonio rappresentata dalle azioni in questione; valore che, per motivi efficientistici, nelle società quotate è considerato incorporato nel prezzo di borsa, nell'assunto che il mercato sia efficiente e quindi in grado di effettuare autonomamente e in tempo reale i calcoli sopra citati.

Una volta rintracciato il valore economico del patrimonio sociale, e quindi *pro quota* delle azioni (di qualsivoglia categoria, ordinarie, di risparmio, privilegiate, correlate, riscattabili, postergate, e via discorrendo) intese in qualità di frazione del capitale (*rectius*: del patrimonio), si innesta un ulteriore stadio valutativo, rappresentato dall'applicazione dei cc.dd. premi e/o sconti.

Piaccia o non piaccia, è ancora oggi convincimento diffuso che quelle, tra le azioni, che hanno il *diritto di voto*, presentano un *plusvalore* rispetto a tutte le altre azioni oggettivamente prive di quel diritto di voto. Ciò in quanto, al valore economico sopra

menzionato, e cioè quello ricavabile dalla stima effettuata con i criteri poc'anzi descritti, si aggiunge un *upside* determinato dalla spettanza del potere di voto (plusvalore che, complessivamente inteso, trova eguale bilanciamento nel *non-voting discount* applicabile alle azioni prive del voto emesse dalla medesima società). Tale ricostruzione trova peraltro conferma nella normativa sull'OPA obbligatoria, in cui, come noto, solo le azioni munite del potere di voto (nelle materie più rilevanti) sono *ex lege* beneficiarie del diritto di *exit* (dato dalla possibilità di aderire all'OPA) in ipotesi di *change of control*.

Ciò in quanto solo il diritto di voto spettante alle azioni in questione, cumulato con altre posizioni di voto, è suscettibile di radicare, in capo al possessore di tali diritti, una posizione che possa configurare il controllo, e cioè l'esercizio di un'influenza dominante attraverso l'espressione di un numero di voti determinante in sede assembleare.

Che poi il pacchetto di *controllo* incorpori un plusvalore dato dalla somma dei singoli *upside* delle azioni votanti è concetto su cui concordano i vari orientamenti in materia, e ciò a prescindere da quale sia la *ratio* giustificatrice che si decida di far propria, e segnatamente: (i) la tesi secondo cui il controllo darebbe la possibilità di estrarre i benefici privati da esso derivanti, ovvero (ii) quella che ne valorizza la capacità di indirizzare l'evoluzione imprenditoriale e strategica dell'impresa.

In altri termini, volendo tessere le fila delle premesse sopra anticipate, si ritiene per lo più che solo le azioni che hanno il diritto di voto possano in ipotesi concorrere, nell'immediato o in futuro, a costituire quella partecipazione di controllo che – ove detenuta – consente al proprio titolare di monetizzare i benefici ulteriori (rispetto al flusso dei dividendi che tipicamente costituisce il rendimento di un pacchetto azionario) da esso scaturenti.

Di converso, essere privi del diritto di voto significa non poter strutturalmente concorrere a costituire quel pacchetto di controllo di cui qui si discute, e dunque non poter beneficiare dei vantaggi a ciò connessi (né, conseguentemente, nel proprio *pro quota* di premio di controllo che spetterebbe in ipotesi di OPA obbligatoria).

Tuttavia, come sostenuto dalla dottrina americana ⁽⁴³⁾ non sarebbe condivisibile il principio per cui il controllo ha un valore intrinseco, in quanto così opinando si consentirebbe un'estrazione dei benefici privati del controllo stesso essendoci oramai in molti ordinamenti regole sempre più stringenti che non consentono tale estrazione di benefici privati del controllo ⁽⁴⁴⁾, tuttavia ad avviso della dottrina americana il controllo ha un valore perché consente a chi lo detiene di gestire la società secondo la propria volontà, non pregiudizievole per gli altri azionisti, ma comunque secondo le sue logiche di investimento. Quindi poter imporre le proprie logiche di investimento ha un valore in quanto significa poter decidere anche dell'investimento e, dunque, del denaro altrui.

Il voto pertanto – come del resto affermato anche dall'art. 2359 cod. civ. – ha un valore, posto che il soggetto in grado di esercitare il controllo è colui che ha un numero di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante (che ha un valore). Se tutto questo è vero, potrebbe ritenersi che il voto abbia un valore, e poter indirizzare un voto significa poter esercitare un potere che ha una valenza economica.

4. *Quale valenza per le raccomandazioni emanate dai consulenti di voto?*

Nei paragrafi che precedono è emersa con nettezza l'importanza del ruolo svolto dai *proxy advisors* nei mercati finanziari moderni, anche in considerazione della rilevanza giuridica ed economica delle loro raccomandazioni di voto.

Alla luce di quanto sottolineato in precedenza, infatti, le indicazioni di voto espresse dai *proxy advisors* sono dotate di una *vis* particolare, in grado di orientare le scelte di numerosi e rilevanti investitori istituzionali e non.

⁽⁴³⁾ In proposito, si v. il recentissimo studio di Z.GOSHEN e A.HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *Yale Law Journal*, 2016.

⁽⁴⁴⁾ Si v., per quanto riguarda il contesto italiano, la normativa sulle operazioni con parti correlate, che mira proprio a delegittimare ed impedire il fenomeno dell'estrazione di benefici privati del controllo.

Tali raccomandazioni, pur essendo basate su valutazioni complesse, sono immediatamente comprensibili per chi intenda consultarle, senza necessità di ulteriori sforzi valutativi o di *due-diligence*.

Inoltre, in virtù del ruolo e della reputazione di cui i consulenti in materia di voto godono sul mercato, gli investitori ripongono un legittimo affidamento nei *consigli* che tali soggetti esprimono; motivo per cui le raccomandazioni dei *proxy advisors* sono sempre più spesso in grado di orientare un numero *determinante* di voti nelle assemblee delle società quotate considerato il progressivo potenziamento dei pacchetti azionari riferibili agli investitori istituzionali esteri, e cioè a soggetti qualificati che – per tradizione e, sovente, ai sensi delle proprie *policies* interne – votano in conformità alle raccomandazioni di ISS, Glass Lewis *et similia*.

Le considerazioni appena svolte portano a ritenere che i consulenti in materia di voto svolgono un ruolo positivo all'interno dei mercati finanziari, sia nell'ottica degli investitori (*retail* e qualificati) sia nell'ottica delle società quotate.

Difatti, da un lato, agli investitori forniscono un'informazione sintetica in grado di aiutarli a valutare con immediatezza i vantaggi e gli svantaggi delle materie oggetto di deliberazione assembleare e, dunque, i rischi e i benefici eventualmente connessi all'esercizio del voto; dall'altro lato, nel caso in cui venga espressa una raccomandazione di voto favorevole sulle materie poste all'ordine del giorno dell'assemblea, consentono alle società quotate di realizzare le operazioni oggetto di proposta all'assemblea dei soci (cc.dd. *fundamental transactions*).

In altre parole, da un lato, le raccomandazioni di voto costituiscono un fattore idoneo ad influenzare in misura rilevante il processo decisionale dell'investitore; dall'altro lato, un giudizio/raccomandazione positiva su una determinata materia oggetto di delibera assembleare costituisce anche presupposto indispensabile affinché le società quotate realizzino quelle operazioni imprenditoriali il più delle volte necessarie per attrarre e mantenere finanziamenti in capitale di rischi reperibili sui mercati

finanziari.

Il giudizio positivo dei *proxy advisors* su una determinata materia oggetto di delibera assembleare rappresenta una forma di pubblicità di indubbia efficacia a costo tendenzialmente basso rispetto ai vantaggi sottesi per chi ne beneficia. Come ricordato nei paragrafi che precedono, infatti, sia gli investitori professionali che quelli *retail* sono molto sensibili alla funzione segnaletica dei fornitori di informativa derivata, inclusi i *proxy advisors*, tanto che sempre più sovente infatti gli investitori si conformano alle raccomandazioni espresse da tali soggetti. I primi perché sono generalmente esonerati da provare la propria diligenza nell'esercizio dei diritti sociali connessi agli investimenti effettuati. I secondi in quanto, non disponendo di conoscenze tecniche tali da poter valutare con efficienza altro genere di informazioni, giudicano la bontà della proposta di delibera assembleare formulata dall'emittente prevalentemente sulla base della *raccomandazioni* loro fornite dai *proxy advisors*.

Ebbene, fermo restando tutto quanto precede, si può ritenere che le raccomandazioni di voto costituiscano un giudizio "sintetico" espresso in forme immediatamente comprensibili dagli investitori, e quindi, al pari dei giudizi simili espressi dagli altri fornitori di informativa derivata (analisti finanziari, agenzie di *rating* etc.), tali raccomandazioni danno luogo «*a fact of life in modern society where non-specialists want complex information distilled by experts into easy-to-use symbols and rankings*»⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴⁵⁾ In arg. cfr. J. COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2004, 283.

CAPITOLO 2

LA DISCIPLINA DEI *PROXY ADVISORS* FRA TUTELA DELL'AUTONOMIA IMPRENDITORIALE E REGOLE DEL MERCATO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. L'attività prestata dai *proxy advisors*: l'emanazione di *guidelines* e *standard* di voto. – 2. (*Segue*): gli altri servizi offerti dai consulenti di voto. – 3. I flussi informativi tra emittenti quotati e *proxy advisors*: profili di *market manipulation*. – 4. La consulenza dei *proxy advisors* sulla *governance* degli emittenti. – 5. Le raccomandazioni di voto nelle materie assembleari con voto consultivo (il caso della remunerazione degli amministratori). – 6. I requisiti di professionalità e indipendenza dei *proxy advisors* e il problema del conflitto di interessi. – 7. L'incidenza della consulenza di voto sull'operato delle società di gestione del risparmio. – 8. Quale *status* regolamentare per i *proxy advisors*?

1. *L'attività prestata dai proxy advisors: l'emanazione di guidelines e standard di voto.*

Nel primo capitolo è stato illustrato il contesto giuridico ed economico in cui l'attività dei *proxy advisors* si è diffusa e sviluppata. Tale analisi, muovendo dalla ricostruzione normativa della materia, ha mostrato come il diritto di voto presenti, sempre più, un *valore economico* significativo nella dinamica dei mercati finanziari.

Da ciò deriva, come si è visto, che le raccomandazioni di voto fornite dai *proxy advisors* sono, in ipotesi, in grado di produrre un impatto tangibile sull'andamento degli emittenti.

Ciò premesso, si dispone adesso degli strumenti necessari ad esaminare l'attività svolta da tali operatori del mercato in favore dei loro clienti (*i.e.*, essenzialmente in favore degli investitori istituzionali e, in alcuni casi specifici, delle società quotate), e poi a

seguire l'*organizzazione* di tale categoria di impresa, al fine di meglio comprenderne il ruolo e le criticità.

Le considerazioni di seguito svolte tengono conto, *inter alia*, delle disposizioni normative che il legislatore europeo sta valutando di introdurre *in subiecta materia* con la proposta di modifica della Direttiva *Shareholders' Rights*.

L'analisi prende le mosse dalla constatazione che l'attività dei *proxy advisors* sia strettamente correlata al fenomeno dell'*attivismo degli azionisti*, che, come noto, è promosso dai legislatori settoriali più evoluti – a presidio di una gestione *manageriale* più oculata – ed è in progressiva espansione nei mercati finanziari internazionali.

In altre parole, il successo dei “consulenti di voto” è intrinsecamente connesso all'ondata di attivismo degli azionisti a cui si assiste di recente, inteso come l'insieme di attività, tra loro diversificate, attraverso le quali i soci svolgono un ruolo *attivo* nella società al cui capitale partecipano ⁽⁴⁶⁾. Attivismo che si sostituisce all'atteggiamento di “apatia razionale” degli investitori – e cioè il disinteresse degli azionisti nei confronti della vita sociale degli emittenti partecipati – un tempo diffuso e considerato economicamente efficiente in quanto un diverso approccio comportamentale (più propositivo) avrebbe richiesto il dispendio di mezzi, anche economici, indispensabili per un corretto monitoraggio e un eventuale intervento sulle attività di gestione ⁽⁴⁷⁾.

⁽⁴⁶⁾ Secondo M.EREDE e G.SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 932 e ss., per attivismo si intendono le «*diverse iniziative con cui i soci si rendono parte attiva nei confronti della società partecipata e dei suoi amministratori per modificarne, rispettivamente, le regole organizzative interne o le politiche di gestione, e ciò all'esito di un'attività di monitoraggio e di intervento, realizzata attraverso l'esercizio (innanzitutto) dei diritti sociali (in primo luogo il voto, in alternativa al disinvestimento, non sempre praticabile né conveniente) nonché di ogni ulteriore potere di persuasione disponibile nella società dell'informazione*». Sul punto, si v., più di recente, A.GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 e ss.

⁽⁴⁷⁾ Si tratta di un fenomeno particolarmente diffuso nel contesto dei mercati finanziari europei e statunitensi, caratterizzato da un forte assenteismo soprattutto in sede assembleare degli azionisti. In particolare, il fenomeno dello scarso attivismo degli azionisti nel contesto americano, dipende dalla

Ebbene, alla luce di quanto osservato, si comprende la ragione per cui la proposta legislativa volta a disciplinare il ruolo e le funzioni dei *proxy advisors* si collochi nel contesto di una direttiva europea dedicata alla promozione dell'attivismo azionario ⁽⁴⁸⁾ (i.e., la proposta di modifica della Direttiva *Shareholders' Rights*, che, come detto, persegue il fine di incentivare la dialettica fra amministratori e soci *fedeli*, potenziando la capacità di interlocuzione in capo a questi ultimi) ⁽⁴⁹⁾.

In particolare, l'attivismo "moderno" si concentra su talune materie specifiche di interesse dei soci e, segnatamente, l'assetto di *governance* dell'emittente, la remunerazione dei suoi gestori e,

composizione dell'azionariato delle *public companies*. Essendo, infatti diffuso, vi è la tendenza dei soci all'apatia razionale «ossia a rimanere passivi per evitare i costi connessi all'azione collettiva di monitoraggio». In questi termini, M.BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 856. Per un'analisi maggiormente analitica, si v. F.EASTRBROOK e D.FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Cambridge and London, 1991.

⁽⁴⁸⁾ Si noti in proposito, come soprattutto negli ultimi anni vi sia stato un proliferare di documenti e orientamenti europei dedicati all'incoraggiamento di una prospettiva di *long terminism* in materia di *governance* societaria. Si veda, l'*Action Plan on European Company Law and Corporate Governance* (COM/2012/0740 final) e il *Green Paper* del 2011 su *EU Corporate Governance Framework* [COM(2011) 164 final]. Per una analisi puntuale dei documenti citati, si v. T.DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholder Rights Directive*, in *European Company Law*, 12, 1, 2015, 45 e ss.

⁽⁴⁹⁾ Il legislatore infatti si è reso conto che incentivare gli azionisti all'attivismo coadiuverebbe il buon funzionamento del mercato, nonché il superamento del sopra menzionato fenomeno della c.d. "apatia razionale" degli investitori, fermo restando che un atteggiamento attivista potrebbe costituire comunque un'opzione, non-razionale, inidonea ad influenzare le scelte del management. Si è infatti osservato che l'attivismo "postula il superamento dell'apatia razionale sulla base di una valutazione di convenienza, anch'essa razionale, secondo cui il sacrificio (individuale) sostenuto per "disciplinare" gli amministratori risulti più che compensato dal beneficio (collettivo) derivante dalla minimizzazione dei c.d. costi di agenzia, ossia dal riuscire a limitare l'indebito depauperamento del patrimonio sociale causato dall'estrazione dei c.d. benefici privati" del controllo; in tal senso, M.EREDE e G.SANDRELLI, *op. cit.*, 933 e ss. In merito alle ragioni economiche alla base dell'apatia razionale, si veda, *ex multis*, T.STRAND, *Rethinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive*, 2015, consultabile al seguente link <http://ssrn.com/abstract=2516844>, 5 e ss.; E.ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, consultabile al seguente link <http://ssrn.com/abstract=2512303>, 13 e ss.

salvamente, le operazioni straordinarie e strategiche ⁽⁵⁰⁾. Ciò posto, per quanto riguarda il perimetro dell'interventismo azionario, gli strumenti di cui gli investitori in capitale di rischio si servono per esprimere la propria *voice* sono quelli tassativamente previsti dall'ordinamento, e dunque, principalmente, i diritti sociali spettanti agli azionisti in talune occasioni specifiche, tra cui in particolare le assemblee sociali.

Corollario di quanto precede è che l'attività prestata dai *proxy advisors*, se opportunamente svolta, mira a – e si sostanzia nel – favorire e coadiuvare l'attivismo degli azionisti, come sopra declinato in sintesi.

Tali operatori del mercato, infatti, svolgono un'attività di consulenza tipicamente specializzata su temi di *corporate governance*, e quindi sono in grado di fornire ai propri clienti (*i.e.*, agli azionisti interessati ad un esercizio consapevole del proprio diritto di voto) "informativa derivata" e considerazioni valutative in ordine alle proposte provenienti dall'organo di amministrazione.

L'attività dei consulenti di voto infatti svolge un importante ruolo di *raccordo* tra investitori ed emittenti quotati, dato che essa consente la diffusione di informazioni tecniche e sintetiche (le raccomandazioni di voto) sulla cui base gli investitori possono gestire efficientemente i propri strumenti finanziari per quanto concerne l'esercizio dei diritti sociali ad essi spettanti. In altri termini, le raccomandazioni di voto fornite dai *proxy advisors* consentono al mercato di "calcolare" i rischi e i benefici scaturenti dalla approvazione di determinate deliberazioni, e dunque sollecitano uno scrutinio preventivo più puntuale da parte degli emittenti sul grado di apprezzamento che il mercato potrebbe

⁽⁵⁰⁾ La Commissione Europea, nel Libro Verde del 5 aprile 2011, *cit.*, a fini puramente descrittivi, distingue tra attivismo in senso stretto, che si svolge mediante impiego di strumenti di azione – spesso aggressivi – a sostegno di strategie ostili (volte a perseguire interessi meramente speculativi), dal concetto di *engagement*, attività che consiste in «*actively monitoring on companies, engaging in dialogue with the company's board, and using shareholder rights, including voting and cooperation with other shareholders, if need be to improve the governance of the investee company in the interests of long-term value creation*».

manifestare con riguardo a determinate proposte ⁽⁵¹⁾.

In virtù del ruolo che rivestono e della reputazione di cui godono, un effetto indiretto dell'attività dei *proxy advisors* è quindi quello di pubblicizzare, in positivo o in negativo, le iniziative delle imprese su cui esprimono le proprie raccomandazioni di voto, con indubbia efficacia propagandistica e a un costo accessibile per il mercato. È questa una delle ragioni per cui anche i *proxy advisors* sono generalmente annoverati tra i *gatekeepers* del sistema finanziario, e cioè tra i soggetti che svolgono istituzionalmente una funzione di monitoraggio della qualità degli emittenti ⁽⁵²⁾.

Prima di procedere all'analisi puntuale dei contorni delle attività svolte dai consulenti di voto, si riporta di seguito una tabella che elenca i principali operatori del settore (che è fortemente oligopolistico e globalizzato):

⁽⁵¹⁾ Sulla importanza delle raccomandazioni di voto al fine dell'approvazione delle delibere assembleari e della connessa necessità di un dialogo tra i *proxy advisors* e gli emittenti, si v. S.ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum P.Abbadessa, diretto da M.Campobasso, V.Cariello, V.Di Cataldo, F.Guerrera, A.Sciarrone Alibrandi, Utet, Torino, 2014, 1, 879 e ss.; G.GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in Riv. dir. soc., 2011, 2 e ss.; A.BLANDINI, *Sui soci di minoranza e sugli investitori istituzionali nelle riforme del nuovo millennio*, in Studi per Franco Di Sabato, Esi, Napoli, 2009, 1, 97 e ss.; M.CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in BBTC, 2015, I, 157 e ss.; M.BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M.Maugeri, Giuffrè, Milano, 2015, 5 e ss.; M.COSSU, *I poteri di voice al tempo delle proxy advisory firms. Premesse per un'indagine*, in Regole del mercato e mercato delle regole, Giuffrè, Milano, 2016, 549 e ss.; E.CODAZZI, *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in Rivista ODC, 2016, 3 e ss.

⁽⁵²⁾ K.DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build up to the Financial Crisis*, in University of Miami Law Review, 2009, 1111 e ss., secondo il quale «gatekeeping is a common legal and market mechanism for preventing fraud and other wrongdoing in the securities markets. Gatekeepers are private entities that certify the quality of the disclosures of the securities issuers seeking to access the securities markets or the relative quality of the security itself. Securities market "gatekeepers" include auditors, securities analysts, lawyer and rating agencies».

Denominazione	Mercato in cui essi operano
ISS	Stati Uniti ed Europa
Glass Lewis	Stati Uniti ed Europa
Egan-Jones	Stati Uniti
Manifest	Gran Bretagna
Ivis	Gran Bretagna
Ivox	Germania
Proxinvest	Francia
Shareholder Support	Paesi Bassi
Frontis Governance	Italia

In particolare, ISS rappresenta il maggiore operatore del settore, svolgendo la propria attività per circa 40.000 società in 115 paesi e avendo circa 1.600 clienti istituzionali ⁽⁵³⁾.

Poco a ridosso di ISS, si colloca il rivale Glass Lewis, dando luogo a una dicotomia che nel settore della consulenza di voto ricorda, *mutatis mutandis*, quella che da anni caratterizza il mercato del *credit rating*, sostanzialmente suddiviso tra *Moody's* e *Standard&Poors*.

Le attività prestate dai *proxy advisors* sono (i) di vario tipo, (ii) indirizzate a diverse tipologie di clienti, e dunque (iii) caratterizzate da problematiche e connotati distinti.

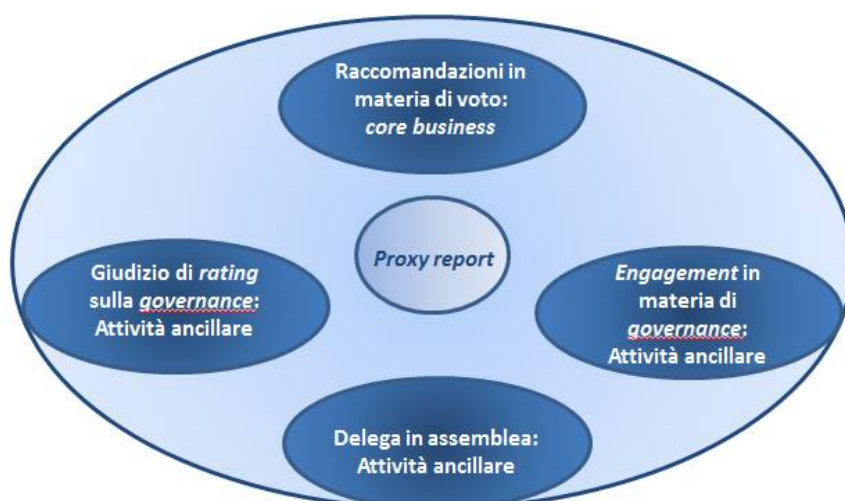
Da ciò deriva che, in astratto, come si avrà modo di specificare nel prosieguo, i consulenti di voto prestano servizi che, talvolta, possono presentare profili di conflittualità l'uno con l'altro, dato che essi possono trovarsi a prestare consulenza agli emittenti con riferimento ai loro assetti di *governance* e, contemporaneamente, a esprimere raccomandazioni di voto in favore di investitori istituzionali e *retail* – su materie connesse (o persino identiche) a quelle su cui hanno previamente supportato l'emittente stesso, e così scorrendo ⁽⁵⁴⁾.

⁽⁵³⁾ N.MALENKO e Y.SHEN, *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, 2016, 2 in corso di pubblicazione in *Review of Financial Studies*, consultabile al seguente link https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2526799.

⁽⁵⁴⁾ Si noti come taluni *proxy advisors* non possono – per statuto – prestare la propria attività di consulenza in materia di *governance* in favore delle società quotate, bensì unicamente in favore di investitori. È il caso di Glass Lewis e di Frontis Governance. Altri *proxy advisors* invece possono operare sia in favore

In proposito, è fondamentale notare come la clientela principale cui i *proxy advisors* offrono i propri servizi di consulenza sia costituita da investitori istituzionali, in particolare fondi pensione, cioè da investitori “qualificati” ed interessati alle prospettive di medio-lungo periodo. Non rientrano tendenzialmente tra i clienti dei *proxy advisors* i cc.dd. *hedge funds*, atteso che questi ultimi perseguono strategie di investimento spesso correlate alla conduzione di campagne assembleari dagli stessi avviate o condivise al fine di determinare un incremento del valore del titolo.

Si riporta di seguito un grafico in cui si esplicano le principali attività dei *proxy advisors* che verranno analiticamente analizzate nel prosieguo.



Prima di passare in rassegna le diverse tipologie di servizi che i *proxy advisors* prestano, e che dunque – visti unitariamente – costituiscono la loro attività principale, è opportuno premettere che è oramai invalsa la prassi per tali operatori di pubblicare con congruo anticipo le linee-guida dei propri orientamenti valutativi, in modo da fornire al mercato, in maniera trasparente, i *criteri* di ponderazione sulla cui base essi espletano la propria attività.

In altre parole, le *policies* e *guidelines* elaborate dai *proxy*

degli azionisti che in favore degli emittenti, come nel caso di ISS, predisponendo e applicando apposite *chinese walls* al fine di evitare l’insorgenza di conflitti di interessi.

advisors fungono da *vademecum* per l'esercizio del diritto di voto da parte di investitori istituzionali e per gli emittenti ai fini di una autovalutazione preventiva del loro grado di *compliance* con le *best practices* raccomandate dai consulenti di voto. Tali *guidelines*, essendo pubbliche, sono potenzialmente in grado di influenzare sensibilmente anche il voto degli investitori *retail*, e dunque nella sostanza sono in grado di determinare il successo o l'insuccesso di una stagione assembleare per intere categorie di emittenti ⁽⁵⁵⁾.

Al fine di predisporre e pubblicare le proprie *policies* e *guidelines* i consulenti di voto reperiscono preventivamente le informazioni necessarie da utilizzare, studiare e valutare per poter predisporre tale tipologia di documentazione. In tale contesto, i *proxy advisors* utilizzano un processo denominato "*bottom up*" con cui attivano una procedura di raccolta delle informazioni, che si sostanziano segnatamente nei codici di *corporate governance* applicabili alle varie tipologie di società (e a cui le stesse hanno aderito), nelle norme settoriali in materia di diritto societario o regolamentare applicabili, e via dicendo. Tali informazioni vengono tra loro confrontate con i *trend* presenti in materia di *corporate governance* sul mercato internazionale, e con le indicazioni provenienti dalle elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali in materia, dalle autorità di vigilanza, dai lavori preparatori delle autorità legislative, ecc. ⁽⁵⁶⁾.

Pertanto, le *policies* e *guidelines* vengono elaborate anche a

⁽⁵⁵⁾ A.MORINI, Proxy advisor: *attività e prospettive regolatorie*, in *BBTC*, 2015, 759 e ss., il quale osserva come si distinguano due tipologie di *policies* e *guidelines* a seconda che tali esse vengano siano predisposte in base a parametri e metodi prescelti dall'*advisor* ovvero dal cliente, «[q]ueste due diverse impostazioni sembrano connotare, la prima, prevalentemente gli Stati Uniti, mentre la seconda l'Europa».

⁽⁵⁶⁾ In proposito, si tenga a mente la recente polemica nata nel contesto statunitense tra gli studiosi di *corporate governance*. Tale polemica è sorta a seguito della c.d. *Harvard Proposal*, e cioè la proposta di *destaggering* del consiglio di amministrazione che l'*Harvard Shareholders Rights Project* sottopone alle assemblee delle *public corporations* statunitensi, che nella maggior parte dei casi adottano un meccanismo di elezione dell'organo amministrativo a scadenza scaglionata nel tempo, c.d. *staggered board*. Alcuni studiosi americani, tuttavia, ritengono tale pratica sarebbe illegittima in quanto non tiene conto della circostanza che empiricamente lo *staggered board* funziona e produce effetti positivi sulla *governance* delle *public companies*.

seguito di un approfondito processo di confronto preliminare con i clienti, gli investitori, le autorità di vigilanza e gli esperti della materia, sino alla loro comunicazione che, anno dopo anno, viene rivalutata e sottoposta a modifiche ed eventuali aggiornamenti.

Come accennato, è ormai invalsa la prassi, da parte dei principali *proxy advisors*, di rendere pubbliche, all'avvio della stagione assembleare, le proprie *guidelines*, che divengono poi la base per la formulazione delle indicazioni di voto per le proposte nelle assemblee di ciascuna delle società oggetto di scrutinio individuale: tali *policies* e *guidelines* convogliano nel c.d. "*proxy paper*", che contiene indicazioni generali di *governance* e che si distingue a seconda dei diversi ordinamenti di riferimento.

Generalmente già nei mesi finali di un esercizio (novembre-dicembre), ISS e Glass Lewis (i principali *proxy advisors* a livello mondiale) provvedono a pubblicare i rispettivi *proxy papers* riferibili alla stagione assembleare successiva (che tipicamente si svolge nel corso della primavera, da marzo a giugno, quantomeno in Italia). Essi molto spesso propongono una linea di *governance* tendenzialmente comune, che tuttavia si distingue su specifici argomenti.

In sintesi, già dall'inizio della stagione assembleare gli emittenti, gli investitori istituzionali e più in generale il mercato, sono in grado di conoscere e ponderare l'orientamento di tali consulenti di voto, e quindi prevedere le raccomandazioni che essi esprimeranno con riguardo alle singole società quotate e/o materie assembleari ⁽⁵⁷⁾.

Talvolta i *proxy papers* sono persino distinti per ordinamento societario di riferimento (ad es. il contesto italiano, si v. Glass Lewis), altre volte invece gli ordinamenti sono accorpati per macro-area geografica (come nel caso di un unico *proxy paper* per l'Europa continentale, si v. ISS).

Per completezza di analisi è opportuno illustrare, seppur per sintesi, quella che sovente è l'ampiezza dei principi di *governance*

⁽⁵⁷⁾ Per un'analisi puntuale delle novità e dei principali aspetti di *governance* proposti dai *proxy advisors* per quanto concerne il contesto finanziario statunitense, si v. A.BORSELLI, *Raccomandazioni di voto dei proxy advisors negli Stati Uniti: le novità per il 2016*, in *Riv. soc.*, 2016, 216 e ss.

esaminati e raccomandati nei *proxy papers*. Si tratta per lo più di raccomandazioni di “taglio generale”, che distinguono anche per ambito regolamentare di riferimento: le indicazioni dei *proxy advisors* in materia bancaria, ad es., ponderano altresì le disposizioni settoriali dettate dal legislatore speciale e dalle autorità di vigilanza in materia (in Italia, da ultimo, sono state precipuamente analizzate dai *proxy advisors* le norme di attuazione della Banca d’Italia sulla *governance* delle banche italiane e delle capogruppo bancarie, contenute nell’aggiornamento n. 1 del 6 maggio 2014 della Circolare n. 285 del 2013 intitolata “*Disposizioni di Vigilanza per le Banche*”) ⁽⁵⁸⁾.

Altri ambiti in cui si sono più di recente concentrati i *proxy papers* sono relativi al problema dell’*overboarding* e alla tematica dei *double voting rights*.

Per quanto concerne il primo (l’*overboarding*), cioè quel fenomeno per cui il candidato al consiglio di amministrazione svolge incarichi di amministrazione in altre società quotate, i *proxy papers* spesso raccomandano agli azionisti di votare contro la nomina dell’amministratore che sia altresì consigliere esecutivo di altra società quotata e che comunque sieda in più di due consigli di amministrazione, ovvero sia consigliere (non esecutivo) in più di cinque società quotate ⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁸⁾ Ebbene, nelle *guidelines* elaborate da Glass Lewis e da ISS viene sottolineato come le istituzioni finanziarie abbiano tempo fino al 30 giugno 2017 per attuare le decisioni sulle disposizioni in materia di: (i) le dimensioni del consiglio di amministrazione; (ii) numero minimo di consiglieri indipendenti; (iii) composizione dei comitati; (iv) banche cooperative; e (v) divieto per il presidente del consiglio di amministrazione di essere componente del comitato esecutivo. Si tratta di norme che danno attuazione anche in Italia alla direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV), volte pertanto a rafforzare gli assetti di *governance* delle banche italiane.

⁽⁵⁹⁾ Si tratta di raccomandazioni di voto piuttosto stringenti, che sono in realtà, in maniera molto meno marcata, anche contenute nel codice di autodisciplina delle società quotate, predisposta dal Comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana S.p.A. In proposito, infatti, il codice di autodisciplina raccomanda che gli amministratori accettino la carica solo ove ritengano di poter dedicare il tempo necessario allo svolgimento diligente dei loro compiti, anche tenuto conto dell’impegno richiesto dalle altre attività lavorative e professionali, del numero di cariche di amministratore e sindaco da essi ricoperte in altre società quotate, finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni (cfr. art. 1.C.2 e 1.C.3 del codice di autodisciplina). Proprio alla luce della circostanza che il limite al

Con riferimento al secondo (*double voting rights*), le *guidelines* dei *proxy advisors* raccomandano sovente agli azionisti di votare contro iniziative volte a introdurre azioni che conferiscano più di un voto ⁽⁶⁰⁾ atteso che tale meccanismo è

cumulo degli incarichi sia raccomandato a livello di autodisciplina, diverse società quotate italiane avendo aderito al codice, hanno predisposto un documento che (i) individua i criteri operativi per la determinazione di un limite al cumulo degli incarichi che possono essere ricoperti dagli amministratori, affinché costoro possano garantire un'adeguata disponibilità anche in termini temporali per l'espletamento del proprio incarico; e (ii) disciplina la procedura da applicare nel caso di incarichi assunti oltre i limiti consentiti.

⁽⁶⁰⁾ Si tratta di una delle più recenti riforme intervenute nel diritto societario nazionale. In particolare con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91 convertito con modificazioni nella Legge 11 agosto 2014, n. 116 (c.d. Decreto Competitività) è stato abrogato il divieto previsto dall'art. 2351, comma 4, cod. civ. che prevedeva il divieto di emettere azioni a voto plurimo, venendo così definitivamente superato il principio "un'azione, un voto". E, per l'effetto, è stata introdotta la possibilità di emettere azioni a voto plurimo ovvero maggiorato, in grado di incidere sui *quorum* assembleari e, di conseguenza, sulle regole di *governance* e di controllo delle società di capitali. Appare evidente, che tale meccanismo conferma la centralità che la gestione dell'impresa in un'ottica di medio-lungo periodo ha assunto (anche) nell'ordinamento italiano. Nell'ottica del legislatore, come del resto confermato dalle esperienze estere, il meccanismo delle *loyalty shares* rappresenta un'espressione vigorosa della dialettica fra amministratori e azionisti fedeli interessati alla crescita sostenibile dell'impresa. L'introduzione di tale tipologia di azioni elegge gli azionisti di lungo termine a interlocutori privilegiati del *management* potenziandone così, in via definitiva, l'influenza attraverso un voto doppio. L'effetto auspicato è chiaramente quello di favorire un azionariato interessato alla stabilità e alla crescita aziendale sostenibile in un orizzonte temporale adeguato (medio-lungo periodo), anche a consolidamento del principio espresso dall'art. 1 del Codice di Autodisciplina. Il tutto a dispetto di politiche di investimento di breve termine da parte di azionisti cc.dd. speculatori. Se da un lato è vero che nell'ambito della gestione dell'impresa si dovrebbe tenere conto di una prospettiva, per così dire, di medio-lungo periodo dall'altro lato è noto come, sempre più spesso l'ossessione per l'andamento dei prezzi dei titoli nel breve periodo rappresenta un valore perseguito dagli azionisti attenti pertanto al "guadagno" a breve termine, perdendo così valore l'efficienza della gestione dell'impresa. In tali circostanze, difatti, viene esercitata una forte pressione sul *management* da parte dei cc.dd. azionisti speculatori, ossia quegli azionisti «*per i quali la partecipazione sociale è un fatto variabile, transitorio; un'operazione aleatoria da cui si prefiggono di ottenere, in breve tempo, un profitto, lucrando sulle oscillazioni dei titoli; il loro fine è quello di massimizzare il guadagno in conto capitale in un orizzonte cronologico ristretto*» [M.LACCHINI, T.ONESTI e G.ZANDA, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013, 44]. Ebbene, in una siffatta situazione il *management* non è libero di adottare politiche di sviluppo dell'impresa maggiormente idonee alla impresa stessa, e si trova costretto ad "accontentare"

ritenuto pregiudizievole per la parità di trattamento tra soci.

Più in generale, al di là degli esempi applicativi specifici sopra accennati, i *proxy papers* sono suddivisi per macro-aree di interesse, e segnatamente per tematiche concernenti:

- (i) la composizione e il funzionamento dell'organo di amministrazione ⁽⁶¹⁾;

gli azionisti di breve periodo, comportando tuttavia nel medio-lungo periodo un pregiudizio per la società.

È chiaro che al fine di porre rimedio a situazioni ormai consolidate nella prassi, il legislatore domestico, prendendo spunto dalle *best practices* internazionali ha preso una posizione netta volta a favorire esclusivamente i soci di lungo termine, legati all'impresa da una vera e propria *affectio societatis*, a discapito di azionisti non fedeli che tuttavia apportano capitale. Come riportato nel *2015 Report on corporate governance of Italian listed companies*, pubblicato da Consob, è stato rilevato che nei primi sei mesi del 2015, 17 imprese quotate hanno modificato lo statuto introducendo le *loyalty shares*, mentre una sola impresa ha previsto l'emissione di *multiple voting shares*.

⁽⁶¹⁾ Con riferimento a tale argomento, viene anzitutto descritto il fenomeno tipico dell'ordinamento domestico per cui l'organo amministrativo risulta composto da amministratori qualificabili quali indipendenti, non esecutivi ed esecutivi. Con riguardo all'indipendenza, Glass Lewis sottolinea che sarebbe raccomandabile che il consiglio di amministrazione fosse composto in maggioranza da amministratori non esecutivi e almeno la metà del consiglio medesimo fosse composto da amministratori indipendenti. Glass Lewis si focalizza inoltre sul tema del conflitto di interessi, ritenendo in proposito che generalmente gli amministratori esecutivi non dovrebbero svolgere il proprio incarico in seno ai consigli di amministrazione di più di due società quotate, mentre – sempre ad avviso di Glass Lewis – gli amministratori non esecutivi non dovrebbero svolgere l'incarico di consigliere di amministrazione in più di cinque consigli di amministrazione di società quotate. Ad ogni modo, Glass Lewis ritiene che l'approccio di analisi deve basarsi sui casi concreti. L'analisi di Glass Lewis si sposta sulla dimensione dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, dichiarando che si ritiene di dovere procedere ad una bocciatura delle proposte deliberative in merito alla nomina del presidente nel caso in cui il consiglio di amministrazione sia composto da meno di cinque amministratori o da più di venti amministratori. Si ritiene in proposito, con riferimento al contesto italiano, che sia raccomandabile un consiglio di amministrazione composto da un numero massimo di quindici membri. Inoltre, in conformità a quanto stabilito nel codice di autodisciplina, il presidente e l'amministratore delegato dovrebbero avere ciascuno proprie responsabilità. Nel caso in cui le due posizioni vengano assunte dal medesimo soggetto, come raccomandato dal codice di autodisciplina, gli amministratori dovranno nominare un *lead independent director*. Viene infine analizzato il meccanismo – piuttosto inusuale nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, sebbene raccomandato dal codice di autodisciplina – dello *staggered board*. In particolare, il codice di autodisciplina suggerisce l'adozione di tale meccanismo quale misura per assicurare la continuità del consiglio medesimo (e dei suoi comitati interni), al fine ultimo di non creare

- (ii) la trasparenza e l'integrità delle relazioni finanziarie periodiche ⁽⁶²⁾;
- (iii) la correlazione tra compenso degli *executives* e loro *performance* ⁽⁶³⁾;

“vuoti di potere” al momento della scadenza del vecchio consiglio di amministrazione e dell'elezione dei nuovi amministratori. In ogni caso, Glass Lewis ritiene di poter supportare la scelte delle società per l'adozione del meccanismo dello *staggered board* ove la società provveda ad introdurre più frequenti elezioni dei consiglieri rispetto alla ormai consolidata durata di tre anni. ⁽⁶²⁾ Rispetto alla trasparenza e all'integrità dei bilanci e delle relazioni, Glass Lewis sottolinea come in materia ci si dovrebbe allineare agli *standard* richiesti per gli altri paesi dell'Europa continentale. In particolare, Glass Lewis guarda positivamente al fenomeno dell'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea dei soci e consiglia di non approvarlo solo ove la società di revisione non abbia reso disponibile la propria relazione sul bilancio stesso. Inoltre, con riguardo all'eventuale proposta di distribuzione degli utili, Glass Lewis raccomanda di votare a favore alla luce del fatto che la proposta di distribuzione dei dividendi proviene dal consiglio di amministrazione che in linea generale, prima di proporla, si auspica abbia verificato la solidità economico-finanziaria della società stessa.

⁽⁶³⁾ Con riguardo alla connessione tra compenso e *performance* di cui al punto (iii) che precede, Glass Lewis precisa come a seguito dell'implementazione in Italia delle Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE, l'art. 124-ter del TUF prevede che le politiche per la remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche sia sottoposta al vaglio dell'assemblea ordinaria (c.d. procedura *say on pay*), fermo restando che si tratta comunque di una deliberazione non vincolante e che l'esito del voto è posto a disposizione del pubblico (si noti come, con riferimento alle imprese assicurative e creditizie, il voto dell'assemblea in materia di remunerazione risulti essere vincolante). Glass Lewis sottolinea l'importanza che le società quotate rispettino le raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina, in particolare all'art. 6. In particolare, ai sensi dell'art. 6.C.1 del codice di autodisciplina, la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi o investiti di particolari cariche definisce linee guida con riferimento alle tematiche e in coerenza con i criteri di seguito indicati: - la componente fissa e la componente variabile sono adeguatamente bilanciate in funzione degli obiettivi strategici e della politica di gestione dei rischi dell'emittente, tenuto anche conto del settore di attività in cui esso opera e delle caratteristiche dell'attività d'impresa concretamente svolta; - sono previsti limiti massimi per le componenti variabili; - la componente fissa è sufficiente a remunerare la prestazione dell'amministratore nel caso in cui la componente variabile non fosse erogata a causa del mancato raggiungimento degli obiettivi di *performance* indicati dal consiglio di amministrazione; - gli obiettivi di *performance* - ovvero i risultati economici e gli eventuali altri obiettivi specifici cui è collegata l'erogazione delle componenti variabili (ivi compresi gli obiettivi definiti per i piani di remunerazione basati su azioni) - sono predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo; - la corresponsione di una porzione rilevante della

(iv) il *capital management* ⁽⁶⁴⁾.

Le linee guida pubblicate annualmente dai *proxy advisors* hanno assunto una tale importanza e rilevanza per il successivo svolgimento della stagione assembleare da essere oramai oggetto di analisi e commento da parte degli operatori più sofisticati – tra cui le associazioni di categoria, i principali studi legali e le scuole dottrinali (come ad es. nel caso della scuola di Harvard, che ha

componente variabile della remunerazione è differita di un adeguato lasso temporale rispetto al momento della maturazione; la misura di tale porzione e la durata del differimento sono coerenti con le caratteristiche dell'attività d'impresa svolta e con i connessi profili di rischio; - sono previste intese contrattuali che consentono alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati; - l'indennità eventualmente prevista per la cessazione del rapporto di amministrazione è definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati.

⁽⁶⁴⁾ Per quanto concerne la struttura di *governance* di cui al punto (iv) indicato nel testo, Glass Lewis prende in considerazione la possibilità che gli azionisti siano chiamati ad approvare modifiche allo statuto e ad autorizzare gli amministratori a svolgere attività in concorrenza. Poiché l'art. 2390 cod. civ. dispone che gli amministratori non possano assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti, né esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi, né essere amministratori o direttori generali in società concorrenti, e poiché lo svolgimento di un'attività concorrente potrebbe qualificare una situazione di conflitto di interessi *ex art.* 2391 cod. civ., con conseguente responsabilità nei confronti della società *ex art.* 2392 cod. civ., si raccomanda di votare contro proposte di autorizzazione a svolgere attività concorrenti, in quanto si tratterebbe di autorizzare situazioni potenzialmente dannose per i soci e non in grado di assicurare il best interest di costoro. Con riferimento all'argomento di cui al punto (v) che precede, Glass Lewis rivolge le proprie raccomandazioni agli azionisti chiamati ad approvare proposte di modifica del capitale sociale, in particolare, aumenti di capitale ovvero emissione di obbligazioni convertibili. Poiché gli azionisti ai sensi e per gli effetti dell'art. 2443 cod. civ. possono delegare al consiglio di amministrazione il potere di aumentare il capitale sociale, Glass Lewis raccomanda che gli azionisti determinino il periodo entro cui il consiglio deve dare attuazione alla deliberazione dell'aumento del capitale sociale, che ad avviso del *proxy advisor*, non deve superare i 5 anni. Inoltre, nel contesto italiano, è frequente la prassi di effettuare acquisti e vendite di azioni proprie (c.d. programmi di *buyback*), ai sensi degli artt. 2357 e 2357-*bis* cod. civ., nonché dell'art. 132 TUF. Glass Lewis dichiara di supportare tale tipologia di programmi finché l'azienda abbia una situazione patrimoniale considerevole alla luce dei propri requisiti patrimoniali.

sostenuto attivamente la “battaglia” per il *destaggering* degli organi amministrativi statunitensi negli ultimi anni) – a conferma della centralità dalle stesse assunta per l’esito delle tornate assembleari, anche in considerazione della loro diretta connessione con le varie tipologie di servizi prestati dai consulenti di voto, e di seguito descritti nel successivo paragrafo 2.

2. (Segue): gli altri servizi offerti dai consulenti di voto.

Come anticipato nel paragrafo che precede, i servizi offerti dai *proxy advisors* sono tra loro diversificati, ma con il minimo comune denominatore rappresentato dal fatto che essi si concentrano tutti su tematiche di *corporate governance*.

Il *core-business* dei *proxy advisors* si rinviene nella consulenza prestata in favore degli investitori istituzionali, su richiesta di questi ultimi e quindi con costi a loro carico, dando vita – con riferimento a tale servizio – a un modello di remunerazione c.d. “*investor-paid*” che ricorda l’iniziale forma di pagamento dell’attività delle agenzie di *rating* sino agli anni settanta del ventesimo secolo.

Tale attività si sostanzia nell’emissione di *proxy reports*, in cui sono sviluppate analisi puntuali riguardanti l’emittente quotato oggetto di valutazione. Consultando il *proxy report*, l’investitore istituzionale è in grado di esercitare in maniera informata e consapevole il diritto di voto in assemblea, ferma restando la responsabilità degli investitori istituzionali nei confronti dei propri quotisti a monte (generalmente gli investitori istituzionali sono fondi e, dunque, costoro sono responsabili per il voto esercitato nei confronti dei quotisti del fondo).

In particolare, i *proxy reports* sono suddivisi in diverse sezioni: (i) la descrizione dei dati relativi all’assemblea convocata; (ii) l’analisi di ciascun punto posto all’ordine del giorno; (iii) la descrizione dell’organizzazione e delle attività caratteristiche dell’emittente oggetto di valutazione, effettuata anche attraverso un monitoraggio continuo dell’andamento dell’impresa e dei comunicati stampa oltre che di tutta la documentazione societaria e

contabile messa a disposizione del pubblico nel periodo precedente l'assemblea; e infine (iv) la raccomandazione di voto vera e propria (che termina con un giudizio positivo, negativo o di astensione).

Ciò posto, i consulenti di voto forniscono anche ulteriori servizi – stavolta sia a favore degli investitori, sia, in alcuni casi e soltanto alcuni *proxy advisors*, a favore dell'emittente quotato (con remunerazione basata sul modello “*issuer-paid*”) – che comportano l'assegnazione di un *rating* sulla *governance* attraverso l'analisi e la comparazione delle *best practices* seguite in materia di governo societario. In alcuni casi, qualora l'attività venga prestata in favore di emittenti quotati, i *proxy advisors* si avvalgono di *team in-house* costituiti direttamente presso l'emittente mediante cui assistono quest'ultimo in vista delle tornate assembleari al fine di formulare proposte idonee ad incontrare il consenso dei soci. Tali raccomandazioni tengono conto dei dati societari rilevanti, delle migliori prassi sul mercato e delle *performance* aziendali.

Inoltre, i *proxy advisors* diffondono *special reports* su argomenti di interesse a livello più granulare, informando i propri clienti delle *performance* riguardanti le principali società quotate e delle proposte degli azionisti più ricorrenti, le quali – soprattutto negli ultimi anni – hanno avuto ad oggetto: le quote di genere all'interno degli organi amministrativi e la remunerazione degli *executives*.

Inoltre, alcuni *proxy advisors* prestano un servizio c.d. di *engagement* in materia di *corporate governance*, consentendo agli investitori istituzionali di poter instaurare un dialogo con l'emittente al fine di proporre delle modifiche sulla *governance*. Si tratta dunque, anche in questo caso, di un servizio “*investor-paid*”, che pone il *proxy advisor* in una posizione intermedia tra quella dell'investitore istituzionale e quella della società quotata. Tale tipologia di attività crea un flusso informativo privilegiato tra emittente e investitore/*proxy advisors*, su cui si soffermerà nel successivo paragrafo al fine di indagare circa la sua legittimità, anche in un'ottica di *compliance* con la normativa europea in materia di *market abuse*.

A ciò si aggiunga che i consulenti di voto prestano anche servizi di voto *per delega*, e un servizio denominato “*share recall*”,

in grado di fornire una stima delle fluttuazioni dell'andamento azionario, sulla base di algoritmi, in vista delle assemblee già convocate. In particolare, i *proxy advisors* considerano la tipologia di assemblea convocata unitamente ad altri fattori di *governance* significativi, classificando ciascuna assemblea in una categoria di rilevanza funzionale all'informativa nei confronti dei clienti beneficiari del servizio in parola.

Infine, i *proxy advisors* prestano assistenza nel contesto di *class actions*, offrendo ai clienti la possibilità di aderire all'azione legale intrapresa da altri soggetti proponenti.

Si tratta, come detto, di servizi – anche piuttosto diversi fra loro, ma – tutti complessivamente inerenti alla materia della *governance* di emittenti quotati, in cui l'attività dei consulenti di voto è sostanzialmente quella di “elaborare” l'informativa primaria derivante dall'analisi dei documenti societari e contabili a disposizione al fine di veicolarla, in forma sintetica e comprensiva dell'esercizio valutativo svolto, verso il pubblico indistinto dei clienti.

Come anticipato, i *proxy advisors* operano prestando servizi per lo più in favore di investitori istituzionali, dunque di soggetti altamente qualificati in grado di elaborare le informazioni ricevute dai *proxy advisors* medesimi ed esercitare consapevolmente il proprio diritto di voto nelle diverse assemblee.

3. *I flussi informativi tra emittenti quotati e proxy advisors: profili di market manipulation.*

Il presente paragrafo analizza il problema dei flussi informativi tra amministratori e *proxy advisors*, muovendo dalla considerazione che tali operatori, nello svolgimento delle loro attività, potrebbero entrare in contatto con informazioni confidenziali. In particolare, infatti, con riferimento al servizio di *engagement*, i *proxy advisors* instaurano un rapporto con l'emittente e apprendono notizie in un momento anticipato rispetto alla loro diffusione sul mercato.

Il problema dei flussi informativi tra amministratori e soci

diviene ancor più delicato ove l'informazione "privilegiata" venga comunicata al *proxy advisor* che agisce per conto del proprio cliente. In questo caso, l'eventuale comunicazione di informazioni confidenziali deve essere giustificato dall'interesse sociale.

In via preliminare, il problema dei flussi informativi si pone nel momento della circolazione, trasmissione e diffusione di informazioni e dati specifici che si connotano per la loro natura strettamente riservata e confidenziale e per la loro capacità di influenzare il corso dei titoli a cui si riferiscono (cc.dd. informazioni privilegiate).

La materia della diffusione di informazioni privilegiate è stata recentemente modificata a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento 596/2014 (efficace a partire da luglio 2016) e dei relativi regolamenti di attuazione. In particolare, ai sensi dell'art. 7, par. 1 del Regolamento 596/2014, l'informazione privilegiata è quella *«informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati»*.

Nel regolamento citato la nozione di "informazione privilegiata" risulta più stringente rispetto a quella contenuta nella direttiva 2003/6/CE, e recepita nell'ordinamento domestico con l'art. 181 del TUF. Infatti, qualora l'informazione privilegiata concerna un processo che si svolge in più fasi, ciascuna di queste fasi, come pure l'insieme del processo, costituisce un'informazione privilegiata a sé stante, trattandosi di fattispecie a formazione progressiva (cfr. art. 7, par. 2 e considerando n. 16) del Regolamento)⁽⁶⁵⁾.

Dalla lettura dell'art. 7 del Regolamento 596/2014, emerge

⁽⁶⁵⁾ Si noti, peraltro, come sia prevista un'unica definizione di informazione privilegiata che assume rilevanza tanto per una potenziale condotta abusiva di utilizzo, o di comunicazione illecita dell'informazione privilegiata (insider trading), quanto per la definizione dell'obbligo di comunicazione al pubblico ex art. 114 TUF della stessa informazione (*disclosure*); non sarà, dunque, più possibile mantenere separati temporalmente tali due momenti, l'uno connotato dalla probabilità di accadimento e l'altro dalla certezza.

che, in linea con l'interpretazione offerta nella vigenza dell'art. 181 TUF, gli elementi caratterizzanti l'informazione privilegiata sono: (i) la non pubblicità dell'informazione; (ii) la sua idoneità ad influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari e (iii) il suo carattere preciso.

Con riguardo al primo dei sopra indicati elementi, *i.e.* la “non pubblicità dell'informazione”, non sussistono particolari problemi interpretativi; difatti, è pacifico che possa considerarsi pubblica soltanto l'informazione comunicata in conformità all'art. 18 del Regolamento 596/2014 e ai regolamenti attuativi, ovvero, l'informazione già di pubblico dominio ⁽⁶⁶⁾.

Per quanto concerne il secondo elemento di cui al punto (ii) che precede, l'informazione è idonea ad influire in modo sensibile ⁽⁶⁷⁾ sul prezzo degli strumenti finanziari ove si tratti di un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento o di disinvestimento. L'idoneità dell'informazione ad influenzare i prezzi dei titoli è solitamente ricondotta alla nozione di *price sensitivity*, caratteristica presente in caso di informazioni che siano direttamente in grado di rappresentare elementi su cui un investitore ragionevole fonda le proprie decisioni di investimento, ed indirettamente in grado di influenzare, in positivo od in negativo, il prezzo degli strumenti finanziari in contesto ⁽⁶⁸⁾.

Con riguardo all'ultimo elemento di cui al punto (iii) che precede, si considera che un'informazione ha carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che

⁽⁶⁶⁾ F.ANNUNZIATA, *op. cit.*, 1501.

⁽⁶⁷⁾ L'idoneità dell'informazione ad influire sui prezzi degli strumenti finanziari deve essere valutata in termini di probabilità, non ritenendosi sufficiente né la mera possibilità, né, d'altro canto, potendosi ritenere che la norma richieda addirittura la certezza della variazione. Tale giudizio prognostico sulla probabilità che l'informazione abbia un impatto sul prezzo degli strumenti finanziari deve essere necessariamente condotto in una prospettiva *ex ante*, e quindi con riferimento all'idoneità dell'informazione ad influire sui prezzi degli strumenti finanziari allo stato dei fatti in quel momento esistenti, prescindendo da qualsivoglia fatto od evento successivo allo stesso.

⁽⁶⁸⁾ S.GILOTTA, *op. cit.*, 1157.

si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni. A tal riguardo, nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso ⁽⁶⁹⁾.

La comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate che riguardano direttamente gli emittenti deve poi avvenire «quanto prima possibile» ⁽⁷⁰⁾.

Quanto precede garantisce un trattamento paritetico del mercato, nel senso che gli emittenti offrono a tutti (indistintamente) la possibilità di conoscere determinate informazioni, senza distinzioni di sorta. In altri termini, così procedendo, il legislatore ha voluto allineare e trattare in modo identico i destinatari delle informazioni privilegiate, escludendo che i soci si collochino in una posizione sovraordinata rispetto al mercato nella diffusione dell'informazione ⁽⁷¹⁾. In proposito, si noti come l'art. 92, primo comma, TUF disponga un principio generale di parità di trattamento, che rappresenta un ulteriore ostacolo al dialogo tra amministratori e azionisti. In particolare, ai sensi della norma citata gli emittenti devono garantire «il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in

⁽⁶⁹⁾ M.FRATINI, *op. cit.*, 1502. La formulazione dev'essere intesa nel senso che l'informazione, per potersi qualificare come privilegiata, (i) non deve necessariamente essere certa, ma deve pur sempre avere raggiunto un ragionevole grado di concretezza, riferendosi ad un fatto accaduto o che sta per accadere ovvero ad una decisione presa o che sta per essere presa; e (ii) deve essere strutturata al punto da poter essere utilizzata per le valutazioni degli interessati.

⁽⁷⁰⁾ Così, art. 17, paragrafo 1, Regolamento 596/2014.

⁽⁷¹⁾ C.MOSCA e A.GIANNELLI, *op. cit.*, 22.

identiche condizioni». La norma prosegue, al secondo comma, dedicando specifica attenzione alla materia dell'informazione, in quanto gli emittenti devono garantire «a tutti i portatori di strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessarie per l'esercizio dei loro diritti».

Corollario di quanto precede è che ogni eventuale deroga al principio della simmetria informativa, dovrà essere valutata e ponderata anche alla luce dell'art. 92 TUF.

Ebbene, proprio in virtù degli elementi ora delineati, e considerata la *ratio* sottostante la normativa in materia di comunicazione di informazioni privilegiate, emerge che al singolo socio non deve e non può essere riconosciuto un diritto individuale ad ottenere informazioni privilegiate dal *management* dell'emittente, sebbene in presenza della titolarità di una determinata partecipazione nella società quotata.

In altri termini, il socio non dispone né (i) di un diritto di richiedere agli amministratori determinate informazioni relative a specifiche questioni (⁷²), né (ii) tanto meno di un diritto a ricevere informazioni in via preferenziale e autonoma rispetto agli altri azionisti e al mercato, al di fuori dei canali istituzionali previsti per l'informazione al pubblico. Quanto precede, risulta confortato dall'opinione espressa dalla dottrina più intransigente in materia, secondo cui un eventuale dialogo tra amministratori e alcuni azionisti (ad esempio quelli di maggioranza o comunque rilevanti) sarebbe illegittimo in quanto comporterebbe un incremento delle difficoltà degli altri azionisti (quelli di minoranza) di poter esercitare una funzione di monitoraggio dell'operato del *management*, anche alla luce del principio di parità di trattamento espresso dal legislatore domestico all'art. 92 TUF, nonché del dovere degli amministratori di perseguire l'interesse sociale ai sensi e per gli effetti dell'art. 2380-*bis* cod. civ. Sulla base delle argomentazioni che precedono sussisterebbe una violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori che abbiano instaurato un dialogo individuale con il socio. È chiaro che la trasmissione di informazioni privilegiate nei confronti di un

(⁷²) A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, 315.

particolare azionista presenti dei significativi profili di criticità soprattutto quando le informazioni siano particolarmente significative, cioè quando esse sono essenziali per la valutazione dell'investimento nell'emittente in cui ciascun azionista è potenzialmente interessato. Non può tra l'altro tacersi che anche il Codice di Autodisciplina delle società quotate nel commento all'art. 1, raccomanda, come buona prassi di *corporate governance*, che «*gli emittenti si dotino di una procedura interna per la gestione, in forma sicura e riservata, delle informazioni che li riguardano, soprattutto quando si tratti di informazioni privilegiate. Tale procedura è anche volta a evitare che la loro divulgazione possa avvenire intempestivamente, o in forma selettiva (cioè possa essere anticipata a determinati soggetti, per esempio azionisti, giornalisti o analisti), incompleta o inadeguata*». Il che equivale a dire che, almeno in relazione alle informazioni privilegiate, a detta del Comitato per la Corporate Governance di Borsa italiana S.p.A. il margine per un trattamento differenziato tra soci è tutt'altro che esteso, se non del tutto assente.

La normativa in materia di informazioni privilegiate prescrive, da un lato, che tali informazioni debbano formare oggetto di comunicazione al pubblico quanto prima possibile, e, dall'altro lato, che non possono essere utilizzate da chi ne sia in possesso, per ragioni inerenti la propria professione o la funzione ricoperta all'interno della società, per lo meno fino al momento in cui l'informazione non assuma carattere pubblico, cioè quando viene resa nota al mercato mediante la pubblicazione di un comunicato stampa.

Per quanto concerne le condizioni necessarie per la trasmissione di informazioni privilegiate ai soci, si noti come appare legittimo ritenere che l'amministratore possa procedere alla comunicazione di informazioni privilegiate in presenza di determinate condizioni e nel rispetto di una serie di cautele, anche di natura procedurale ⁽⁷³⁾.

Anzitutto, il soggetto destinatario di una informazione privilegiata dovrà esser edotto circa la natura *price sensitive*

⁽⁷³⁾ C. MOSCA e A. GIANNELLI, *op. cit.*, 22.

dell'informazione comunicata e dovrà confermare la propria volontà di conoscere l'informazione, considerando che, a seguito della comunicazione, non potrà più compiere operazioni sulle azioni dell'emittente da esso detenute.

Inoltre, occorre valutare se l'accertamento del carattere privilegiato dell'informazione e – soprattutto – la decisione di comunicare selettivamente l'informazione medesima ad alcuni soci soltanto spettino al singolo amministratore o debbano piuttosto essere demandati al consiglio di amministrazione nella sua interezza.

In proposito, non sussistono, a livello generale, dubbi circa la necessità di una autorizzazione dell'intero organo amministrativo nell'ipotesi in cui l'amministratore che intenda effettuare la comunicazione non sia un amministratore esecutivo. Difatti, unicamente il consiglio di amministrazione, complessivamente inteso, è in grado di operare un giudizio comparativo tra le esigenze di riservatezza della società e l'interesse del socio a ricevere l'informazione ⁽⁷⁴⁾; interesse che – giova ribadirlo – deve essere tale da giustificare un trattamento diversificato e asimmetrico rispetto agli altri soci. Tale valutazione comparativa tra interesse sociale e interesse del singolo socio dovrà essere svolta nel rispetto del dovere di diligenza che connota tipicamente l'*agere* degli amministratori di società per azioni.

In altri termini, il consiglio di amministrazione potrà accogliere le richieste informative del socio solo nei limiti in cui ciò non determini un danno, anche solo potenziale, per la società e dunque per l'interesse sociale ⁽⁷⁵⁾ e solo se, al contempo, la comunicazione selettiva a favore di un singolo socio sia ragionevolmente giustificata ⁽⁷⁶⁾.

⁽⁷⁴⁾ L.PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *BBTC*, 2004, 256.

⁽⁷⁵⁾ U.TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *BBTC*, 2008, 72.

⁽⁷⁶⁾ In proposito, giova ricordare che l'art. 114, comma 4 del TUF regolava le ipotesi in cui l'informazione privilegiata veniva comunicata a soggetti terzi non tenuti ad obblighi di riservatezza ed era volta a garantire il rispetto del principio di parità di accesso all'informazione. Tale norma «*limita fortemente la possibilità per la società di comunicare informazione price sensitive a terzi secondo modalità privilegiate e discriminatorie. Essa tuttavia non istituisce un*

Del resto anche la Consob aveva a suo tempo chiarito che «*a condizione dell'esistenza di un obbligo di riservatezza, di un rapporto giustificativo e di misure organizzative idonee a segregare l'informazione privilegiata, onde evitarne un'impropria circolazione interna ed esterna, è possibile informare in modo selettivo soggetti terzi*»⁽⁷⁷⁾.

Nell'effettuare la valutazione circa la compatibilità di una *selective disclosure* con l'interesse sociale, gli amministratori dovranno, necessariamente, tenere conto anche delle caratteristiche del soggetto destinatario della comunicazione, ed in particolare se si tratti del socio di controllo oppure di altro socio, pur titolare di una partecipazione significativa.

Alla luce di quanto precede, pertanto, nell'ordinamento domestico si ritiene ammissibile la comunicazione selettiva di informazioni privilegiate, senza necessità ovvero obbligo di contestuale divulgazione al pubblico, se l'emittente si avvale della facoltà di ritardare la diffusione al pubblico dell'informazione e solo quando i destinatari della comunicazione siano tenuti a mantenere riservata l'informazione.

In tutti gli altri casi, all'eventuale comunicazione selettiva deve affiancarsi la contestuale *disclosure* nei confronti del pubblico. Alla luce di tutto quanto precede, ad avviso di chi scrive può ritenersi che sia legittimo che il *proxy advisor* – agendo per conto del cliente – entri in possesso di informazioni privilegiate, non ancora in possesso del mercato. In tal caso si ritiene infatti applicabile la normativa e principi che regolano la *selective disclosure* verso un solo socio. Ad avviso di chi scrive, peraltro, la divulgazione dell'informazione privilegiata in favore del *proxy advisor* e, dunque, dell'investitore istituzionale sarà nell'interesse sociale, in quanto la clientela dei *proxy advisors* è costituita da

divieto assoluto di selective disclosure. Dalla lettera della norma si evince infatti chiaramente a contrario che l'obbligo di ristabilire prontamente condizioni di parità informativa attraverso la divulgazione dell'informazione al pubblico non opera quando il terzo destinatario dell'informazione sia soggetto legato ad un obbligo di riservatezza "legale, regolamentare, statutario o contrattuale". In questo caso all'emittente è consentito comunicare selettivamente l'informazione privilegiata in suo possesso» in questi termini, cfr. S.GILOTTA, *op. cit.*, 1163.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006.

investitori (istituzionali) di lungo termine, che pertanto sono interessati a porre in essere azioni volte alla creazione di valore della società stessa in un'ottica di medio-lungo periodo.

4. *La consulenza dei proxy advisors sulla governance degli emittenti.*

Come anticipato nel paragrafo 3 che precede, i *proxy advisors* forniscono ai propri clienti un giudizio di *rating* sulla *corporate governance*, nella consapevolezza che una «buona governance non significa semplicemente seguire le disposizioni normative previste dalle differenti legislazioni, ma comprendere ed implementare tutte quelle attività e procedure volontarie, necessarie alla “realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi della società e dei suoi azionisti”, avendo presente le specificità della singola società, del mercato di riferimento e del contesto in generale»⁽⁷⁸⁾.

I *proxy advisors* pertanto vengono chiamati dagli investitori istituzionali per procedere alle verifiche di *governance*, comparando l'emittente su cui gli investitori ripongono il proprio interesse con altri emittenti operanti nello stesso settore, e confrontando le iniziative intraprese dall'emittente stesso con le pratiche specifiche del mercato e con le più evolute *best practices* internazionali, al fine di produrre un *corporate governance report*. In tal modo, si consente all'investitore istituzionale di analizzare, in modo dettagliato e attendibile, i principali aspetti della *governance* delle società quotate, «individuando immediatamente le principali aree di rischio per una crescita sostenibile nel tempo e le opportunità per un engagement diretto con l'emittente»⁽⁷⁹⁾.

È ora il caso di analizzare come il *rating* sulla *governance* sia in grado di influenzare i mercati finanziari.

⁽⁷⁸⁾ Le parole sono del *proxy advisor* italiano Frontis Governance, consultabile al seguente [link](http://www.frontisgovernance.com/Servizi/analisi_governance.html)

⁽⁷⁹⁾ Così Frontis Governance, consultabile al seguente [link](http://www.frontisgovernance.com/Servizi/analisi_governance.html)

Anzitutto, la *corporate governance* è in grado di generare valore attraverso (i) meccanismi cc.dd. manageriali, cioè processi che influenzano dall'interno la gestione dell'impresa, e (ii) meccanismi istituzionali, che dall'esterno incidono sul grado di efficienza allocativa delle risorse d'impresa.

L'influenza della *governance* nelle relazioni tra struttura finanziaria e valore dell'impresa assume i connotati del "problema di agenzia", collocandosi nell'alveo delle problematiche nascenti dalla separazione tra proprietà e controllo e conseguente proliferazione dei conflitti d'interesse. A ciò si sommano i problemi dell'asimmetria informativa e dell'incompletezza contrattuale. In tale contesto, la buona *governance* rappresenta un valido strumento per la protezione degli *stakeholders*, impedendo al *management* di porre in essere comportamenti opportunistici, e favorendo pertanto una *performance* di lungo periodo per la crescita di valore dell'impresa. In altri termini, «la *corporate governance* ha, quindi, l'obiettivo di assicurare che nelle relazioni d'impresa non vengano adottati comportamenti opportunistici, mitigando e moderando problemi di agenzia che potrebbero interessare, sotto diverse prospettive, un agente (*manager*) e diversi principali (*azionisti, creditori, dipendenti, fornitori, clienti, ecc.*) oppure un principale (*l'imprenditore iniziale*) e più agenti (*manager, dipendenti, investitori, ecc.*)»⁽⁸⁰⁾. Esprimere un giudizio di *rating* sulla *governance*, infatti, significa influenzare la decisione di investimento / disinvestimento dell'investitore istituzionale, in quanto la qualità della *governance* è – sebbene non il principale – uno degli elementi che l'investitore guarda ai fini delle proprie scelte di (dis)investimento⁽⁸¹⁾.

In virtù di quanto precede, l'adozione, su base volontaria, di pratiche di *buona governance* dovrebbe contribuire anch'essa all'incremento del prezzo delle azioni, perché la buona *governance* è garanzia di buon funzionamento della società e quindi di sviluppo

⁽⁸⁰⁾ In questi termini, M.LA ROCCA, *L'influenza della corporate governance sulla relazione fra struttura del capitale e valore*, in *Sinergie*, 2005, 117 e ss.

⁽⁸¹⁾ P.A.GOMPERS, J.L.ISHII e A.METRICK, *Corporate governance and equity Prices*, in *Quarterly Journal of Economics* 118(1), febbraio 2003, «*firms with stronger shareholder rights had higher firm value, higher profits, higher sales growth, lower capital expenditures, and made fewer corporate acquisitions*».

sostenibile dell'impresa nel medio-lungo periodo ⁽⁸²⁾.

Sul punto, rappresentativo è il caso Airgas Inc., in cui la *Delaware Court of Chancery* ha affermato che il mantenimento di determinate *poison pills* (nel caso di specie, lo *staggered board*) rappresenti una efficace misura statutaria, volta a proteggere il *management* dalle scalate ostili. Il caso Airgas ha formato oggetto di ampio dibattito nella letteratura americana; in particolare, sono stati effettuati studi empirici ⁽⁸³⁾ che hanno dimostrato come una pronuncia positiva su uno strumento di *governance* (quale è appunto lo *staggered board*) è in grado di incidere sensibilmente sul prezzo dei titoli delle società che adottano tale dispositivo.

Quanto precede è utile per dimostrare come il giudizio del *proxy advisor* sulla *governance* delle imprese quotate sia in grado

⁽⁸²⁾ Si v., in luogo di molti, S.WALKER, *Corporate Governance: Its effect on Share Price*, 2013, consultabile al seguente link http://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/36366333/Corporate_Governance_-_Its_effect_on_Share_Price_Walker_Steven.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAJ56TQJRTWSMTNPEA&Expires=1481653169&Signature=KuFqWB8MisRKHeImX94dh4HkdN8%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DCorporate_Governance_-_Its_effect_on_Sha.pdf. In particolare, l'A. ritiene che «*The idea being that firms with low governance rankings may as yet have an unrecognised and inherent equity gain that could attract potential investors who wish to engage with the board to improve the firms' adoption and disclosure of governance principles that would be recognised by the market and create increased demand positively affecting equity values*».

⁽⁸³⁾ Si v., in luogo di molti, L.A.BEBCHUCK, A.COHEN e C.C.Y.WANG, *Staggered boards and the wealth of shareholders: evidence from two natural experiments*, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 17127, giugno 2011, consultabile al seguente link <http://www.nber.org/papers/w17127>, spec. 3, «*We examine the cross-section of stock returns surrounding the announcements of the rulings, focusing on the value of the companies affected by the above two rulings – companies with a staggered boards whose annual meeting has been taking place in later parts of the calendar year. We find evidence consistent with the hypothesis that the value of these companies was increased by the first ruling, which validated the novel method for weakening the antitakeover force of companies' staggered boards. We also find evidence consistent with the hypothesis that the second ruling, which invalidated this novel method, had a negative effect on the value of these companies that was of a similar magnitude to that of the first ruling's (positive) effect. The initial increase in value, and the subsequent reduction, was especially pronounced for companies for which control contests are especially relevant due to relative underperformance, high asset pledgibility, small firm size, or high deal intensity in the industry.*».

di produrre effetti sulle scelte di investimento degli investitori e dunque, indirettamente, sul valore delle azioni dell'emittente su cui esprime il giudizio.

5. *Le raccomandazioni di voto nelle materie assembleari con voto consultivo (il caso della remunerazione degli amministratori).*

I consulenti di voto sono molto attivi nel raccomandare all'azionariato il voto da esprimere sulle politiche di remunerazione dei *manager*, e dunque sulla materia in cui, per eccellenza, i soci hanno la possibilità di incoraggiare una gestione imprenditoriale orientata alla crescita sostenibile nel lungo periodo.

Come noto, il voto "consultivo" (*i.e.* non vincolante) degli azionisti sulla politica remunerativa adottata dalla società (c.d. *say-on-pay*) è volto ad allineare le proposte manageriali in argomento con l'interesse sociale ⁽⁸⁴⁾. In altre parole il *say-on-pay* rappresenta un valido strumento di monitoraggio in capo agli azionisti per far sì che i compensi degli amministratori siano in linea con un'ottica di sostenibilità per l'impresa ⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸⁴⁾ Sul tema degli *agency problem* e degli *agency costs* si veda, in luogo di molti, L.A.BEBCHUK e J.M.FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003, 71 e ss., consultabile al seguente link http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf.

⁽⁸⁵⁾ Si precisa infatti che un'analisi della prassi societaria europea (e statunitense) in tema di politica di remunerazione, dimostra come gli eccessivi compensi (nonché la previsione di trattamenti eccessivamente favorevoli in caso di cessazione o interruzione del rapporto di amministrazione e le forme di incentivazione variabile ad es. azioni, *stock options*, etc.) attribuiti agli amministratori comportano rilevanti pericoli per le società, in quanto rappresenterebbero tecniche retributive che, in assenza di efficaci controlli interni (alla società) o di mercato, potrebbero indurre i beneficiari ad assumere rischi eccessivi, consentendo invece agli amministratori di conseguire una elevata redditività delle azioni nel breve periodo, a discapito di una stabilità economico-finanziaria dell'impresa in un'ottica di lungo periodo. Sul punto, L.A.BEBCHUK e J.M.FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation. The unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge MA-London, *Harvard University Press*, 2004; D.U.SANTOSUOSSO, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Giappichelli, Torino, 2010; M.CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di*

In tale contesto si colloca la proposta di modifica della direttiva *shareholders' rights*, con cui il legislatore europeo – in vista del perseguimento del più volte ricordato obiettivo della creazione di valore per le imprese in un'ottica di lungo periodo – propone di introdurre un assetto normativo comune in tutti gli Stati membri (⁸⁶) che affermi i seguenti principi in materia di remunerazione: (i) l'attribuzione ai soci del potere di esprimersi al riguardo, con deliberazione anche non vincolante e a cadenze predefinite (triennale o quinquennale, come proposto dal Consiglio), e (ii) la circostanza che tale deliberazione assembleare abbia ad oggetto il voto su una relazione predisposta dall'organo

società quotate: l'esperienza italiana, in *Riv. soc.*, 2011, 702 e ss.; D.U.SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 341 e ss.; A.L.BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005; G.FERRARINI e M.C.UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 62, 2, 431 e ss. consultabile al seguente link <http://ssrn.com/abstract=1707344>; G.FERRARINI, N.MOLONEY e M.C.UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, 10, 1; G.FERRARINI, N.MOLONEY e M.C.UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in *ECGI-Law*, WP N. 126/2009, consultabile al seguente link http://ssrn.com/abstract_id=1418403.

(⁸⁶) Difatti, come evidenziato dalla Commissione, infatti, le forti differenze tra le normative degli stati membri in materia di remunerazione producono l'effetto di rendere più difficile il monitoraggio da parte degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali che detengono – sempre più spesso anche in Europa – partecipazioni in società quotate nei diversi stati membri, si veda in proposito, il documento predisposto dalla Commissione, *Explanatory Memorandum*, 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final, 2014/0121(COD), 6 e ss. Inoltre, come osservato in dottrina, «[i]l tentativo d'introdurre un livello minimo di uniformità in relazione al say on pay ed alla trasparenza del processo di determinazione della politica remunerativa degli amministratori è, comunque, da ritenere auspicabile a fronte di un panorama europeo ancora piuttosto eterogeneo: secondo i dati resi noti dalla Commissione europea, solo tredici Stati membri attribuiscono un say on pay agli azionisti (peraltro talvolta relativo solo alla politica remunerativa, talaltra al report annuale o ad entrambi); e soltanto quindici Paesi dell'Ue prevedono meccanismi di disclosure sui compensi degli amministratori, nell'ambito dei quali appena undici Stati richiedono che siano pubblicizzati i dati disaggregati, cioè relativi alle retribuzioni dei singoli gestori», così C.GARILLI, *Il coinvolgimento dei soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Rivista ODC*, 2016, 6.

amministrativo dell'emittente, la quale indichi – su base individuale – i compensi corrisposti a ciascun amministratore e la coerenza degli stessi con la politica di remunerazione. Tali materiali dovrebbero poi essere pubblicati al fine di garantire la trasparenza delle informazioni nei confronti del mercato ⁽⁸⁷⁾.

La scelta del legislatore europeo mirerebbe, pertanto, a porre fine al conflitto di interessi che caratterizza la materia della remunerazione degli amministratori esecutivi. Materia che, dando luogo a un *atto* di gestione, è di competenza del consiglio di amministrazione medesimo, con evidenti rischi che la remunerazione deliberata non sia in linea con le prospettive di crescita sostenibile nel lungo periodo dell'impresa ⁽⁸⁸⁾.

⁽⁸⁷⁾ Secondo alcuni la soluzione proposta dal legislatore europeo non sarebbe del tutto convincente; *«[p]er quel che concerne, infatti, il dichiarato intento di riduzione degli agency problems, l'accrescimento delle prerogative riconosciute ai soci in materia retributiva sembra muoversi nella giusta direzione, pur correndo il rischio di raggiungere risultati poco incisivi nell'ipotesi in cui, come appare probabile, venisse confermata nel testo definitivo della direttiva la natura non vincolante della preventiva approvazione assembleare della politica remunerativa della società. Avendo, invece, riguardo al tema di una sostenibile ed equa parametrizzazione del complessivo trattamento retributivo degli amministratori, anche nell'ottica di una più ampia tutela degli stakeholders, le previsioni della proposta di direttiva si mostrano largamente insufficienti, dettando dei criteri che sembrano suonare alla stregua di mere enunciazioni di principio, la cui corretta applicazione da parte degli amministratori appare essenzialmente rimessa al giudizio della maggioranza degli azionisti»*, in questi termini C.GARILLI, *op. cit.*, 5.

⁽⁸⁸⁾ L.A.BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Discussion Paper n. 500, 12/2004, in *Harvard Law Review*, 2005, 833 e ss., consultabile al seguente link http://papers.ssrn.com/abstract_id=387940. In particolare, si ritiene che la determinazione dei compensi sia comunque da annoverare nelle «*business decisions*», ma giunge a soluzioni non dissimili da quelle presentate nel testo, perché menziona tale materia fra quelle in cui è sempre auspicabile un coinvolgimento dei soci). C.GARILLI, *op. cit.*, 5, si consideri, poi, il tema della valenza che la deliberazione vincolante assume nell'ordinamento domestico, e cioè se essa sia approvativa o autorizzativa. Difatti, mentre nel caso in cui la deliberazione assuma natura di approvazione, l'assemblea assumerebbe lo stesso ruolo che assume nell'ambito dell'approvazione del bilancio annuale, riducendo pertanto il ruolo del Consiglio di Amministrazione a mero esecutore della deliberazione assembleare; nella diversa ipotesi in cui deliberazione assuma natura di autorizzazione, «*la volontà assembleare finirebbe per rimuovere un limite, legale o statutario, all'esercizio di un potere pur sempre spettante all'organo amministrativo*». Nello stesso senso, M.MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi*

Ciò premesso, si deve tener presente che l'ordinamento italiano è particolarmente evoluto sul punto, dato che già ha dettato disposizioni di legge in materia sostanzialmente conformi ai precetti che il legislatore europeo vorrebbe introdurre.

Invero, l'ordinamento domestico prevede l'obbligo per gli emittenti quotati di predisporre e pubblicare annualmente una relazione sulla remunerazione dei propri vertici aziendali, alla cui redazione e approvazione concorrono, con compiti diversi, il comitato remunerazioni interno al consiglio di amministrazione (istituito dalle società quotate in osservanza alle raccomandazioni del codice di autodisciplina), nonché l'organo amministrativo medesimo e poi l'assemblea dei soci ⁽⁸⁹⁾.

d'impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M.Campobasso, V.Cariello, F.Guerrera e A.Sciarrone Alibrandi, Utet, Torino, 2014, 819 e ss.

⁽⁸⁹⁾ In particolare, ai sensi del Codice di Autodisciplina (principio 6), il Consiglio di Amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per la remunerazione. La remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche (i) è stabilita in misura sufficiente ad attrarre, trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste per gestire con successo l'emittente, e (ii) è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo. In particolare, ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 3 cod. civ. dispone che sia l'assemblea ordinaria a determinare il compenso degli amministratori a meno che non sia stabilito a livello statutario. L'art. 2389, commi 1 e 3 cod. civ. prevede la competenza assembleare nello stabilire i compensi spettanti al comitato esecutivo a meno che non siano fissati dal consiglio di amministrazione al momento della nomina e, sempre se lo statuto lo prevede, anche determinare un compenso complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori anche quelli investiti di particolari cariche. In virtù del comma 3, del medesimo art. 2389 cod. civ. spetta al consiglio di amministrazione stabilire la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche, previo parere del collegio sindacale. In materia di società quotate accanto alle norme citate si aggiunge una ulteriore competenza dell'assemblea ad approvare i piani di compensi basati su strumenti finanziari da assegnare ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dipendenti o collaboratori, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 114-*bis* del TUF. Al fine di informare l'assemblea dei soci, in maniera adeguata, la Consob ha predisposto degli schemi cui la società dovrà conformarsi, si tratta dell'Allegato 3A, Schema 7 del Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999. Va da sé che la *ratio* sottostante la scelta di politica legislativa di rimettere la materia della remunerazione degli amministratori alla competenza dell'assemblea dei soci, risulta quella di volere evitare una situazione di conflitto degli amministratori con l'interesse della società. Anche la previsione di cui all'art. 2389, comma 3, cod. civ., che consente agli amministratori di determinare un ammontare complessivo per tutti gli amministratori, compresi quelli investiti di particolari

In particolare, per le società quotate l'art. 123-ter, comma 6 del TUF, già ad oggi prevede il voto consultivo dell'assemblea ordinaria ⁽⁹⁰⁾ sulla sezione della Relazione sulla remunerazione che illustra la politica adottata dal consiglio di amministrazione in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche (con riferimento almeno all'esercizio successivo, ivi incluse le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica).

Si tratta di una sezione della Relazione sulla remunerazione che sviluppa in chiave prospettica la remunerazione dei soggetti chiave, illustrando la politica che sarà attuata nell'esercizio successivo rispetto alla sua presentazione e "consulenza" da parte dei soci (il cui voto, come precisato dall'art. 123-ter del TUF non è vincolante).

Con riferimento invece alla seconda sezione della Relazione sulla remunerazione è il consiglio di amministrazione ad essere competente a fini della sua predisposizione. In tale sezione sono analiticamente illustrati tutti i compensi corrisposti nel corso dell'esercizio, e viene fornita una rappresentazione di ciascuna delle componenti della remunerazione analizzandone altresì la coerenza con la politica di remunerazione approvata nel precedente esercizio.

A seguito dell'introduzione del *say-on-pay* in conseguenza del d.lgs. n. 259 del 30 dicembre 2010, emerge in Italia un notevole incremento della partecipazione alle assemblee di società quotate da parte degli azionisti (di minoranza) ⁽⁹¹⁾. La partecipazione alle

cariche solo ove lo statuto lo preveda, e dunque solo ove i soci abbiano rinunciato a tale competenza.

⁽⁹⁰⁾ Da una analisi comparata della legislazione applicabile alla remunerazione in Europa, si evince che tra gli stati membri che prevedono il *say on pay* vincolante, sono nove: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Lettonia, Olanda, Portogallo, Slovacchia, Svezia [e Regno Unito], mentre Italia, Repubblica Ceca e Spagna attribuiscono al *say on pay* carattere consultivo.

⁽⁹¹⁾ In proposito, si tenga in considerazione che da un'analisi concreta, emerge un forte aumento della partecipazione degli investitori istituzionali esteri, «*nelle assemblee annuali delle principali società appartenenti all'indice FTSE Mib, favorita dalle modifiche, per lo più di ordine procedurale, introdotte per recepire la Direttiva n. 36/2007/CE*». In particolare, nel corso del 2014, «il

assemblee dei soci di minoranza (e, in particolare, degli investitori istituzionali) ha contribuito a superare un problema cronico del capitalismo domestico: quello dell'apatia razionale dell'azionariato.

Alla luce delle considerazioni che precedono, si comprende il crescente interesse che l'azionariato, *in primis*, e dunque i *proxy advisors*, a seguire, stanno manifestando sul tema della remunerazione degli *executives* ⁽⁹²⁾. Al riguardo, gli investitori istituzionali, al fine di evitare costi eccessivi connessi allo studio e

*quorum di pertinenza delle minoranze azionarie ha raggiunto, in media, il 25,5% del capitale sociale contro l'8% del 2005. Di conseguenza, l'incidenza sul capitale presente nelle assemblee e, in ultima istanza, il potere di voice di tale categoria di azionisti, si è moltiplicato nell'arco temporale considerato passando dal 14,8% del 2005 al 39% del 2014. [...] I primi tre anni di applicazione del voto sulle politiche di remunerazione in Italia hanno messo in luce la rilevanza della posizione espressa dalle minoranze nelle assemblee delle società quotate, con particolare riferimento, appunto, agli investitori esteri, più importanti rispetto a tutte le altre categorie di azionisti sia sotto un profilo di esposizione finanziaria che di attivismo. In generale, il livello di consenso alle politiche di remunerazione, considerando anche il voto espresso dagli azionisti di maggioranza, è pari circa al 91% del capitale rappresentato nelle assemblee ed in linea con i principali mercati di riferimento. Un'analisi più approfondita, però, che tiene in considerazione l'orientamento di voto dei soli azionisti di minoranza, rivela come, nel 2014, il 73% di questi abbia approvato le relazioni sulle politiche di remunerazione, mentre il resto ha espresso un voto contrario: segno di un persistente disallineamento tra le aspettative degli investitori istituzionali e le pratiche in tema di retribuzione effettivamente poste in essere dalle società italiane. Ancora più importante il dissenso manifestato nel precedente anno, dove il 65% delle minoranze ha supportato l'approvazione della delibera (mentre nel 2012 la percentuale era stata ancora più bassa: del 56%). Inoltre, se avessero votato solo gli azionisti di minoranza, la politica di remunerazione non sarebbe stata approvata in almeno 11 società del FTSE Mib che hanno totalizzato un livello di voti contrari che in alcune assemblee è arrivato, nel 2013, sino al 96% dei votanti (come nel caso della Società Salvatore Ferragamo) (68) e, nel 2014, ha superato l'89% dei votanti (come nel caso della società GTHEC)», così S.BRUNO e F.BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 e ss.*

⁽⁹²⁾ Come osserva F.BIANCONI, *Proxy Season 2014. Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, 2 luglio 2014, consultabile al seguente link <http://www.georgeson.it>, i *proxy advisors* hanno analizzato gli elementi della componente variabile della remunerazione degli amministratori, rilevando una scarsa informativa nelle relazioni a disposizione del mercato predisposte dagli emittenti rispetto agli obiettivi di *performance* dell'emittente stesso. È stata inoltre sottolineata la mancanza di una chiara indicazione dei *benchmark* comparati con le altre società quotate di pari livello (c.d. *peers*) per stabile il valore generale dei compensi degli amministratori investiti di particolari cariche.

alla valutazione della proposta di voto in una materia piuttosto tecnica e articolata, si avvalgono della consulenza di voto dei *proxy advisors*. Inoltre, gli investitori istituzionali si affidano ai *proxy advisors* anche per ulteriori ragioni pratiche: ad esempio, poiché gli investitori istituzionali detengono un portafoglio di partecipazioni tendenzialmente diversificato, essi preferiscono avvalersi dei *proxy advisor* in modo da evitare il rischio di esercitare il proprio voto in maniera inconsapevole.

Anche in virtù dei rapporti instaurati fra *proxy advisors* e investitori istituzionali, oltre che in base alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, il comitato per la remunerazione degli emittenti quotati è sempre più coinvolto nelle decisioni degli amministratori *in subiecta materia* sino ad essere divenuto il punto di raccordo sostanziale tra esigenze del *management* e aspettative dell'azionariato (e in particolare degli investitori istituzionali) ⁽⁹³⁾.

⁽⁹³⁾ Secondo S.BRUNO e F.BIANCONI, *op. cit.*, 1269 e ss. «*il problema, tuttavia, è che tale dialogo risulta molto più difficile nelle società di minori dimensione in termini di capitalizzazione, le quali ammontano all'80% circa delle società quotate in Italia: in queste, la mancanza di risorse adeguate o di una proiezione internazionale oppure l'assenza di amministratori indipendenti o di investitori istituzionali (in particolari esteri) nel capitale sociale rendono di fatto più difficile il dispiegarsi del meccanismo virtuoso di cui si è parlato. In questi emittenti non si è assistito ad alcun miglioramento delle pratiche di remunerazione*». Fermo restando quanto precede, occorre tuttavia considerare come qualora la proposta di modifica delle direttive *shareholders' rights* fosse implementata e venisse previsto il voto vincolante in materia di remunerazione da parte dell'assemblea dei soci, si potrebbe sostenere che il voto vincolante avrebbe portata diversa a seconda che si tratti di compensi attribuiti agli amministratori esecutivi ovvero a quelli non esecutivi. Per un inquadramento sistematico sulla questione, si v. C.ANGELICI, *La società per azioni. I principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da A.Cicu, F.Messineo e L.Mengoni e continuato da P.Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2012, 362 e ss. Invero, ai sensi dell'art. 2389, comma 3, cod. civ., la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Pertanto, a meno che il legislatore domestico non provveda ad una modifica della portata della norma in esame, l'eventuale voto vincolante dell'assemblea assumerebbe natura di autorizzazione rimuovendo un limite ad un potere tipicamente attribuito al consiglio di amministrazione. Di converso, la determinazione della remunerazione spettante agli altri amministratori non esecutivi è di competenza dell'assemblea dei soci ai sensi dell'art. 2389, comma 1, cod. civ., pertanto l'eventuale implementazione della direttiva comporterebbe una conferma e l'attribuzione ai soci di pieni poteri anche modificativi in materia di remunerazione degli amministratori non esecutivi. Tuttavia, si noti come, nel

In sostanza, la materia della remunerazione degli *executives* è l'esempio migliore di come un rinvigorismento dell'attivismo dei soci, a garanzia di un migliore funzionamento della gestione aziendale operata dagli amministratori, sia strettamente correlato a un ruolo di maggior rilievo in capo ai *proxy advisor*; questi ultimi, infatti, vedono il proprio ruolo progressivamente ampliato di pari passo con il rafforzamento dei diritti amministrativi degli azionisti, al cui servizio essi operano con l'obiettivo di indirizzare il loro potere di influenza assembleare verso una gestione virtuosa dell'impresa quotata.

6. *I requisiti di professionalità e indipendenza dei proxy advisors e il problema del conflitto di interessi.*

Spina dorsale della proposta di modifica della direttiva *shareholders' rights* sui *proxy advisors* è la disciplina del loro fisiologico conflitto di interessi.

Il legislatore europeo è attento a garantire la qualità e l'integrità del processo di formulazione delle raccomandazioni di voto, la fondatezza dell'attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adoperate dai *proxy advisors*. Ebbene, avendo posto al centro della proposta di regolamentazione il profilo della trasparenza dell'attività tipica del *proxy advisor*, il problema dell'indipendenza di tali operatori assume necessariamente rilievo preminente ⁽⁹⁴⁾.

caso in cui venisse implementata la proposta di modifica e si prevedesse il voto vincolante dell'assemblea in materia di remunerazione, tale meccanismo di approvazione delle politiche remunerative, non sarebbe comunque in grado di porre fine al conflitto di interessi degli amministratori, ciò in virtù del fatto che, considerate le caratteristiche del sistema finanziario italiano ad azionariato fortemente concentrato, il voto di maggioranza sarebbe espresso dal socio di controllo che ha designato gli amministratori della cui remunerazione si tratta. Secondo alcuni autori, una soluzione a tale problema potrebbe essere quello di prevedere un voto assembleare sulla politica di remunerazione attraverso il meccanismo del *whitewash*, in tal modo il voto verrebbe espresso dalle sole minoranze azionarie.

⁽⁹⁴⁾ D'altra parte è opinione pacifica che «trasparenza e indipendenza sono i valori fondamentali, insostituibili in ogni relazione basata sulla fiducia, nella gestione della cosa privata come della pubblica», A.NUZZO, *Parmalat, Alitalia e*

In questa prospettiva, lo scopo di politica legislativa è quello di consentire uno svolgimento dell'attività di consulenza di voto ispirato a discrezionalità tecnica e autonomia di giudizio, sia nel predisporre le metodologie di esercizio della propria attività di valutazione, sia nell'espressione dei relativi giudizi nei confronti dei singoli clienti; il tutto a condizione che le metodologie utilizzate vengano rese pubbliche.

Accanto all'attività caratteristica di emissione di una raccomandazione di voto, si aggiunge, costituendone complemento imprescindibile, un'attività di monitoraggio (i) della consulenza fornita ai propri clienti-emittenti in materia di *corporate governance*, nonché (ii) della compatibilità delle raccomandazioni e delle consulenze prestata con le disposizioni normative applicabili, unitamente a una revisione delle raccomandazioni fornite e delle metodologie utilizzate, costante e a cadenze predeterminate (in genere una volta l'anno, in occasione dell'avvio della stagione assembleare, nonché quando intervengano modifiche significative del contesto normativo in cui tali raccomandazioni si collocano, che potrebbero incidere sui "giudizi" forniti).

Inoltre rileva la circostanza che – allo stato attuale della regolamentazione nazionale ed europea – non è previsto che i *proxy advisors* abbiano un *oggetto sociale esclusivo* e, pertanto, a tali operatori è consentito anche lo svolgimento di attività ulteriori rispetto a quella di formulare raccomandazioni di voto, purché non si tratti di attività riservate a soggetti appositamente autorizzati (e quindi a loro volta assoggettati ad obblighi di oggetto esclusivo).

Si rammenta in proposito che nella proposta di modifica della direttiva *Shareholders' Rights*, il *proxy advisor* viene identificato come «*persona giuridica che fornisce, a titolo professionale, raccomandazioni agli azionisti riguardanti l'esercizio dei loro diritti di voto*».

Come verrà dettagliatamente illustrato nel prosieguo, la prestazione di attività ausiliaria, e quindi diversa da quella caratteristica, da parte di un *proxy advisor* in favore di emittenti

simili: occupazione, risparmio e via italiana nella gestione delle crisi d'impresa, in AGE, 2009, 112.

soggetti alla valutazione dello stesso consulente di voto pone questioni di potenziale conflitto di interessi e, di conseguenza, dovrebbe essere disciplinata da particolari forme di prevenzione e monitoraggio.

Affinché l'attività di raccomandazione del voto possa considerarsi svolta in maniera corretta, trasparente, professionale e imparziale – e quindi le valutazioni dei *proxy advisors* possano essere ritenute attendibili in quanto “genuine” – i *proxy advisors* dovrebbero condurre la propria attività caratteristica nel rispetto di una serie di requisiti.

A tal proposito, si dovrebbe ritenere che – già oggi – tra i requisiti organizzativi ed operativi richiesti ai *proxy advisors* per un adeguato svolgimento della loro attività debbano annoverarsi i seguenti: (a) l'obiettività di giudizio e (b) l'indipendenza (nel senso di prevenzione dai conflitti di interesse).

Ebbene, esaminando nel dettaglio i principi organizzativi sopra indicati, l'obiettività di giudizio rappresenta il requisito più complesso da un punto di vista tecnico-operativo, ma anche il più facilmente individuabile da parte di chi è chiamato a riscontrare l'esistenza. Tutte le *raccomandazioni di voto*, in virtù della loro intrinseca natura di “giudizio”, presentano necessariamente una componente variabile di discrezionalità. Ciò premesso, sul presupposto che le raccomandazioni di voto abbiano un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori, è essenziale che i *proxy advisors* operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo affinché i consigli di voto da loro stessi espressi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata.

Al fine di scongiurare l'insorgere di una condizione di potenziale conflitto di interessi, è necessario che i *proxy advisors* stabiliscano politiche e procedure interne appropriate al fine di prevenire, individuare, eliminare o gestire – e comunque render trasparente – qualsiasi conflitto di interessi e quindi garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e l'accuratezza del processo di valutazione delle proposte su cui esprimono le proprie raccomandazioni.

Si anticipa sin d'ora che taluni presidi organizzativi che i

proxy advisors dovrebbero rispettare per beneficiare di autonomia di giudizio, quindi per prevenire eventuali conflitti di interesse, potrebbero essere, a titolo esemplificativo, i seguenti: (a) misure atte ad assicurare l'indipendenza rispetto alla proprietà e a evitare che pressioni o condizionamenti esterni, di natura politica o economica, possano compromettere l'oggettività delle valutazioni; (b) struttura organizzativa che tenga distinte le attività di *consulenza in materia di voto* dalle altre attività svolte (cc.dd. *chinese walls*) che possono influire sull'oggettività delle valutazioni; (c) regole interne a presidio dei conflitti di interesse in cui versano le persone coinvolte nell'attività di *consulenza in materia di voto*; (d) redditività dell'attività di *consulenza in materia di voto* e disponibilità di adeguate risorse finanziarie; (e) incomunicabilità fra i compensi pagati dai soggetti valutati e la remunerazione spettante alle persone addette alla *consulenza in materia di voto*; (f) misure atte a garantire autonomia di giudizio rispetto a clienti rilevanti, dai quali proviene una quota significativa dei ricavi; (g) requisiti di professionalità ed esperienza in capo al personale addetto alle valutazioni; (h) numero adeguato di personale addetto all'attività di *consulenza in materia di voto* rispetto al volume dell'attività svolta; (i) accurate e complete regole interne di governo societario; (l) adeguate forme di pubblicità sui conflitti di interesse; (m) presenza di una funzione di controllo interno (o di altra funzione) gerarchicamente indipendente dai soggetti responsabili della *consulenza in materia di voto* ed incaricata di verificare l'effettiva applicazione delle condizioni di indipendenza⁽⁹⁵⁾.

In sostanza, i *proxy advisors* dovrebbero garantire la qualità del processo di formulazione delle raccomandazioni di voto, la fondatezza dell'attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adottate. Al fine di garantire quanto precede, è necessario che i *proxy advisors* siano in possesso di requisiti di indipendenza e che, nel caso di mancata indipendenza, quantomeno sia data *disclosure*

⁽⁹⁵⁾ La sintesi sopra indicata è tratta dal paragrafo 2, titolo II, capitolo 1, sezione VIII, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, e successivi aggiornamenti, con la quale sono stati recepiti le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE.

dei conflitti di interesse in capo agli stessi ⁽⁹⁶⁾.

A tal riguardo è opportuno premettere che le ipotesi in cui il *proxy advisor* potrebbe versare in una situazione di conflitto di interessi sono molteplici.

Vi è conflitto di interessi, ad esempio, nel caso in cui il socio di riferimento del *proxy advisor* abbia dei legami con l'emittente oggetto di "giudizio" ⁽⁹⁷⁾. Potrebbe poi profilarsi un conflitto di interessi nel caso in cui il *manager* del *proxy advisor* detenga una partecipazione o comunque abbia un interesse economicamente rilevante nell'emittente valutato.

Un'ulteriore ipotesi di conflitto di interessi attiene alla natura del *business* svolto dal *proxy advisor*. Quest'ultimo potrebbe raccomandare un voto favorevole qualora ad essere "giudicato" sia (il voto relativo a proposte formulate da chi sia) già suo cliente con riferimento ad altri servizi consulenziali prestati ⁽⁹⁸⁾. Difatti, potrebbe configurarsi l'ipotesi in cui il *proxy advisor* operi non solo a favore degli investitori per fornire raccomandazioni di voto, ma sia anche consulente dell'emittente sul quale fornisce all'investitore la propria raccomandazione di voto ⁽⁹⁹⁾.

Il problema del conflitto di interesse può essere evitato nel caso in cui il *proxy advisor* abbia adottato un *business model* che consente di operare in maniera indipendente, ad esempio attraverso differenti strutture, mai in contatto tra loro, che si occupino pertanto in maniera del tutto autonoma di fornire il servizio richiesto dai clienti.

⁽⁹⁶⁾ A.NUZZO, *op. cit.*, 112.

⁽⁹⁷⁾ Sul punto, si v. J.K.GLASSMAN e H.PEIRCE, *How Proxy Advisory Services Became So Powerful*, in *Mercatus on Policy*, giugno 2014, consultabile al seguente link <http://mercatus.org/sites/default/files/Peirce-Proxy-Advisory-Services-MOP.pdf>, 2. Si noti poi come ad esempio ISS nel 2014 è stata acquisita da Vestar Capital Partners, fondo di private equity statunitense, ovvero Glass Lewis che è interamente controllata da Ontario Teachers' Pension Plan Board e da Alberta Investment Management Corp., che sono a loro volta clienti della Glass Lewis.

⁽⁹⁸⁾ Esma, *An overview*, n. 67, 21.

⁽⁹⁹⁾ Ad avviso di M.ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impr. soc.*, 2009, 1, 5 e ss., a partire dal marzo 2007 il sistema finanziario internazionale è precipitato «nella crisi più grave della storia» e sul banco degli imputati ci sarebbero i conflitti di interesse degli operatori.

Si noti peraltro che, come osservato dalla letteratura statunitense, poiché il conflitto di interessi è idoneo a minare la reputazione dei *proxy advisors*, questi ultimi sono tipicamente attenti al rischio reputazionale derivante dai conflitti di interesse.

In ogni caso, l'effetto paradossale del potenziale “doppio ruolo” dei *proxy advisors* è che essi – al pari di altri *gatekeepers* (come ad esempio le società di revisione e le agenzie di rating) – sono «*watchdog paid by the persons they have to watch*»⁽¹⁰⁰⁾.

Ciò posto in linea di principio, per evitare potenziali conflitti di interesse, i *proxy advisors* dovrebbero concentrare la propria attività professionale nella formulazione di raccomandazioni di voto e nell'aggiornamento, anno per anno e compatibilmente con la normativa vigente, delle metodologie utilizzate.

Non è certamente opportuno che i *proxy advisors* prestino con continuità servizi di consulenza all'emittente oggetto della raccomandazione di voto fornita ai soci, o a terzi ad esso collegati, soprattutto ove la consulenza abbia ad oggetto la struttura organizzativa e di *governance* dell'emittente ovvero, *a fortiori*, ove si riferisca ad operazioni straordinarie *in itinere*.

Dovrebbe essere tuttavia consentita ai *proxy advisors* la prestazione di servizi ausiliari qualora ciò non crei potenziali conflitti di interesse con la formulazione di raccomandazioni di voto, e cioè non sia compromessa l'indipendenza e l'integrità nell'esercizio dell'attività caratteristica.

I comportamenti descritti sono idonei a produrre un duplice ordine di conseguenze.

Una prima conseguenza, piuttosto intuitiva e sicuramente negativa, è l'accentuarsi del conflitto di interessi intrinseco che connota l'*agere* del *proxy advisor* considerato che, ove tale operatore fornisse indicazioni di voto contrarie a quelle che l'emittente si auspica non soddisfacendo le aspettative dell'emittente-cliente, il *proxy advisor* rischierebbe di non vedersi

⁽¹⁰⁰⁾ L'espressione è utilizzata da J.C. COFFEE JR., *Turmoil in the U.S. markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato “*banking, housing and urban affair*” costituito presso il Senato statunitense), 2, in materia di agenzie di *rating*, ma ad avviso di chi scrive resta invariato anche con riferimento ai *proxy advisors*.

incaricato della consulenza in materia di corporate *governance* dall'emittente medesimo con conseguente perdita delle remunerazioni legate a tale tipologia di attività. Inoltre, allo stato attuale della regolamentazione, gli investitori potenzialmente potrebbero non venire neppure a conoscenza della dinamica di eventi ora illustrata in quanto non vi sono norme che di fatto impongano al *proxy advisors* di rendere pubblico il rifiuto, da parte dei propri clienti, di una valutazione sulla *governance* a causa di un comportamento del *proxy advisors* al di sotto delle aspettative dell'emittente.

Tuttavia, in tale contesto, risulta possibile che si verifichi una ulteriore conseguenza, e cioè un potenziale miglioramento della struttura, sostanziale e procedimentale, di *corporate governance* dell'emittente, derivante dall'aver messo in atto, da parte dell'emittente, i suggerimenti provenienti dai *proxy advisors*, al fine (meritevole ove accompagnato da un miglioramento reale della struttura societaria dell'emittente stesso) di vedersi promosse le delibere da parte dell'assemblea e quindi eventualmente anche dell'investitore che abbia richiesto al *proxy advisor* la formulazione della raccomandazione di voto.

Un esempio dei benefici che tale pratica è idonea a produrre può chiarire le idee. Accade spesso che le società quotate abbiano un dialogo riservato e preventivo con i *proxy advisors* in una fase in cui proposte di deliberazione assembleare non sono ancor state formalmente approvate dall'organo amministrativo; è di interesse dell'emittente che il *proxy advisor* esprima un giudizio positivo sulla proposta deliberativa, in esso convoglia il consenso dei soci sull'operazione proposta. Pertanto, un dialogo preventivo e riservato fra emittente e *proxy advisor* consente al primo di migliorare la qualità dell'operazione proposta, incorporando i suggerimenti del consulente di voto circa la migliore formulazione della delibera allo studio, e permette ai secondi di esprimere una raccomandazione di voto positiva su una proposta che già riflette le esigenze che emergono in sede valutativa.

Quanto precede deve poi essere analizzato anche in una prospettiva *de jure condendo*. Difatti, allo stato attuale, il legislatore europeo propone di *gestire* il conflitto di interessi in cui

potrebbero versare i *proxy advisors*, attraverso la trasparenza delle informazioni fornite ai clienti, al pari di quanto accaduto ad esempio con riferimento ai rapporti tra intermediari finanziari e clienti nella normativa nota come MiFID. Si noti infatti come, nella MiFID 1 il legislatore prendeva in considerazione il problema del conflitto di interessi e cercava di risolverlo richiedendo agli intermediari finanziari una gestione di tale conflitto. Tuttavia, a seguito della crisi dei mercati finanziari, il legislatore e il mercato hanno sentito l'esigenza di prevedere «*forme di salvaguardia della posizione contrattuale dei risparmiatori più efficaci di quelle previste dalla legislazione antecedente*» ⁽¹⁰¹⁾, ciò ha portato al recente intervento di cui alla “MiFID II” con cui il legislatore europeo ha cercato di colmare le lacune e le anomalie emergenti dalla previgente normativa, compresi i principi in materia di conflitto di interessi tra intermediari finanziari e clienti ⁽¹⁰²⁾.

Come precisato nella direttiva 2014/65/UE «*[l]a crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari*» (considerando n. 4). Ciò è dovuto «*[a]lle carenze a livello di governance societaria di numerosi enti finanziari, compresa l'assenza di validi sistemi di controllo e di equilibri al loro interno*» (considerando n. 5). Proprio in questa prospettiva, il legislatore europeo avendo preso atto della inefficienza e talvolta dell'impossibilità di un sistema di una gestione del conflitto di interessi, ha previsto un sistema

⁽¹⁰¹⁾ F.CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013, 23.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. F.CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni*, *op. cit.*, 87 e ss.; A.PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *BBTC*, 2015, I, 40 e ss. Per una analisi delle innovazioni maggiormente significative apportate dalla MiFID II si v., G.VEGAS, *Una governance bancaria di qualità passa anche per una buona product governance. Product governance, a key factor in banking and financial markets*, in *Bancaria*, 2014, 11 e ss.; G.BONANTE e M.GALLICCHIO, *MiFID 2 e MiFIR, recenti sviluppi*, consultabile al seguente link www.diritto bancario.it, 2014, 1 e ss.; C.SGOBBO, *Mifid2 e Mifir: fra legislazione dell'emergenza e prospettive di continuità*, in *Consumerism 2014. Settimo rapporto annuale*, consultabile al seguente link www.consumersforum.it, 321 e ss.; C.PISTOCCHI, *Mifid2 e Mifir: quo vadis?*, in *Consumerism 2014. Settimo rapporto annuale*, consultabile al seguente link www.consumersforum.it, 334 e ss.; S.MEUCCI, *La protezione dell'investitore nel quadro dei più recenti interventi comunitari: la proposta di direttiva MiFID 2 ed il regolamento Emir*, in *Persona e Mercato*, 2013, 322 e ss.

incentrato sulla *prevenzione* del conflitto stesso. In particolare, «*le imprese di investimento mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse, quali definiti all'articolo 23, incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti*» (art. 16, comma 3, della direttiva 2014/65/UE) ⁽¹⁰³⁾.

Il dato normativo appena richiamato mostra come la linea evolutiva della disciplina in materia di conflitto di interessi degli operatori del mercato finanziario sia evidentemente nel segno di un irrigidimento delle prescrizioni ad essi applicabili, verso una radicale “prevenzione” delle situazioni che potrebbero dar luogo a un conflitto fra interessi dei clienti e quindi dei portatori di risparmio diffuso) e interessi dell’operatore stesso.

7. *L’incidenza della consulenza di voto sull’operato delle società di gestione del risparmio.*

L’attività dei *proxy advisors*, come detto, si è sviluppata in particolar modo nella predisposizione di strutture deputate a orientare e favorire l’esercizio del diritto di voto da parte di gestori professionali del risparmio diffuso raccolto a monte (*i.e. investment funds e mutual funds*). L’obiettivo è quello di affidare a consulenti professionali, specializzati nel settore finanziario e dunque altamente qualificati, l’attività istruttoria e valutativa delle proposte di delibere assembleari nelle molteplici società quotate in cui detti gestori investono ⁽¹⁰⁴⁾.

⁽¹⁰³⁾ Così A.SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di V.Troiano e R.Motroni, Cedam, Padova, 2016, 575 e ss. «*Corollario di quanto sopra è che la mera gestione (senza eliminazione) del c.d.i., pur costituendo una misura organizzativa doverosa per l’intermediario (qualora non operino strumenti di prevenzione adeguati), non sembrerebbe intrinsecamente in grado di «assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato», e, quindi, non varrebbe ad esonerare l’intermediario dagli obblighi di disclosure nei confronti della clientela sopra menzionati*».

⁽¹⁰⁴⁾ Si v. A.SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di, paper* presentato in occasione del convegno annuale ADDE, *Le riserve di attività*

Ciò implica un'attenta analisi di quale sia la portata del diritto di voto negli operatori del risparmio gestito, e più in particolare – nell'ordinamento domestico – nelle società di gestione del risparmio (SGR).

Si noti in primo luogo come, per quanto concerne gli obblighi in capo alle SGR relativi all'esercizio del voto spettante ai fondi da esse gestiti nelle assemblee delle società quotate partecipate, non vi sia una disciplina dettagliata. Il legislatore italiano, infatti, ha dettato una disposizione generale in argomento volta a regolare l'esercizio del voto da parte della SGR ⁽¹⁰⁵⁾; di talché, secondo parte della dottrina, il voto della SGR (nelle assemblee delle società quotate partecipate) avrebbe contenuto meramente *organizzativo*, riconducibile allo schema delle cc.dd. obbligazioni “di mezzi” e non “di risultato” ⁽¹⁰⁶⁾.

In particolare, si tratta dell'art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), del TUF, in base al quale gli investitori istituzionali italiani *«provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge»*, operando *«secondo diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato»* (si v. art. 35-*decies*, comma 1, lett. a), del TUF).

La norma in disamina deve essere letta nel senso che, sulla base del rapporto tra società di gestione del risparmio e partecipanti al fondo, il voto che la società di gestione del risparmio è chiamata

economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy, Milano, 2-3 dicembre 2016. In particolare, l'A. ritiene che *«l'attività dei proxy advisors riduce sensibilmente i costi di gestione degli “strumenti finanziari” (dotati di diritto di voto) detenuti, su base collettiva, dagli investitori istituzionali. Invero, l'espressione di un voto conforme alle raccomandazioni fornite dal proxy advisor consente all'investitore istituzionale di limitare le attività istruttorie e di monitoraggio propedeutiche ad un esercizio informato e diligente dei diritti amministrativi spettanti agli strumenti finanziari gestiti (con conseguente beneficio in termini di tempi e di costi)»*.

⁽¹⁰⁵⁾ Analoga osservazione si legge, per il diritto statunitense, in A.R.PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why not Disclose?*, in 23 *Cardozo L. Rev.*, 2002, 1445 (*«heavy-handed regulation»* sui limiti alla concentrazione, a fronte di *«vague, virtually unenforced rules»* in materia di esercizio del voto).

⁽¹⁰⁶⁾ M.MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, 10 e ss.

ad esprimere rappresenta un vero e proprio obbligo che trova la sua fonte nell'incarico conferito dai partecipanti al fondo a seguito dell'adesione al regolamento del fondo gestito ⁽¹⁰⁷⁾. Ma v'è di più, l'esercizio del diritto di voto da parte della società di gestione del risparmio «*non avverrà sulla base di un discrezionale, insindacabile e libero apprezzamento del gestore medesimo, bensì nell'esercizio di una "funzione"*» ⁽¹⁰⁸⁾.

Quanto precede è coerente con la disposizione di cui all'art. 24, comma 1, lett. c), TUF, relativa alla gestione dei portafogli, a mente della quale «*la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita (...) alla società di gestione del risparmio (...)*» ⁽¹⁰⁹⁾. Pertanto, poiché il diritto di voto è in capo al cliente, occorre indagare sul valore di un eventuale incarico conferito al *proxy advisor* da parte della SGR in materia.

Si noti come, ai fini dell'esercizio del diritto di voto, anche alla luce delle norme europee i gestori dei fondi mettono in atto «*strategie di voto adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto*» (art. 21, par. 1 della Direttiva 2010/34/UE del 31 maggio 2010).

La proposta di modifica della direttiva *shareholders' rights* invita gli investitori istituzionali a provvedere ad un'organizzazione e documentazione delle attività di voto sviluppando una *politica di impegno* i cui risultati dovranno poi essere oggetto di pubblicazione annuale, similmente a quanto accade negli Stati Uniti ⁽¹¹⁰⁾. La proposta legislativa, tuttavia, non sancisce un obbligo per l'investitore istituzionale di sviluppare necessariamente una *politica di impegno*, lasciando tali soggetti liberi di non sviluppare siffatte politiche ovvero di svilupparle ma di non renderne noti gli esiti, sempre che ne venga fornita una spiegazione motivata sulla

⁽¹⁰⁷⁾ Così M.MAUGERI, *Proxy advisors*, *op. cit.*, 11, il quale sottolinea come il diritto di voto non costituisce un dovere di condotta primario in capo alla società di gestione del risparmio, essendo esso radicato unicamente in capo al cliente.

⁽¹⁰⁸⁾ In questi termini, A.SACCO GINEVRI, *Proxy advisors*, *op. cit.*, 8.

⁽¹⁰⁹⁾ In proposito, si v. G.LEGGIERI, *sub art. 40 del TUF*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Torino, Utet, 2012, 625, nt. 88.

⁽¹¹⁰⁾ N.CIOCCA, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016.

base dell'ormai consolidato principio europeo del *comply or explain*.

Si tratta, evidentemente, di una *best practice* che, ove adottata, potrebbe aiutare gli investitori istituzionali in un eventuale giudizio avente ad oggetto la prova dell'effettiva diligenza prestata nella gestione dei diritti sociali – e in particolare del diritto di voto – relativi agli strumenti finanziari gestiti per conto dei clienti.

Proprio alla luce di quanto precede, è piuttosto chiara l'importanza del ruolo e della disciplina dei *proxy advisors*, che in ultima analisi tiene necessariamente conto della tutela dell'interesse di coloro che apportano i propri capitali nel fondo gestito.

Fermo restando quanto precede, si consideri il dettato di cui all'art. 37 (¹¹¹) del Regolamento delegato UE n. 231 del 19 dicembre 2012 (che integra la direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi di investimento alternativi (¹¹²)), a mente del quale il gestore del fondo ha l'obbligo di (i) elaborare strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio del FIA gestito, a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori, nonché di (ii) mettere a disposizione degli investitori, su loro richiesta, una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie.

Dalla disposizione di cui all'art. 37 del Regolamento delegato UE n. 231 del 19 dicembre 2012 si rinviene dunque la

(¹¹¹) Si noti come l'art. 34 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia Consob del 29 ottobre 2007, successivamente modificato e integrato, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, rinvia all'art. 37 del Regolamento delegato 231.

(¹¹²) Come noto, la distinzione fondamentale su cui si basa l'intera disciplina (europea) in materia di fondi comuni di investimento, è quella tra fondi che ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva CE 2009/65, noti, nel contesto della normativa domestica come «OICVM» che possono poi distinguersi in OICVM «italiani» o «UE» a seconda che siano stati costituiti in Italia o in uno stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia (si v. l'art. 1, comma 1, lett. *m*) e *m-bis*, del TUF), e i fondi che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva UE 2011/61, ai quali la normativa domestica fa riferimento come «Oicr alternativi» o FIA (anche essi si distinguono, a loro volta, in «italiani» o «UE» a seconda che siano stati costituiti in Italia o in uno stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia, come disposto dall'art. 1, comma 1, lett. *m-ter*) e *m-quinquies*, del TUF).

volontà del legislatore europeo di concentrarsi sulla necessità di una strategia, intendendosi per tale una vera e propria procedura volta a stabilire le ipotesi e le modalità per la partecipazione alle assemblee delle società quotate partecipate dai fondi medesimi, oltre a prevenire e/o gestire eventuali conflitti di interessi che potrebbero sorgere in conseguenza delle scelte di voto, come potenzialmente da dette scelte sollecitati (¹¹³).

Pertanto, la SGR è tenuta ad esercitare il diritto di voto in maniera consapevole e non aderire supinamente alle proposte del consiglio di amministrazione dell'emittente (¹¹⁴). Si è dinanzi a «una prospettiva che apre spazio [...] a una considerazione differenziata della misura di diligenza professionale richiesta nell'adempimento della prestazione di voto e, in particolar modo, alla possibilità di tener conto non solo della entità della partecipazione detenuta e della natura dell'emittente, ma anche e soprattutto della strategia di investimento perseguita dal gestore, nonché della rilevanza della materia posta all'ordine del giorno ai fini della attuazione di quella strategia» (¹¹⁵).

Si noti inoltre come, i *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*

(¹¹³) Così M.MAUGERI, Proxy advisors, *op. cit.*, 11.

(¹¹⁴) Sul punto si v. M.BELCREDI, S.BOZZI, A.CIAVARELLA e V.NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay, Working papers Consob*, Aprile 2015, 7. R.LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali, Quaderno Assogestioni*, Roma, 2000, 283 e ss.; G.LEGGIERI, *op. cit.*, 626; A.ZIZZI, sub art. 40, in *Commentario al TUF*, a cura di C.Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 316 e ss. Si noti che, nell'odierno assetto normativo, non è stata riprodotta l'originaria formulazione dell'art. 32, comma 1, del Regolamento Congiunto la quale faceva precedere il riferimento alla elaborazione di una strategia di voto dall'inciso «ove richiesto dalle caratteristiche del servizio di gestione prestato»: il che induceva parte della dottrina a qualificare come eventuale l'esercizio del diritto di intervento e di voto da parte della Sgr (così M.STELLA RICHTER JR., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R.D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, 445).

(¹¹⁵) Cfr. M.MAUGERI, Proxy advisors, *op. cit.*, 12. Per una visione comparatistica sulla "flessibilità" che dovrebbe connotare l'obbligo del gestore di esercitare il diritto di voto nell'interesse della propria clientela, si v. lo *Staff Legal Bulletin* n. 20 della *Division of Investment Management* e della *Division of Corporation Finance* della SEC, 30 giugno 2014, in materia di "Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms" (spec. Q&A n. 2).

elaborati da Assogestioni che si propongono di incentivare un costante dialogo tra i gestori dei fondi e gli emittenti quotati partecipati, raccomandano in particolare al principio n. 5 che le società di gestione esercitino il diritto di voto «*nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR*». Per l'effetto, l'interesse dei partecipanti dovrà essere interpretato, come qualcuno afferma, nel senso di incremento del valore della quota che esprime la sintesi degli andamenti dei diversi titoli confluiti nel fondo ⁽¹¹⁶⁾ «*senza che rilevi in alcun modo – se non nei limiti del conflitto di interessi ex art. 2373 cod. civ. – “la sorte di una o più delle società i cui titoli pro parte compongono il fondo comune”*» ⁽¹¹⁷⁾.

Ragionando in tale prospettiva, è possibile rispondere all'interrogativo posto all'inizio del presente paragrafo, e cioè quale sia il significato giuridico del diritto di voto esercitato dalle SGR con riferimento alle partecipazioni detenute dai fondi da essi gestiti nelle società quotate italiane.

Si osservi come, posto che l'esercizio del diritto di voto da parte della SGR assume la veste di una mera regola di condotta – così come risulta anche dalla dizione della rubrica dell'art. 35-*decies* TUF – il *bene giuridico* tutelato da tale regola non può che essere rintracciato nell'interesse dei partecipanti al fondo gestito. Non sembrerebbe coerente con le considerazioni che precedono ritenere che l'esercizio del voto tuteli «*l'interesse della società quotata partecipata dai fondi gestiti*» a monitorare costantemente l'azione degli amministratori ⁽¹¹⁸⁾. Difatti, proprio in questa

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. V.TROIANO, sub art. 40, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G.Alpa e F.Capriglione, Cedam, Padova, 419 e ss.

⁽¹¹⁷⁾ Così, A.SACCO GINEVRI, Proxy advisors, *op. cit.*, 8.

⁽¹¹⁸⁾ Si v. F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 210 e 221 e ss., secondo il quale, l'investitore istituzionale deve rispondere ad un dovere di correttezza nei confronti della società partecipata e dei relativi soci. Come sottolineato da M.MAUGERI, Proxy advisors, *op. cit.*, 13, «*La attinenza dell'esercizio del voto attribuito dalle azioni inserite nel fondo al momento esecutivo del rapporto di gestione con gli investitori emergeva, del resto, con sufficiente chiarezza nella precedente formulazione dell'art. 40, comma 3, TUF il quale, per l'ipotesi di dissociazione soggettiva tra Sgr promotrice del fondo e gestore, attribuiva a quest'ultimo, in mancanza di patto contrario, il potere-dovere di curare quell'esercizio*». In proposito, cfr. V.TROIANO, *op. cit.*, 421, il quale sottolinea la «*coerenza tra i*

prospettiva, appare chiaro che ai fini della validità di una delibera assembleare è irrilevante l'esercizio del voto della SGR che possa ledere l'interesse dei partecipanti al fondo (¹¹⁹) ovvero se l'interesse perseguito dalla SGR sia diverso dall'interesse sociale (¹²⁰).

Fermo restando tutto quanto precede, ove l'interesse giuridico oggetto di tutela per una regolazione del fenomeno dei *proxy advisors in subiecta materia* sia individuato nell'interesse dei partecipanti ai fondi gestiti, potrebbero considerarsi ulteriori modelli di regolamentazione che tuttavia non si esauriscono nell'utilizzo di codici di autodisciplina ovvero in meri obblighi di trasparenza.

8. *Quale status regolamentare per i proxy advisors?*

Tenuto conto di quanto evidenziato nel precedente paragrafo, si intende ora valutare la possibilità di inserire tra i cc.dd. "servizi di investimento" le raccomandazioni in materia di voto dei *proxy advisors*.

A tali fini, occorre preliminarmente osservare che ove l'investitore richieda al *proxy advisor* di rilasciare raccomandazioni di voto formulate sulla base delle strategie standardizzate adottate dal consulente medesimo (cc.dd. *in house policies*), l'esercizio del

compiti di gestione e l'esercizio dei diritti di voto relativi agli strumenti finanziari ricompresi nel fondo». Tale coerenza emerge altresì nelle disposizioni che collegano il diritto di voto all'«interesse esclusivo» degli investitori finali: così il considerando n. 16 «*interesse esclusivo degli OICVM*» e l'art. 21, par. 1, «*esclusivo beneficio dell'OICVM*» della direttiva 2010/43/UE, l'art. 37, par. 1, del Regolamento n. 231/2013 «*esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori*» e il già menzionato art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), TUF «*interesse dei partecipanti*».

(¹¹⁹) M.MAUGERI, *Proxy advisors*, op. cit., 13, secondo il quale «*Il voto espresso in modo pregiudizievole per le ragioni dei quotisti integrerà invece una violazione degli obblighi di diligenza e correttezza gravanti sulla Sgr e legittimerà una azione individuale risarcitoria dei partecipanti*». Si v. V.TROIANO, op. cit., 421.

(¹²⁰) In senso contrario R.COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 e ss.; A.ZIZZI, op. cit., 316 e ss.; V.TROIANO, op. cit., 420; F.BORDIGA, op. cit., 219.

voto conformemente alla raccomandazione del *proxy advisor* sarà certamente in linea con l'interesse sociale della società partecipata (e quindi il voto dell'investitore sarà senza dubbio esente da conflitti di interessi ai sensi dell'art. 2373 cod. civ.). Tale circostanza, tuttavia, non è idonea a confermare un corretto adempimento, da parte del gestore del fondo, del dovere di votare nell'interesse dei partecipanti al fondo, interesse che, in ipotesi, potrebbe divergere da quello sociale. Ove invece il *proxy advisor* sia chiamato a produrre una raccomandazione sulla base delle strategie di voto adottate dall'investitore, il gestore eserciterà (conformandosi alla raccomandazione di voto del *proxy advisor*) un voto nell'interesse dei quotisti dei fondi gestiti «senza tuttavia poter beneficiare, in questa circostanza, delle protezioni dianzi menzionate a fronte di un'eventuale azione invalidatoria o sanzionatoria (v. per gli emittenti bancari e finanziari rispettivamente gli artt. 53, comma 4, t.u.b. e 6, comma 2-novies, t.u.f.) derivante dall'espressione di un voto in conflitto con l'interesse sociale dell'emittente partecipata»⁽¹²¹⁾.

La scelta tra le due opzioni non è priva di ripercussioni anche in materia di assoggettamento dell'attività di consulenza in materia di voto alle attività riservate.

Ebbene, si noti anzitutto come il legislatore domestico abbia fornito un catalogo puntuale delle attività che possono essere ascritte nell'alveo dei servizi di investimento. Si tratta di un catalogo "tassativo" ma che può essere ampliato. Difatti come sostenuto dalla dottrina, potrebbero individuarsi ulteriori servizi di investimento (rispetto a quelli oggi previsti dal legislatore) qualora si rintracci un «*minimo comun denominatore che giustifichi la ricomprensione dei servizi di investimento tipizzati in quel catalogo e questo comune denominatore va rintracciato nella rilevanza di tali servizi, se esercitati professionalmente, hanno per il buon funzionamento del mercato finanziario*»⁽¹²²⁾.

Ragionando pertanto in una prospettiva de *jure condendo*, qualora si dovesse procedere all'inserimento dell'attività di

⁽¹²¹⁾ Così, A.SACCO GINEVRI, *I proxy advisors*, op. cit., 9 e ss.

⁽¹²²⁾ Cfr. R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016, 123.

consulenza in materia di voto nell'alveo dei servizi di investimento, i *proxy advisors* potrebbero essere soggetti alle disposizioni contenute nella MiFID, alla stregua di quanto accade negli Stati Uniti, ordinamento in cui i *proxy advisors* sono tenuti a registrarsi in appositi "albi" sottoposti alla vigilanza della SEC.

Ai sensi della Direttiva MiFID 2, tra i servizi e le attività di investimento rientra la *consulenza in materia di investimenti*. Così come previsto dall'art. 1, comma 5-septies del TUF, per *consulenza in materia di investimenti* si intende la prestazione di raccomandazioni *personalizzate* a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, *riguardo una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*. La norma precisa che la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è invece personalizzata ove venga diffusa al pubblico indistinto mediante canali di distribuzione.

Sul punto, tuttavia occorre considerare che vi sono delle note di contrasto tra l'attività tipicamente svolta dal *proxy advisor* e la nozione di *consulenza in materia di investimenti*, nel senso che l'attività dei *proxy advisors* difetterebbe (i) del requisito della *personalizzazione* della raccomandazione nonché (ii) del requisito della riferibilità *ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*.

In astratto, l'attività dei *proxy advisors* potrebbe essere considerata "personalizzata" rispetto alle caratteristiche dell'emittente su cui il consulente formula raccomandazioni di voto e non già rispetto al cliente (*i.e.*, l'investitore istituzionale) che ne richiede la consulenza oppure potrebbe essere individualizzata sulla base delle strategie di voto adottate dagli investitori-clienti (ove lo richiedano) ⁽¹²³⁾.

⁽¹²³⁾ Sul punto, si v. A.SACCO GINEVRI, *I proxy advisors*, op. cit., 13 e ss., il quale ritiene che «[a] ben vedere la personalizzazione della raccomandazione di voto nei termini anzidetti si potrebbe configurare qualora gli investitori richiedessero al proxy advisor di formulare in loro favore un'analisi "individualizzata" della proposta assembleare, che tenga conto delle strategie di voto adottate dai clienti medesimi. Circostanza, quest'ultima, che pur non essendo diffusa in Europa, è comunque possibile, atteso che le best practices dei

Tuttavia la raccomandazione di voto riguarda una deliberazione assembleare e non gli esiti di un investimento, sebbene – come anticipato *supra* – anche l’esercizio di voto abbia rilevanza economica atteso che l’investitore potrebbe decidere di dismettere le proprie partecipazioni ove la società dovesse adottare una delibera (ad esempio riorganizzativa della società sia a livello di *business* che a livello di *governance*) che non incontri il proprio favore. Difatti, alla luce di quanto previsto dall’art. 52 della direttiva 2006/73/CE, le operazioni relative a un determinato strumento finanziario sono quelle operazioni idonee a produrre un effetto traslativo degli strumenti finanziari ⁽¹²⁴⁾, sebbene in sede di attuazione della direttiva citata, il legislatore domestico abbia lasciato «*all’interprete il compito di attingere direttamente dalla fonte comunitaria e limitandosi a richiamare semplicemente come oggetto della raccomandazione, una o più operazioni aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario*» ⁽¹²⁵⁾.

Ebbene, sempre ragionando in una prospettiva *de jure condendo* ove venisse dato seguito a tale interpretazione, i *proxy advisors* dovrebbero rispondere ai requisiti di indipendenza ed adeguatezza, venendo poi assoggettati – alla stregua degli altri soggetti che prestano servizi di *consulenza in materia di investimenti* – all’obbligo di registrarsi presso un apposito albo tenuto dalla Consob, che a sua volta verrebbe incarica di vigilare

consulenti di voto annoverano anche le “custom voting policies” provenienti dal cliente fra le politiche di voto che il proxy advisor può applicare nella propria attività di scrutinio e valutazione della proposta assembleare di volta in volta esaminata. Sulla base di siffatta circostanza, infatti, la SEC ha ritenuto che i proxy advisors possano operare, in certi casi, come investment advisers, in considerazione del fatto che essi talvolta prestano “advice designed to enable institutional clients to maximize the value of their investments”».

⁽¹²⁴⁾ In particolare, l’art. 52 della direttiva 2006/73/CE dispone che «*Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un’operazione appartenente ad una delle seguenti categorie: (a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento; (b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario*».

⁽¹²⁵⁾ Così, T.ATRIGNA, sub art. 1 comma 5-septies TUF, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Utet, Torino, 2012, I, 67.

sull'operato dei *proxy advisors* medesimi. Percorrendo tale strada, potrebbe darsi una risposta fattiva a quelli che sono i principali problemi suscitati dall'operato dei *proxy advisors*.

In primo luogo si potrebbe arginare, se non eliminare del tutto, il problema dei conflitti di interessi (su cui si veda il precedente paragrafo 4), in quanto venendo i *proxy advisors* assoggettati alla disciplina di cui alla MiFID 2, essi sarebbero conseguentemente assoggettati ad un sistema di prevenzione (e non già di gestione attraverso la trasparenza nei confronti dei clienti) degli eventuali conflitti di interessi.

In linea generale, infatti, i *proxy advisors* sarebbero assoggettati agli obblighi di informativa preventiva e di informativa periodica ai sensi dell'art. 27 del regolamento Consob 16190/2007, inoltre, essi dovrebbero adottare presidi organizzativi e dunque *business model* idonei alla prevenzione ovvero alla gestione di eventuali conflitti di interessi, e via discorrendo.

In definitiva, la mancata riconducibilità dell'attività dei *proxy advisors* a un vero e proprio servizio di investimento – quantomeno *de iure condito* – per un verso consente a detti operatori di beneficiare di un maggior grado di flessibilità organizzativa e imprenditoriale ma, per altro verso, priva il pubblico dei risparmiatori delle tutele tipicamente connesse alla “regolamentazione” specifica di una categoria di operatori del mercato finanziario, in termini di vigilanza sul loro operato, trasparenza informativa e organizzativa e stabilità patrimoniale. E ciò in un più ampio contesto globale in cui i restanti fornitori di “informativa derivata” sono stati tutti progressivamente attratti nelle maglie di una regolamentazione stringente, a valle di crisi sistemiche in cui il loro eccesso di libertà era stato pretesto – e causa – di comportamenti opportunistici e dannosi. L'esperienza insegna pertanto che il percorso normativo verso la regolamentazione sia necessario e sicuramente auspicabile il prima possibile.

CAPITOLO 3

I *PROXY ADVISORS* NELL'ESPERIENZA AMERICANA

SOMMARIO: 1. Evoluzione dell'attività dei *proxy advisors* negli Stati Uniti: dalle origini del fenomeno ai primi interventi della SEC. – 2. (*Segue*): l'evoluzione normativa recente e l'affermazione dell'attivismo assembleare. – 3. (*Segue*): conflitti di interesse, servizi ancillari e *Dodd Frank Act of 2010*. – 4. Il valore giuridico delle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors* nell'ordinamento finanziario statunitense. – 5. I riflessi della consulenza di voto sugli *agency costs*. – 6. Prospettive recenti di riforma nella proposta di *Financial Choice Act of 2016*.

1. *Evoluzione dell'attività dei proxy advisors negli Stati Uniti: dalle origini del fenomeno ai primi interventi della SEC.*

Come già osservato nei precedenti capitoli, l'attività di consulenza sull'espressione del voto assembleare si è sviluppata e diffusa beneficiando in misura considerevole delle dinamiche gestionali che caratterizzano l'*agere* degli investitori istituzionali, i quali – detenendo un portafoglio titoli fisiologicamente diversificato – per poter esercitare in maniera consapevole e al contempo efficiente i diritti sociali amministrativi connessi ai titoli in cui hanno investito si trovano concretamente a riporre affidamento su consulenze esterne e, sostanzialmente, a basso costo (rispetto alle spese in cui sarebbero incorsi ove avessero posto in essere modelli valutativi in proprio per gestire il voto da esprimere nelle assemblee delle diverse società quotate partecipate, peraltro su molteplici punti all'ordine del giorno) ⁽¹²⁶⁾.

⁽¹²⁶⁾ In argomento, di recente, cfr. N.CIOCCA, *op. cit.*, 6 e ss., nonché, nella letteratura estera, in luogo di molti, D.F. LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, 58 *J. Law & Econ.*, 2015, 176 e ss.

Ciò ha determinato il successo dell'industria dei *proxy advisors*, a cui tipicamente gli investitori istituzionali si rivolgono, anche al fine di allontanare il rischio di azioni risarcitorie da parte dei soggetti asseritamente danneggiati da un esercizio poco diligente dei diritti sociali spettanti ai titoli gestiti a monte (su quest'ultimo aspetto si rinvia a quanto verrà più diffusamente illustrato nel successivo capitolo IV).

L'affidamento riposto dagli investitori istituzionali nell'attività di consulenza svolta dai *proxy advisors* (con riferimento alle modalità di esercizio del diritto di voto, e non solo) produce, pertanto, notevoli benefici in termini economici per gli investitori istituzionali che se ne avvalgono.

Tant'è che i *proxy advisors* si trovano a prestare servizi che spaziano dall'analisi degli argomenti all'ordine del giorno delle assemblee, allo scrutinio delle proposte di deliberazione formulate dall'organo amministrativo, nonché alla vera e propria raccomandazione sul voto da esprimere in assemblea, sino – in alcuni casi ⁽¹²⁷⁾ – allo svolgimento pratico di tutti gli adempimenti prodromici alle operazioni di voto e, talvolta, all'esercizio del voto sulla base di una delega appositamente conferita ⁽¹²⁸⁾.

L'assetto sopra descritto è oramai consolidato nel mercato finanziario statunitense, atteso che, in quell'ordinamento, i *proxy advisors* hanno fatto il proprio ingresso già negli anni 80 del secolo scorso, prestando servizi accessori ad ampio raggio in favore della

⁽¹²⁷⁾ Cfr. N.CIOCCA, *op. cit.*, 6 e ss.; G.W.DENT, *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 *Mich. St. L. Rev.*, 2014, 1307, parlando di monopolio nell'industria dei *proxy advisors* ritiene «ISS and Glass Lewis together have over 90% of the proxy advisory market. High startup costs pose a daunting barrier to entry by newcomers. Although ISS and Glass Lewis compete with each other and with several smaller advisory firms, it is alleged that “[n]o sane institutional investor is going to assume the risk inherent in moving thousands of accounts and ballots from ISS to another provider. The chance that accounts would be lost, not voted, or voted incorrectly is far too great.” This concern seems overblown. First, only 15% to 20% of mutual funds have given ISS authority to vote their shares. Although this is a substantial number, most mutual funds can switch advisors without incurring this risk. Further, no institutional investor has ever been held liable for failing to vote proxies or voting them “incorrectly,” so the risk of liability for an institution switching to a new proxy advisor seems nonexistent».

⁽¹²⁸⁾ In argomento, si v. N.CIOCCA, *op. cit.*, 2016, 6 e ss.; S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in 59 *Emory Law Journal*, 2010, 871.

categoria degli investitori istituzionali.

La letteratura che si è occupata del fenomeno in disamina ha evidenziato come le ragioni che hanno contribuito al successo di tali operatori del mercato finanziario siano molteplici, e nel complesso riconducibili tanto ad esigenze del mercato quanto a disposizioni normative; si tratta comunque di concause in qualche modo influenzate dal sempre più crescente fenomeno dell'attivismo degli azionisti ⁽¹²⁹⁾.

Prendendo le mosse dalla rassegna delle ragioni di mercato che hanno comportato lo sviluppo dell'industria della consulenza in materia di voto si è soliti rintracciarle, oltre che nel menzionato fenomeno dell'attivismo degli azionisti, anche nel progressivo e incessante processo di internazionalizzazione dei mercati finanziari.

Sul piano delle concretezze, la globalizzazione dell'operatività finanziari e della moderna impresa ha determinato negli anni recenti (e non soltanto nel contesto americano) un radicale mutamento della struttura azionaria delle *public companies*, sempre più orientate verso compagini sociali frammentate ed eterogenee, dominate dalla presenza di investitori istituzionali di dimensione sovranazionale, ma comunque tenuti al rispetto di basilari *fiduciary duties* cui ottemperare nella complessa attività di gestione di portafogli di partecipazioni ampiamente diversificati ⁽¹³⁰⁾. Di talché, nel contesto di specie, la consulenza di soggetti

⁽¹²⁹⁾ In materia i contrinuti della dottrina sono sterminati. Valga la pena in queste sede specifica rammentare, sull'indossolubile legame fra attivismo assembleare e sviluppo dei *proxy advisors*, le parole di S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors*, *op. cit.*, 872, i quali ritengono «*The ability of proxy advisors to influence investor voting becomes particularly significant as the importance of shareholder voting increases*». Ad avviso di S.EDELMAN, *Proxy Advisory Firm: A Guide for Regulatory Reform*, 62 *Emory L.J.*, 2013, 1370, «*Proxy advisory firms are information-gathering companies hired by institutional investors to issue voting recommendations regarding everything from executive compensation to proposed mergers. While this service may seem unobjectionable on its face, it has produced a wave of criticism predicated on the argument that proxy advisory firms are not mere "researchers" who advise their clients on the best way to vote, but instead power behind the power—exerting undue influence over their clients and lacking accountability and adequate monitoring*».

⁽¹³⁰⁾ In arg., per una ricostruzione di matrice sistematica, *ex multis*, N.IRTI, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 633 e ss.;

terzi e altamente specializzati per l'esercizio del voto nelle diverse assemblee delle società al cui capitale gli investitori partecipano diviene una sorta di *condicio sine qua non* per un'operatività davvero efficiente e globale.

Non va poi sottovalutata la circostanza che, nel mercato finanziario statunitense, era prassi diffusa dei *mutual funds* e dei *pension funds* (e dunque, in sintesi, dei maggiori investitori di quel sistema finanziario) quella di delegare l'esercizio del diritto di voto relativo ai titoli in cui si è investito (nonché, più in generale, la loro gestione amministrativa) ad appositi consulenti, la cui disciplina era contenuta nell'*Investment Advisers Act* del 1940 e nell'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974 ("ERISA"). Regolamentazione a cui poi si aggiungevano, per le questioni di natura più prettamente regolamentare, le *securities regulations* e le *corporate laws* applicabili ⁽¹³¹⁾.

Una ricostruzione dell'evoluzione normativa succedutasi nella materia *de qua* aiuta a comprendere le soluzioni cui si è pervenuti in merito alla qualificazione soggettiva dei *proxy advisors*.

È bene premettere che un'importante svolta disciplinare si ebbe nel 1988 con l'*ERISA Act*, concernente, per quanto qui in particolare interessa, la delega del gestore all'esercizio di voto sui titoli gestiti. Novità normativa che certamente favorì la nascita di un mercato dei *proxy advisors*, in quanto, in quell'occasione, l'*Employee Benefits Security Administration* dispose che l'esercizio del diritto di voto per gli strumenti finanziari di un fondo pensione fosse riconducibile alla categoria giuridica dei *fiduciary duties* gravante sul gestore del fondo. Tale posizione dell'autorità amministrativa americana si inquadra in un contesto storico in cui si iniziava a registrare una presenza ed influenza significativa dei fondi pensione nel mercato finanziario americano.

La sussistenza di un vero e proprio obbligo fiduciario in materia, gravante sul fondo in relazione all'esercizio del diritto di voto, produceva sin da allora due rilevanti conseguenze: (i) per un

F.GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, Il Mulino, 2005, spec. 52 e ss.

⁽¹³¹⁾ Sul punto, nuovamente, N.CIOCCA, *op. cit.*, 2016, 6 e ss.

verso, si trattava dell'esclusione – per il gestore che esercitava il diritto di voto – della possibilità di attribuire rilievo a qualsivoglia interesse personale diverso da quello del profitto per i partecipanti al fondo pensione, e (ii) per altro verso, si verificava l'assoggettamento delle modalità di esercizio del voto (da parte del gestore) in base al principio di “prudenza”, come declinato in un complesso di regole procedurali consolidate negli orientamenti giurisprudenziali americani.

Alla luce di quanto precede, si era reso pertanto necessario per i gestori professionali di fondi avvalersi di consulenti specializzati in materia di voto per l'esercizio del voto stesso.

I *proxy advisors* incrementarono, quindi, la loro attività di consulenza in materia di voto, sino a divenire protagonisti anche delle crisi finanziarie più recenti; tant'è che nel 2003 la *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”) emanò una serie di disposizioni con cui vennero imposti ai *mutual funds* dei veri e propri obblighi di trasparenza relativi all'attività di esercizio del diritto di voto ⁽¹³²⁾, sulla scorta della citata normativa sui fondi pensione ⁽¹³³⁾. Nel dettaglio, la SEC impose a tali soggetti di

⁽¹³²⁾ Cfr. N.CIOCCA, *op. cit.*, 2016, 6 e ss.; T.C.BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Journal of Law Business & Finance*, 2009, 392; A.ECKSTEIN, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, in *40 Del. J. Corp. L.*, 2015, 92; D.F.LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting*, *op. cit.*, 176 e ss.

⁽¹³³⁾ Per quanto concerne i *pension funds*, i quali sono tenuti all'*Employee Retirement Income Security Act* “ERISA”, si consideri che in una nota del *Department of Labor* (c.d. *Avon Letter*) del 1988 è previsto che il gestore del fondo è tenuto a votare sulla base di una accurata analisi, in quanto in difetto di tale analisi accurata, il gestore del fondo si rende responsabile di una violazione di un dovere fiduciario. Nel 1994, inoltre, il *Department of Labor* ha elaborato e pubblicato un documento (poi confluito nella 29 CFR 2509.94-2) in cui sono stati forniti chiarimenti interpretativi delle *sections* 402-404 dell'ERISA. In particolare, è stato chiarito come l'esercizio del diritto di voto rappresenta un dovere fiduciario del gestore del fondo pensione, il quale, per l'effetto, deve avere un registro in cui annotare i voti esercitati e che si assume la responsabilità esclusiva in conseguenza dell'esercizio del diritto di voto. Sul punto, T.W.BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, *32 Iowa J. Corp. L.*, 2007, 692; J.C.COFFEE JR. e D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *Columbia Law School Working Paper Series*, Working paper no. 521, Settembre, 2015, 19. Ad avviso di tali Autori, in realtà, è opinabile se le

fornire puntuale informativa al mercato, con cadenza annuale, relativamente ai voti espressi nelle assemblee delle società partecipate, allo scopo di procedere ad analisi e verifiche sull'effettivo e concreto esercizio del diritto di voto in un'ottica di trasparenza anche per i quotisti del fondo gestito.

L'obiettivo della SEC – attraverso l'emanazione delle disposizioni di cui sopra – era infatti quello di garantire una maggiore trasparenza che avrebbe comportato la conoscenza da parte degli investitori nei fondi sia di eventuali conflitti di interessi in capo ai gestori, sia di un potenziale atteggiamento passivo da parte di questi ultimi a favore degli amministratori delle società partecipate (¹³⁴). L'intervento della SEC era dunque volto a promuovere un *effettivo* coinvolgimento dei fondi nel governo societario delle imprese partecipate (dai medesimi fondi) nell'interesse generale delle stesse *corporations* (¹³⁵).

Come detto, l'effetto delle norme che precedono fu quello di favorire lo sviluppo dei *proxy advisors* sul mercato statunitense (¹³⁶).

A ciò deve aggiungersi l'evoluzione normativa in materia di i fondi comuni di investimento, considerato che la SEC ha richiesto alle società di gestione dei fondi di pubblicare, entro il 31 agosto di ciascun esercizio, una relazione riguardante l'esercizio del voto nel

note interpretative del *Department of Labor* possano in realtà formare la base giuridica per una eventuale responsabilità del gestore del fondo pensione.

(¹³⁴) In proposito, K.J.CREMERS e R.ROMANO, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, in *Am. Law Econ. Rev.*, 2011, 220.

(¹³⁵) Cfr. SEC, *Disclosure of Proxy Voting Policies Voting Records By Registered Management Investment Companies, Investment Company Act Release No. 25, 739, portfolios, which [in turn would] benefit all investors and not just fund shareholders*».

(¹³⁶) Si v. T.C.BELINFANTI, *op. cit.*, 392 e ss. In virtù della tipologia dei servizi che i *proxy advisors* sono chiamati a prestare, tali operatori sono stati ricondotti, alternativamente, a due distinte categorie soggettive dell'ordinamento americano. Per un verso, si è cercato di qualificare il *proxy advisor* in termini di consulente di investimento. Il che implica, da una parte, la necessità di applicare allo stesso le disposizioni federali di cui all'*Investment Adviser Act* del 1940; dall'altra parte, implica la necessità di applicare la normativa federale in materia di *proxy solicitation*. Come si avrà modo di analizzare nel prosieguo del presente lavoro, si anticipa sin d'ora che è estremamente raro il riscontro della piena applicazione dell'uno o dell'altro regime ai *proxy advisors*.

corso dei dodici mesi precedenti ⁽¹³⁷⁾). Si noti poi come nella informativa periodica che i fondi sono tenuti a fornire al mercato, è necessario produrre una descrizione analitica delle politiche e delle procedure predisposte dal fondo al fine dell'esercizio del diritto di voto in assemblea; in particolare, ciò che si richiede è la descrizione delle misure adottate per la gestione di eventuali conflitti di interesse. Peraltro, il fondo è tenuto a precisare, nel contesto della decisione del voto da assumere in assemblea, se si serve di un *investment adviser* o di una parte terza, ed è tenuto ad informare il pubblico e l'autorità della possibilità di ottenere la documentazione concernente l'esercizio del diritto di voto nell'ultimo anno senza alcun costo, nonché sul sito internet del fondo e della SEC.

È tuttavia riscontrabile una prassi che vede i fondi conferire deleghe per l'esercizio del diritto di voto in assemblea ad intermediari, i quali – a propria volta – si avvalgono di un *proxy advisor* per stabilire come votare nella/e assemblea/e. Nel caso in cui venga conferita tale delega all'intermediario, la SEC ha precisato che gli *investment advisers* (gli intermediari, per l'appunto), cui è delegato il voto da parte del cliente istituzionale, potranno esercitare il diritto di voto per delega solo ove siano dotati di politiche e procedure che disciplinano la gestione di eventuali conflitti di interesse e assicurino che il voto venga espresso nell'esclusivo interesse del cliente. Tale documentazione deve essere messa a disposizione del cliente e, in caso di sua richiesta, fornita in copia. In base alla normativa vigente, inoltre, il cliente istituzionale che ricorra al meccanismo della delega deve poi essere informato sulle modalità attraverso le quali è possibile ottenere le informazioni necessarie relative all'esercizio del voto rispetto alle azioni dal medesimo cliente detenute.

Ebbene, il difetto dei requisiti organizzativi e informativi citati comporta che il voto per delega non possa essere esercitato trattandosi – ai sensi della sec. 206 (4) *Investment Adviser Act* – di attività vietata, fraudolenta e manipolatoria.

⁽¹³⁷⁾ Cfr. 17 CFR 270, 30b1-4. A questi fini, le *public companies* dovranno utilizzare il modulo denominato *Form N-PX*.

Gli interventi normativi descritti sono idonei a promuovere il ricorso da parte dell'intermediario ai servizi offerti dai *proxy advisors* per la predisposizione delle politiche e delle procedure di voto richieste dalla normativa applicabile, fermo restando che la dottrina più avveduta ha delineato – in virtù delle disposizioni analizzate – un obbligo da parte dei gestori di votare con le azioni del fondo gestito nel rispetto delle raccomandazioni di voto ricevute dai *proxy advisors* ⁽¹³⁸⁾. Ad ogni modo, si segnala per completezza che la SEC nel 2014 ha sottolineato che gli intermediari finanziari non sono sempre obbligati a votare su ogni punto all'ordine del giorno ⁽¹³⁹⁾.

Ciò premesso, un ulteriore elemento che ha contribuito a incentivare la crescente diffusione dell'industria dei *proxy advisors* è rappresentato dall'interpretazione, fornita dalla SEC, in base alla quale il ricorso a tali operatori del mercato costituisce una misura idonea a determinare una “deresponsabilizzazione” del gestore del fondo o dell'intermediario delegato al voto per l'esercizio di tale diritto amministrativo ⁽¹⁴⁰⁾. In altre parole, l'*investment advisor* che richieda – al fine di stabilire come votare per conto dei propri clienti – la consulenza in materia di voto ad un *proxy advisor* si esime dal rischio che gli possa essere contestato un esercizio del voto in conflitto di interesse o comunque senza un'adeguata *due diligence* e valutazione preventiva.

A tal riguardo, deve evidenziarsi che l'*investment advisor* può dare prova di avere gestito in maniera adeguata eventuali conflitti di interesse nel contesto dell'esercizio del diritto di voto attraverso il meccanismo “informazione-consenso” del cliente o comunque di aver posto in essere delle politiche di voto che lascino poco margine alla discrezionalità del delegato, o, infine, di aver

⁽¹³⁸⁾ In proposito, si v. J.C.COFFEE JR. e D. PALIA, *op. cit.*, 18, secondo tali Autori, l'impatto di tale norma è stato effettivo, comportando che gli investitori istituzionali esercitino il diritto di voto nelle assemblee delle società partecipate, anche se la portata “precettiva” di tali disposizioni sia dibattuta.

⁽¹³⁹⁾ Sul punto, si v. SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, *Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF)*, del 30 giugno 2014 consultabile al seguente *link* <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm> (in particolare si vedano la domanda e la relativa risposta n. 2).

⁽¹⁴⁰⁾ Cfr. N.CIOCCA, *op. cit.*, 8.

seguito «una politica di voto predeterminata, per la cui formulazione si è avvalso delle raccomandazioni di una terza parte indipendente» ⁽¹⁴¹⁾.

A ciò si aggiunga che la SEC, sempre nell'ottica di prevenzione dal rischio di conflitti di interessi relativi all'esercizio del diritto di voto da parte dell'intermediario, su specifica richiesta di alcuni *proxy advisors* (ISS ed Egan Jones), rilasciò nel 2004 due “no action” relief che, nei fatti, costituiscono i pilastri del modello operativo e del potere di tali *advisor*. In particolare, in tali documenti, la SEC affermava di non avere competenza a pronunciarsi sull'effettiva indipendenza dei *proxy advisors* nel rendere le loro raccomandazioni, che ancora oggi rappresentano le fondamenta del modello operativo e del potere effettivo dei *proxy advisors* e che hanno contribuito ad ampliare in modo significativo il ricorso alla richiesta di attività consulenziale in materia di voto da parte dei *proxy advisors* ⁽¹⁴²⁾.

In particolare, soprattutto con riguardo al potenziale *conflitto di interessi* dei *proxy advisors* nell'espressione delle raccomandazioni di voto in favore degli investitori istituzionali ⁽¹⁴³⁾, la SEC ebbe modo di precisare che: «[A]n investment adviser that votes client proxies in accordance with a pre-determined policy based on the recommendations of an independent third party will not necessarily breach its fiduciary duty of loyalty to its clients even though the recommendations may be consistent with the

⁽¹⁴¹⁾ In particolare, SEC, *Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers*, Release No. IA-2106, gennaio 2003, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>.

⁽¹⁴²⁾ Con le parole della SEC, Investment Advisors Act of 1940 - Rule 206(4)-6 Institutional Shareholder Services, Inc., Settembre 2004, consultabile sul sito www.sec.gov, «we take no position in this letter regarding whether ISS' conflict procedures, as described in your letter, effectively ensure that its proxy voting recommendations to investment advisers are impartial. Nor do we take any position regarding whether an investment adviser should hire ISS as an independent third party to vote client proxies. The decision to hire ISS as an independent third party and, in particular, the assessment of the adequacy and effectiveness of ISS' conflict procedures rests entirely with the investment adviser».

⁽¹⁴³⁾ I quali «have [...] little desire to do any thinking of their own, particularly about investments that they often hold for nanoseconds». Amplius L.E. STRINE JR., *The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face*, in *Washington Legal Foundation*, 2005, 28.

adviser's own interests. In essence, the recommendations of a third party who is in fact independent of an investment adviser may cleanse the vote of the adviser's conflict»⁽¹⁴⁴⁾.

⁽¹⁴⁴⁾ Si v. Institutional Shareholder Services, Inc. (Sept. 15, 2004) disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm>. L.E.STRINE JR., *op. cit.*, 29. Difatti, «*Institutional investors now hold over half the stock in most American corporations. They are duty bound to vote it. But they often have interests that diverge from those of a hypothetical investor who has entrusted his capital to an operating firm in exchange for shares. As a result, we face a world in which stockholders of operating companies are both more active and more conflicted. Those institutions most inclined to help set the corporate governance agenda-public and union affiliated pension funds-are probably least suited to evaluate what ideas make the most business sense. Those institutions better positioned to act on sound business logic-mutual funds-are the least inclined to be active stockholders. Mutual funds have a profit motive to be torpid, and also have business reasons to not upset corporate managers, even if upsetting managers is best for their own clients. Most frustratingly, those mutual funds whose stockholders have the most to gain from an overall increase in corporate integrity-index funds-are often the ones with the most interest in avoiding activism, in order to keep their management fees down*». In particolare, si riteneva «*This determination is somewhat incredible, as it places the proxy advisory firm in the position of telling investment advisers how to vote proxies on corporate governance matters that had been the subject of the proxy advisory firm's consulting services—a seemingly obvious, and insurmountable, conflict of interest*», D.M.GALLAGHER, *Outsized Power & Influence: The Role of Proxy Advisers*, in *Washington Legal Foundation*, 2014, 5 e ss. Più di recente, si v. T.LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest within the Proxy Advisory Industry*, 2016, in corso di pubblicazione in *Management Science*, consultabile al seguente link http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2828690. In particolare, l'Autore osserva come «*Conflicts of interest may arise when an incumbent proxy advisory firm (ISS in this case) sells both proxy voting services to investors and consulting services to issuers seeking assistance with proposals to be voted on by shareholders. In order to generate more revenue, the advisory firm is tempted to offer more favorable voting recommendations for its corporate clients, everything else being equal. However, there is some probability that institutional investors will discover that the advisory firm did not act in good faith by issuing biased recommendations. And in that state of the world, the advisor is punished as investors will refuse to buy its reports in future periods. The advisory firm thus suffers an expected reputation cost, which equals the present value of all future revenue from proxy services. When a competitor that does not offer corporate services enters the market, institutional investors now have an outside option created by competition. Investors will be able to observe the competitor's report, and make a more informed guess about the incumbent advisor's truthfulness. When the two advisors disagree on their recommendations, investors may examine the incumbent's report more carefully. Choi, Fisch, and Kahan (2009) suggest that some investors automatically vote for management proposals if multiple advisors*

In altri termini, con tale intervento, la SEC ha dichiarato che la raccomandazione di voto di un soggetto terzo ed indipendente – e, dunque, diverso dal delegante e dal delegato – può “depurare” il voto dal conflitto di interessi del delegato. Ebbene, nel sistema americano, come evidenziato nella giurisprudenza di quel Paese, l'*investment advisor* risponde ad un obbligo ben preciso, e di natura fiduciaria, nei confronti del cliente. Si tratta di un obbligo che non consiste tanto nell'esercizio del voto (in proprio o per delega) in assenza di conflitti di interesse ma nel verificare che il consulente che fornisce la raccomandazione di voto non versi in una situazione di conflitto di interessi (e che, come tale, sia indipendente) ⁽¹⁴⁵⁾.

Proprio in relazione a tale tipologia di obbligazione gravante sull'intermediario, questi dovrà necessariamente dotarsi di strutture organizzative immuni da eventuali conflitti di interessi. Ne deriva che per quest'ultimo la politica più coerente con le citate finalità è quella di richiedere raccomandazioni di voto a *proxy advisors* di cui dovrà scrutinare l'indipendenza e l'assenza di conflitti di interessi.

2. *(Segue): l'evoluzione normativa recente e l'affermazione dell'attivismo assembleare.*

Alla luce del quadro appena delineato, avvalersi dei servizi prestati dai *proxy advisors* rappresentava uno strumento di tutela efficiente, utile e poco costoso, idoneo a mitigare eventuali rischi di

issue positive recommendations, but not if one of them issues a negative recommendation. The disciplinary effect brought by competition (a higher probability of getting caught for issuing biased recommendations) will thus lead to less bias by the incumbent advisor. It is important to note that competition is expected to bring a larger change in the incumbent advisor's recommendations for its corporate clients versus non-client firms. The new entrant introduces a universal standard for all corporations, which pressures the incumbent to treat both groups of firms more equally. In theory, when the incumbent advisor becomes less biased, it should lose corporate clients due to diminished benefits the recommendations bring to these firms. It would be interesting to study such an effect if we had the identity of the clients. [...] however, the incumbent ISS does not disclose a list of its clients, nor is it possible to hand-collect client names as no firm has disclosed its use of ISS's services».

⁽¹⁴⁵⁾ Cfr. *SEC v. Capital Gain Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

conflitto di interessi in capo agli investitori professionali, con l'effetto che per i *mutual funds* era divenuta prassi ricorrente quella di limitarsi a rivolgersi ad un *proxy advisor* al fine di ricevere indicazioni circa l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee delle società partecipate.

Con riferimento, poi, al perimetro dei servizi accessori offerti sul mercato da parte dei *proxy advisors*, la SEC ebbe modo di osservare, sempre nel 2003, che – oltre alle indicazioni di voto sulle proposte di deliberazione assembleare – tali operatori avrebbero potuto prestare attività di consulenza in materia di *governance* a beneficio delle società quotate oggetto delle loro indicazioni di voto (cc.dd. servizi ancillari) senza che ciò potesse pregiudicare la loro indipendenza di giudizio ⁽¹⁴⁶⁾.

Gli interventi della SEC «*rappresentano anche il criterio distintivo della nascita dei singoli operatori; ISS e MCG, anteriormente al 2003 mentre gli altri, Egon-Jones, Glass, Lewis & Co., C&W Investment Group, si sono aggiunti successivamente*» ⁽¹⁴⁷⁾ giacché determinano quell'assetto normativo in grado di promuovere il ruolo svolto da tali operatori alla luce dei notevoli incentivi (di natura economica, regolamentare e in termini di esonero da responsabilità) per gli investitori istituzionali intenzionati ad affidarsi alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, e ciò a prescindere da potenziali conflitti di interessi in capo a questi ultimi ⁽¹⁴⁸⁾.

A dire il vero, nel 2006 la SEC ha modificato le regole di funzionamento delle deleghe di voto e della reportistica periodica

⁽¹⁴⁶⁾ In particolare, si riteneva «*This determination is somewhat incredible, as it places the proxy advisory firm in the position of telling investment advisers how to vote proxies on corporate governance matters that had been the subject of the proxy advisory firm's consulting services—a seemingly obvious, and insurmountable, conflict of interest*», D.M.GALLAGHER, *op. cit.*, 5 e ss.

⁽¹⁴⁷⁾ Sul punto, A.MORINI, *op. cit.*, 761, il quale ha altresì affermato «*Eguale è a dirsi per le quote di mercato che essi rappresentano; infatti ISS è l'operatore prevalente poiché copre oltre la metà di esso, le restanti società si spartiscono la residua fetta del mercato ma poiché ISS e Glass Lewis prestano servizi a circa il 95% del mercato, può dirsi che essi costituiscano un sostanziale duopolio negli Stati Uniti*».

⁽¹⁴⁸⁾ Cfr. D.M.GALLAGHER, *op. cit.*, 6, secondo l'Autore, inoltre, «*But it would take some additional developments for proxy advisory firms to attain the dominant voice in American corporate governance that they have today*».

richiesta agli emittenti quotati, richiedendo obblighi di informativa ulteriore su determinate materie, e segnatamente sulle seguenti: «*executive and director compensation, related person transactions, director independence and other corporate governance matters and security ownership of officers and directors*»⁽¹⁴⁹⁾.

Tale incremento del flusso informativo richiesto agli emittenti quotati statunitensi in occasione delle tornate assembleari amplificava il problema della complessità tecnica delle analisi necessarie a formarsi un'opinione di voto documentata, con l'effetto che l'industria dei *proxy advisor* divenne l'unica in grado di analizzare i molti documenti societari contenenti le informazioni utili al fine di votare in maniera informata in assemblea.

Tale fenomeno è stato più di recente ulteriormente amplificato dalla normativa volta a potenziare il potere di influenza gestionale da parte dei soci di lungo termine, che si è tradotto, *inter alia*, in un aumento delle materie oggetto di deliberazione assembleare e in un maggior incentivo degli azionisti a votare in assemblea.

Altro importante aspetto di natura regolamentare risulta essere quello di cui alla riforma delle norme contenute nel *New York Stock Exchange*, in particolare la *Rule 452*, in base alla quale al *broker* viene riconosciuto il diritto di esprimere il voto in assemblea pur in assenza di specifiche istruzioni da parte del cliente ove la documentazione riguardante l'assemblea e la delega sia stata resa disponibile al cliente e (i) questi non abbia provveduto a dare particolari indicazioni, e (ii) il *broker* «*non ha notizia di alcuna battaglia con riguardo alle azioni da intraprendere all'assemblea*». Di talché, il *broker* potrà esercitare il voto in assenza di istruzioni del cliente anche con riguardo alla nomina degli amministratori (n. 19, para. 10). Si tenga a mente inoltre che nel luglio 2010, il *Dodd Frank Act* (sec. 957 che modifica la sec. 6b del *Securities Exchange Act of 1934*) ha prescritto ai mercati regolamentati di vietare ai *broker* di votare con gli strumenti finanziari dei clienti in assenza di istruzioni in caso di deliberazioni

⁽¹⁴⁹⁾ Rel. No. 33-8732A, Executive Compensation and Related Person Disclosure (Aug. 29, 2006).

in materia di nomina degli amministratori e di remunerazione degli stessi, ammettendo in ogni caso il voto pur in mancanza di istruzioni sulla nomina degli amministratori ove non vi siano avversari.

Da un punto di vista del diritto societario, si noti come la crescente diffusione dell'industria dei *proxy advisors* sia da ascrivere al crescente attivismo degli azionisti; difatti maggiore è il loro impulso e maggiore è la richiesta del servizio di consulenza richiesto ai *proxy advisors*.

Tra le materie recentemente attribuite alla competenza decisionale dei soci può ad esempio annoverarsi il *say-on-pay*, ossia il meccanismo in virtù del quale l'assemblea è richiesta di esprimere con cadenza annuale un voto consultivo sulla remunerazione degli amministratori; essa è venuta a costituire una materia significativa su cui i soci sono chiamati ad esprimersi e dunque una materia su cui i *proxy advisors* finiscono per esercitare una significativa influenza.

Come sostenuto in dottrina, altro incentivo alla richiesta del servizio di consulenza in materia di voto è rappresentato dal nuovo sistema di nomina degli amministratori su base maggioritaria – ossia quel sistema in base al quale l'amministratore viene eletto solo qualora ottenga il *placet* della maggioranza delle azioni rappresentate in assemblea – a fronte del progressivo abbandono del sistema pluralistico (ossia quel sistema in base al quale l'amministratore viene eletto qualora i voti favorevoli superino quelli contrari, a prescindere dal numero di votanti effettivo) ⁽¹⁵⁰⁾. Il sistema del voto maggioritario produce come conseguenza la necessità che venga coinvolto un maggior numero di azionisti in assemblea, e quindi anch'esso ha finito per divenire un valido

⁽¹⁵⁰⁾ In proposito, occorre tenere a mente che il meccanismo del *plurality vote* rappresenta il sistema per la nomina dei consiglieri che si applica automaticamente nel Delaware e nel Model Business Corporation Act. In particolare, ai sensi del § 216 Del C. «*In the absence of such specification in the certificate of incorporation or bylaws of the corporation [...] Directors shall be elected by a plurality of the votes of the shares present in person or represented by proxy at the meeting and entitled to vote on the election of directors*», e ai sensi del § 7.28(a) «*Unless otherwise provided in the articles of incorporation, directors are elected by a plurality of the votes cast by the shares entitled to vote in the election at a meeting at which a quorum is present*».

strumento per incentivare l'attivismo dei soci medesimi e pertanto il ricorso – da parte degli investitori istituzionali – al servizio di consulenza offerto dai *proxy advisors*.

Infine, si noti come un altro valido strumento che ha determinato un progressivo successo delle consulenze in materia di voto è recentemente rintracciabile nel progressivo abbandono del c.d. *staggered board*, in favore di un sistema di rinnovo del consiglio di amministrazione annuale e per l'intero, che rappresenterebbe un valido sistema per garantire un buon governo societario in quanto in grado di assicurare la contendibilità della società⁽¹⁵¹⁾. Anche tale battaglia assembleare per il “*de-staggering*” per un verso ha visto al centro della scena le raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, spesso determinanti per convogliare l'opinione degli azionisti indecisi sul da farsi, e poi ha moltiplicato le finestre di elezione dei *board* con connesso incremento dei servizi resi dai consulenti di voto.

Coerentemente con quanto precede, si è assistito, pertanto, ad un crescente attivismo degli investitori, sempre più interessati a presentare e votare proposte di delibera assembleare, beneficiando peraltro della possibilità loro concessa di recente di includere dette proposte nei *proxy materials*, a spese della società.

Per effetto di tutto quanto sopra osservato, «*the economic imperative to use proxy advisory firms that the vote-every-share-every-time interpretation of the 2003 rulemaking created has only deepened over time*»⁽¹⁵²⁾.

3. (Segue): conflitti di interesse, servizi ancillari e Dodd Frank Act of 2010.

In parallelo con la crescente importanza del ruolo svolto dai *proxy advisors* sono aumentate anche le questioni normative connesse al corretto svolgimento della loro attività. Invero, benché

⁽¹⁵¹⁾ Sul punto si v. J.C.COFFEE JR. e D. PALIA, *op. cit.*, 18. Tali Autori rilevano che, nel 2013, solo 60 società hanno ancora uno *staggered board* contro le 300 del 2000.

⁽¹⁵²⁾ Cfr. D.M.GALLAGHER, *op. cit.*, 7.

le indicazioni di voto siano rilasciate sulla base di specifici vincoli contrattuali fra *proxy advisors*, da un lato, e investitori istituzionali che ricorrono a tali raccomandazioni di voto, dall'altro lato, è convinzione diffusa negli Stati Uniti che i *proxy advisors* non abbiano comunque alcun *fiduciary duty* specifico nei confronti degli azionisti *tout court*, nell'assunto che tali *advisors* non abbiano alcun interesse personale nelle società quotate le cui deliberazioni sono oggetto delle raccomandazioni di voto.

Sulla base di tali premesse sono state affrontate nella letteratura americana le tematiche relative (i) al conflitto di interessi in cui possono versare i *proxy advisors* e (ii) al grado minimo di accuratezza e trasparenza che devono presentare le loro raccomandazioni di voto.

Con riferimento alla prima delle suddette questioni, come già accennato nelle *no-action letters* della SEC sopra menzionate, nell'ottica del regolatore americano i *proxy advisors* possono svolgere anche attività ancillari a quella *principale*, e quindi, oltre a fornire indicazioni di voto agli investitori istituzionali, essi possono fornire servizi di consulenza, alle società quotate oggetto di giudizio, in materia di *governance* al fine ultimo di evitare la successiva bocciatura (da parte dei *proxy advisors* medesimi) delle proposte di delibera assembleare attinenti alle questioni oggetto dei servizi consulenziali resi ⁽¹⁵³⁾.

Con riferimento alla seconda delle tematiche citate, è pacifico che la loro attività di consulenza presenti un elevato grado di complessità, e dunque di discrezionalità tecnica. Di talché accade che i *proxy advisors* esprimano raccomandazioni basate su un'errata ricostruzione della realtà informativa analizzata, e ciò può dipendere non solo da un'analisi inaccurata delle proposte di

⁽¹⁵³⁾ Effettivamente, tale situazione potrebbe in astratto creare il rischio che i *proxy advisors*, nell'esprimere le proprie indicazioni di voto, siano influenzati dalle scelte di *governance* dei loro clienti-emittenti; in particolare potrebbe accadere che i *proxy advisors* siano maggiormente indulgenti nel formulare le proprie raccomandazioni di voto agli investitori quando la società in cui questi ultimi hanno investito sia allo stesso tempo cliente del *proxy advisor*, e siano invece più inclini a bocciare determinate operazioni su cui si richiede il voto degli azionisti di società che non usufruiscono dei servizi ancillari offerti dai medesimi *proxy advisors*.

delibera assembleare ma anche, sovente, dalla tendenziale osservanza delle proprie *guide-lines*, generali e astratte, pubblicate prima dell'inizio della stagione assembleare (c.d. approccio *cookie-cutter*), come ad esempio sta avvenendo nelle recenti campagne volte a promuovere l'eliminazione del meccanismo dello *staggered board* o la rimozione delle *poison pills* (le raccomandazioni di voto dei *proxy advisors* in tali materie sono quasi sempre *one-way*, senza che sia effettuata un'analisi *case-by-case*) ⁽¹⁵⁴⁾.

Il potere fattuale dei *proxy advisors* è accresciuto anche in conseguenza del fatto che le società (le cui proposte di deliberazione sono) “valutate” hanno poco margine per “reagire” a una raccomandazione negativa di voto espressa da un *proxy advisor*, sia per ragioni economiche che per ragioni di tempo. Si noti ad esempio come ISS – che è il primo operatore del settore – conceda un tempo piuttosto breve (24 ore), peraltro alle sole società di maggiori dimensioni, per poter effettuare commenti e correzioni alle raccomandazioni di voto. La prassi di Glass Lewis – che è il principale concorrente – è ancor più restrittiva, non essendo previsto un processo di commento e correzione delle indicazioni di voto da parte della società su cui essa viene espressa ⁽¹⁵⁵⁾.

Ciò significa che le sole imprese che usufruiscono dei *proxy advisors* anche per lo svolgimento di servizi ancillari trovano un trattamento privilegiato nel processo di scambio informativo propedeutico all'espressione di una raccomandazione di voto

⁽¹⁵⁴⁾ In tal senso, si v. D.F.LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting*, op. cit., 19. Secondo gli Autori «*If the institutional investors are only using the proxy advisor voting recommendations to meet their compliance requirement to vote their shares, these investors will favor lower costs over robust research. This raises the question of whether these payments are sufficient to compensate proxy advisors for sophisticated analysis of firm-specific circumstances that is necessary to develop correct governance recommendations. If the price paid by institutional investors is low, this will motivate proxy advisory firms to base their voting recommendation on simple models that ignore the important nuances that affect the appropriate choice of corporate governance. It is unlikely that this type of low level research can actually identify the appropriate governance structure for individual firms*».

⁽¹⁵⁵⁾ Si v. L.PITT, *Prepared Statement*, in *The Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives* 2 (June 5, 2013), 192 consultabile al seguente link <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-113hhrg81762/pdf/CHRG-113hhrg81762.pdf>.

effettivamente informata e meditata, essendo garantita un'occasione di scambio informativo istituzionale fra società e *advisor* ⁽¹⁵⁶⁾.

Su tali questioni la SEC è intervenuta soprattutto con il *2010 Concept Release on the U.S. Proxy System* (c.d. *Proxy Plumbing release*). Tale documento si occupava del tema dei conflitti di interessi di tali operatori e della ridotta qualità delle raccomandazioni di voto offerte dai *proxy advisors*, auspicando un intervento regolamentare *in subiecta materia*.

La SEC sempre nel 2010 ha dato avvio ad una pubblica consultazione al fine di richiedere al mercato e ai relativi operatori se ritenessero necessario emendare la normativa in materia di sollecitazione delle deleghe di voto al fine di dettare per i *proxy advisors* una disciplina più stringente in merito all'informativa da rendere sui conflitti di interesse. La SEC inoltre richiedeva se, in aggiunta o in alternativa, si ritenesse necessario aumentare il numero di casi in cui richiedere ai consulenti in materia di voto la registrazione federale per l'esercizio dell'attività oppure se tale figura necessitasse di una normativa specifica al fine di precludere conflitti di interesse e comunque a fornire un'informativa periodica relativa a tali conflitti.

Tuttavia, la SEC non ha mai dato seguito alla consultazione visto che nel frattempo è stata data attuazione al *Dodd-Frank Act*

⁽¹⁵⁶⁾ Sul punto, D.M.GALLAGHER, *op. cit.*, 19, osserva come «*[a]dvisers that rely rotely on the proxy advisory firm's recommendations also tend not to afford companies an opportunity to tell their story. This is unsurprising: if the advisers wanted to make contextualized decisions about casting each vote, they would not have outsourced their vote in the first place. But it is also supremely ironic: a company that may want to engage in good faith with its shareholders may find that it has no meaningful opportunity to do so. This trend is deeply troubling to me. If an investment adviser is approached by a company with information indicating that the basis on which the adviser is casting its vote is fundamentally flawed, is it really consistent with the investment adviser's fiduciary duties for the adviser to simply ignore that information? I think the rote reliance on proxy advisory firms has caused investment advisers to lose the forest for the trees: they are so focused on checking the compliance boxes to absolve conflicts of interest under our rules that they forget that they still have a broader fiduciary duty to investors to cast votes in the investors' best interest. That fiduciary duty, I believe, cannot be satisfied through rote reliance on proxy advisory firms*».

(¹⁵⁷).

Inoltre, nel 2013 nel corso di un'audizione dinanzi al Congresso (¹⁵⁸) e con una tavola rotonda organizzata dalla SEC a dicembre (¹⁵⁹) il tema dei *proxy advisors* è stato nuovamente riaffrontato.

Ebbene, a seguito di tali interventi, nel 2014, la SEC ha emanato una serie di *guide-lines* al fine di risolvere singole questioni controverse in tema di affidamento dell'incarico di consulente di voto (¹⁶⁰), su cui si veda *infra*.

A seguito della pubblicazione del *Proxy Plumbing release* citato, la divisione *Investment Management* e la divisione *Corporation Finance* della SEC hanno pubblicato il 30 giugno 2014 lo *Staff Legal Bulletin* n. 20, con cui l'autorità di vigilanza americana ha fornito linee-guida e chiarimenti sui *duties* e connessi obblighi e responsabilità dei *proxy advisors*. In particolare, il documento si compone di 13 domande e relative risposte (*Q&As*), anche dal taglio eminentemente pratico: quello che raffigura una sorta di decalogo sui – e per i – *proxy advisors*.

Uno dei principali *mitigants* suggeriti dalla SEC è quello di introdurre previsioni volte a prevenire eventuali conflitti di interessi, richiedendo ad es. alle società di consulenza di comunicare agli investitori destinatari di raccomandazioni di voto la presenza di qualsiasi relazione significativa tra la società di consulenza stessa e la società proponente, fornendo una descrizione chiara e esaustiva su natura e portata dei rapporti eventualmente in essere.

(¹⁵⁷) In proposito, A.ECKSTEIN, *op. cit.*, 96.

(¹⁵⁸) Cfr. *Examining the Market Power and Impact of Proxy Advisory Firms: Hearing Before the Subcomm. on Capital Mkts. & Gov't Sponsored Enters. of the H. Comm. on Fin. Servs.*, 113th Cong., 2013, consultabile al seguente link <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/113-27.pdf>. Si v. A.ECKSTEIN, *op. cit.*, 96.

(¹⁵⁹) Il documento è consultabile al seguente link <https://perma.cc/Z57U-QNGW>.

(¹⁶⁰) Cfr. SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, *Staff Legal Bulletin* No. 20 (IM/CF), 30 giugno 2014 consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>.

4. *Il valore giuridico delle raccomandazioni di voto dei proxy advisors nell'ordinamento finanziario statunitense.*

In virtù del crescente coinvolgimento dei *proxy advisors* nella definizione delle politiche di voto degli investitori istituzionali, sono stati predisposti diversi studi che hanno dimostrato una forte influenza di tali operatori nel processo di formazione degli esiti assembleari. Essi si sono infatti dimostrati in grado di orientare il voto di significative percentuali di azionisti, con l'effetto di riuscire a interloquire attivamente con i consigli di amministrazione delle società quotate in merito ad eventuali cambiamenti di rotta nelle scelte di *business* e di *governance* per renderle coerenti con raccomandazioni fornite al mercato (¹⁶¹).

In particolare, sulla base degli studi empirici effettuati, taluni autori hanno ritenuto che una raccomandazione di voto favorevole su determinate deliberazioni assembleare pronunciata da ISS sarebbe strumento necessario per l'approvazione della deliberazione medesima (¹⁶²).

(¹⁶¹) Sul punto, J.K.GLASSMAN e J.W.VERRET, *How to Fix Our Broken Proxy Advisory System*, *Mercatus Research*, George Mason University, aprile 2013, 11 e ss.; S.EDELMAN, *op cit.*, 1389; J.E.BETHEL e S.GILLIAN, *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, University of Delaware Working Paper No. 2002-002, Newark, Del., 2002, 25, consultabile al seguente link <http://papers.ssrn.com>; D.F.LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policy*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper No. 119, Stanford, CA, 2012, consultabile al seguente link <http://papers.ssrn.com>.

(¹⁶²) Cfr. T.W.BRIGGS, *op. cit.*, 693; in giurisprudenza *Yucapia American Alliance Fund II v. Riggio*, 1 A.3d 310 (Del. Ch. 2010), 357. Più di recente, si v. N.MALENKO e Y.SHEN, *op. cit.*, i quali osservano come i *proxy advisors* sono divenuti, ormai, “important players in corporate governance”. In particolare, sulla base delle ricerche effettuate, gli Autori ritengono che «Proxy advisory firms and ISS, in particular, have emerged as prominent players in the proxy voting process, but their role is highly controversial. Many market participants are concerned about the outsized influence ISS recommendations allegedly have on shareholder voting outcomes and call for increased regulation of proxy advisors. Others argue that stringent regulation can do more harm than good because the influence of proxy advisors is overstated: the strong correlation between ISS recommendations and shareholder votes could be due to ISS and shareholders relying on the same information and independently reaching the same conclusions. In this paper, we analyze the effect of ISS on voting outcomes by using exogenous variation in ISS recommendations due to a cutoff rule in the

Tuttavia, parte della dottrina ritiene che la connessione tra consulenza in materia di voto e risultati dell'assemblea spesso sia frutto di un semplice caso (¹⁶³); difatti, secondo tale dottrina, le raccomandazioni di voto espresse dai *proxy advisors* sarebbero sicuramente uno (ma non certo l'unico, né il principale) fattore in grado di influenzare il voto degli investitori (¹⁶⁴). Ciò in quanto, i *proxy advisors* esprimono le proprie raccomandazioni di voto alla luce di elementi che in ogni caso il mercato prenderebbe in considerazione al fine di esercitare il diritto di voto in maniera consapevole e ponderata (¹⁶⁵).

Altro importante tema connesso con il precedente consiste nel verificare quali impatti produca l'influenza dei *proxy advisors* sulle società quotate, ossia se si tratti di impatti positivi o meno.

ISS voting guidelines. Specifically, when giving recommendations on say-on-pay proposals, ISS used to conduct an initial screen of firms based on their one- and three-year TSRs [...] and performed a deeper analysis of a firm's compensation policies if both TSRs fell below certain industry-related cutoffs. This rule leads to a discontinuous increase in the probability of a negative ISS recommendation for firms just below the cutoff. We therefore use a fuzzy regression discontinuity design to estimate the causal effect of ISS recommendations on 2010 - 2011 say-on-pay voting outcomes. We find that ISS has a strong effect on shareholder votes: relative to positive recommendations, negative ISS recommendations reduce the percentage of votes in favor of say-on-pay proposals by about 25 percentage points. The influence of ISS is particularly strong in firms with large institutional ownership, firms where institutional ownership is more dispersed, and where a larger fraction of shares is held by institutions with small stakes or high turnover. Our findings contribute to the ongoing debate on the role and economic impact of proxy advisory firms».

(¹⁶³) Si v. S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors*, op. cit., 878.

(¹⁶⁴) Sul punto si v. N.CIOCCA, op. cit., 15 che rifacendosi allo studio effettuato da S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors*, op. cit., 887, evidenzia come «con riferimento al campione prescelto (costituito dalle deliberazioni di nomina degli amministratori delle società dell'indice S&P1500 per gli anni 2005 e 2006), se ISS ha suggerito di astenersi, il numero dei voti a favore è minore del 20% rispetto al numero dei voti a favore espressi nelle società in cui ISS ha proposto di votare a favore. Gli Autori peraltro mettono in guardia dal ravvisare in tale dato più di una correlazione statistica: il risultato può essere dovuto al fatto che gli azionisti siano giunti alla medesima conclusione del consulente sulla base di proprie considerazioni, tenuto conto anche della raccomandazione di ISS, ovvero seguendone pedissequamente il suggerimento».

(¹⁶⁵) Cfr. S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *Directors Elections and the Role of Proxy Advisors*, in 82 S. Cal. L. Rev., 2009, 869 e ss.

Ebbene, secondo alcuni autori (¹⁶⁶), l'influenza dei *proxy advisors* è in grado di comportare una riduzione del valore dei titoli qualora gli investitori istituzionali votino sulla base della raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*; secondo altri autori (¹⁶⁷), invece, il voto sulla base delle indicazioni dei *proxy advisors* produrrebbe un incremento del valore delle azioni, qualora i *proxy advisors* raccomandino un voto di segno opposto rispetto alla proposta del consiglio di amministrazione.

Peraltro, come ricordato nel corso del presente lavoro, nell'ordinamento americano, in base alla tipologia dei servizi offerti, i *proxy advisors* possono essere qualificati alla stregua di consulenti di investimento (*investment advisers*) ovvero quali soggetti che svolgono sollecitazione di deleghe, essendo per l'effetto assoggettati alla normativa federale (¹⁶⁸).

In primo luogo occorre precisare che ai sensi del 17 CFR 240.14a-1: «*the terms "solicit" and "solicitation" include: [...] (iii) the furnishing of a form of proxy or other communication to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement, withholding or revocation of a proxy*». Conseguentemente, la consulenza in materia di voto risulta essere inclusa nella nozione di sollecitazione delle deleghe di voto. La SEC ha precisato che la consulenza in materia di voto costituisce

(¹⁶⁶) In materia, D.F.LARCKER, A.L.MCCALL, G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting*, op. cit., 176 e ss.

(¹⁶⁷) Cfr. C.R.ALEXANDER, M.A.CHEN, D.J.SEPPI e C.S.SPATT, *The Role of Advisory Services in Proxy Voting*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 15143, luglio 2009.

(¹⁶⁸) Cfr. SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System* del 14 luglio 2010, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>, 107 «*Depending on their activities, proxy advisory firms may be subject to the federal securities laws in at least two notable respects. First, because of the breadth of the definition of "solicitation," proxy advisory firms may be subject to our proxy rules because they provide recommendations that are reasonably calculated to result in the procurement, withholding, or revocation of a proxy. [...] Second, when proxy advisory firms provide certain services, they meet the definition of investment adviser under the Advisers Act and thus are subject to regulation under that Act*». Si veda altresì SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF), 30 giugno 2014, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>.

una sollecitazione soggetta alle norme federali, salvo che non ricorrano una o più delle esenzioni previste da 17 CFR 240.14a-2⁽¹⁶⁹⁾.

Ebbene, i *proxy advisors* sono esentati dalle norme di natura federale in materia di registrazione e informazione ove la consulenza in materia di voto (i) venga fornita nel corso della propria attività ordinaria di impresa; (ii) sia remunerata esclusivamente da chi la riceve e non da terzi; (iii) non venga offerta per conto di un soggetto che abbia lanciato una sollecitazione di deleghe; (iv) sia accompagnata da un'apposita informativa in merito all'esistenza di qualsiasi «relazione significativa» tra il consulente e l'emittente, o tra il consulente e l'azionista che abbia proposto la deliberazione oggetto della consulenza, nonché di qualsiasi «interesse rilevante» che il consulente possa avere sull'oggetto della propria consulenza⁽¹⁷⁰⁾.

⁽¹⁶⁹⁾ Si v. SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System* del 14 luglio 2010, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>, ove si evidenzia come «*As a general matter, the furnishing of proxy voting advice constitutes a "solicitation" subject to the information and filing requirements in the proxy rules. In 1979, however, we adopted Exchange Act Rule 14a-2(b)(3) to exempt the furnishing of proxy voting advice by any advisor to any other person with whom the advisor has a business relationship from the informational and filing requirements of the federal proxy rules, provided certain conditions are met. Specifically, the advisor: Must render financial advice in the ordinary course of its business; Must disclose to the person any significant relationship it has with the issuer or any of its affiliates, or with a shareholder proponent of the matter on which advice is given, in addition to any material interest of the advisor in the matter to which the advice relates; May not receive any special commission or remuneration for furnishing the proxy voting advice from anyone other than the recipients of the advice; and May not furnish proxy voting advice on behalf of any person soliciting proxies. Even if exempt from the informational and filing requirements of the federal proxy rules, the furnishing of proxy voting advice remains subject to the prohibition on false and misleading statements in Rule 14a-9*». Si veda altresì SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF), 30 giugno 2014, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>.

⁽¹⁷⁰⁾ Cfr. 17 C.F.R. 240.14a-2(b)(3) ai sensi della quale «(b) Sections 240.14a-3 to 240.14a-6 (other than paragraphs 14a-6(g) and 14a-6(p)), §240.14a-8, §240.14a-10, and §§240.14a-12 to 240.14a-15 do not apply to the following: ... (3) The furnishing of proxy voting advice by any person (the "advisor") to any other person with whom the advisor has a business relationship, if: (i) The advisor renders financial advice in the ordinary course of his business; (ii) The

Se tali requisiti vengono soddisfatti, *al proxy advisor* trovano comunque applicazione le norme federali in materia di comportamenti mendaci, fraudolenti o decettivi ⁽¹⁷¹⁾.

Come anticipato, inoltre, i *proxy advisors* rientrano anche nella definizione di *investment adviser*, intendendosi per tale quel soggetto che esercita a titolo oneroso l'attività di fornire consigli a terzi «*sul valore di strumenti finanziari ovvero sull'opportunità di investire in, acquistare o vendere strumenti finanziari*» ⁽¹⁷²⁾.

Alla luce dell'inclusione dei *proxy advisors* nella categoria degli *investment advisers*, essi sono in linea di principio soggetti alla normativa federale concernente la registrazione ⁽¹⁷³⁾, trasparenza e organizzazione dell'attività ⁽¹⁷⁴⁾, nonché divieti di

advisor discloses to the recipient of the advice any significant relationship with the registrant or any of its affiliates, or a security holder proponent of the matter on which advice is given, as well as any material interests of the advisor in such matter; (iii) The advisor receives no special commission or remuneration for furnishing the proxy voting advice from any person other than a recipient of the advice and other persons who receive similar advice under this subsection; and (iv) The proxy voting advice is not furnished on behalf of any person soliciting proxies or on behalf of a participant in an election subject to the provisions of §240.14a-12(c)».

⁽¹⁷¹⁾ Cfr. 17 C.F.R. 240.14a-9, che non è esclusa dall'esenzione altrimenti prevista da 17 C.F.R. 240.14-a-2(b)(3).

⁽¹⁷²⁾ Cfr. 15 U.S.C. § 80b-2(a)(11).

⁽¹⁷³⁾ Cfr. 15 U.S.C. § 80b-3(a).

⁽¹⁷⁴⁾ In proposito, SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System* del 14 luglio 2010, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>, 113-114 «*Proxy advisory firms that are registered as investment advisers with the Commission are subject to a number of additional regulatory requirements that provide important protections to the firm's clients. For example, registered investment advisers have to make certain disclosures on their Form ADV. Among other things, these disclosures include information about arrangements that the adviser has that involve certain conflicts of interest with its advisory client. In addition, proxy advisory firms that are registered investment advisers are required to adopt, implement, and annually review an internal compliance program consisting of written policies and procedures that are reasonably designed to prevent the adviser or its supervised persons from violating the Advisers Act. Every registered proxy advisory firm that is registered as an investment adviser also must designate a chief compliance officer to oversee its compliance program. This compliance officer must be knowledgeable about the Advisers Act and have authority to develop and enforce appropriate compliance policies and procedures for the adviser. A proxy advisory firm that is registered as an investment adviser also is required to establish, maintain, and enforce policies and procedures reasonably designed to prevent the misuse of material non-public information. Proxy advisory firms that*

iniziative fraudolente o decettive (¹⁷⁵), e *fiduciary duties* verso il cliente (¹⁷⁶).

Ebbene nel caso in cui il *proxy advisor* non gestisca beni del cliente per un valore superiore ai venticinque milioni di dollari, non è tenuto a procedere alla registrazione federale quale *investment adviser* (¹⁷⁷).

Come rilevato in dottrina, la circostanza che il *proxy advisor* sia soggetto sia alla normativa in materia di sollecitazione di

are registered as investment advisers also are required to create and preserve certain records that our examiners review when performing an inspection of an adviser».

(¹⁷⁵) Il riferimento è alla sec. 206 dell'*Investment Adviser Act* del 1940, ai sensi della quale «*It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly — (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client; (3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction; or (4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commission shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative*». Peraltro, come precisato dalla SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System* del 14 luglio 2010, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>, 110 «*In addition, Section 206 of the Advisers Act, 251 the antifraud provision, applies to any person that meets the definition of investment adviser, regardless of whether that person is registered with the Commission*».

(¹⁷⁶) In proposito, si v. *SEC v. Capital Gain Research Bureau, Inc.*, 375 U.S., 1963, 180, nonché *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 1979, 17. Per una analisi della decisione della Suprema Corte, si v., in luogo di molti, N.E.UNDERWOOD, *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis: An Analysis of the Supreme Court's Definition of an Implied Right of Action*, in 7 *Pepp. L. Rev.* 3, 1980, 533 e ss. consultabile al seguente link <http://digitalcommons.pepperdine.edu/plr/vol7/iss3/2>; L.J.HOARD, *Federal Courts -- Implied Rights of Action: Transamerica Advisors, Inc. v. Lewis*, in 21 *B.C.L. Rev.*, 1980, consultabile al seguente link <http://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol21/iss5/4>.

(¹⁷⁷) Si noti come ISS è registrato all'elenco degli *investment advisers*.

deleghe che in materia di *investment adviser* comporta che molto frequentemente viene applicata l'una o l'altra qualificazione con la conseguenza che i *proxy advisors* hanno il solo obbligo federale di non rendere consulenza in materia di voto in modo fraudolento o decettivo, senza essere tuttavia assoggettati ad obblighi di registrazione per svolgere l'attività e con pochi obblighi informativi riguardo l'esistenza di relazioni significative con l'emittente o i proponenti le deliberazioni di voto o la sussistenza di un altro interesse.

Vista l'incertezza normativa che caratterizza anche l'ordinamento americano e a seguito di una relazione del Gao del 2007 ⁽¹⁷⁸⁾ in cui venivano evidenziate le criticità e le incertezze in materia di consulenti di voto, la SEC ha intrapreso alcune iniziative volte a incentivare un nuovo intervento normativo in materia.

Anzitutto, la SEC rappresenta che a mente della quale gli *investment advisers* sono obbligati ad esercitare il diritto di voto su tutte le proposte di deliberazione (a meno che non intendano violare i *fiduciary duties* che li legano ai propri clienti istituzionali), è errata e per l'effetto, secondo la SEC sussisterebbe la possibilità di regolare *case-by-case* il comportamento di voto in virtù di parametri prestabiliti tra *investment advisers* e relativi clienti. Tale nuova interpretazione rappresenterebbe un disincentivo per gli *investment advisers* a fare ricorso ai *proxy advisors*, la cui "fortuna", come anticipato in apertura del presente capitolo, sarebbe basata proprio sul presunto obbligo di voto, che avrebbe da sempre incentivato i gestori a seguire le indicazioni di voto dei *proxy advisors*, con l'obiettivo di non violare i *fiduciary duties*.

Inoltre, la SEC ha chiarito che il gestore del fondo non

⁽¹⁷⁸⁾ *Government Accountability Office (GAO)* è un'agenzia indipendente che svolge un ruolo ausiliario al Congresso americano, provvedendo a fornire allo stesso – previa richiesta – informazioni, dati, notizie e ricerche aventi carattere indipendente (non essendo la GAO legata a nessun partito politico americano), la GAO ritiene che l'influenza dei *proxy advisors* debba essere considerata limitata alla luce del fatto che il campione di investitori su cui sono state effettuate le indagini nell'attività di esercizio del diritto di voto non farebbe esclusivo affidamento ai *proxy advisors*. In proposito, si v. GAO, *Corporate Shareholder Meetings. Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, Giugno 2007, consultabile al seguente link <http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf>.

sarebbe manlevato dagli obblighi di vigilanza e monitoraggio dell'attività svolta dal *proxy advisor* per il solo fatto di aver seguire le indicazioni di voto da quest'ultimo formulate. Difatti, ad avviso della SEC, il gestore del fondo ha un obbligo – anch'esso di natura fiduciaria – di verificare che le raccomandazioni di voto dei *proxy advisors* siano accurate e veritiere.

La SEC prevede altresì, in materia di conflitto di interessi, particolari obblighi di trasparenza quando il *proxy advisor* presta attività ancillari in materia di *governance* per l'emittente alla cui assemblea il *proxy advisor* è stato chiamato a esprimere la propria raccomandazione di voto. In tale contesto, la SEC ha avuto modo di chiarire i termini dell'informativa che i *proxy advisors* sono tenuti a rendere al cliente in materia di relazioni significative con l'emittente o con il proponente della deliberazione o di altri interessi rilevanti con riguardo alla materia oggetto della consulenza, al fine di poter beneficiare dell'esenzione dalla disciplina delle deleghe di voto ⁽¹⁷⁹⁾.

In ultima istanza, la SEC ha precisato che l'intermediario finanziario che si affidi al *proxy advisor* al fine di decidere come votare in assemblea nell'interesse del proprio cliente è tenuto a selezionare il consulente di voto avendo riguardo alle caratteristiche professionali dello stesso e dunque tenendo in considerazione la capacità e la competenza dello stesso, ed è inoltre tenuto a vigilare adeguatamente l'attività del consulente stesso.

5. *I riflessi della consulenza di voto sugli agency costs.*

Alla luce di quanto sopra esposto, può sinteticamente concludersi che, tra i fattori che hanno contribuito allo sviluppo della richiesta di servizi di consulenza ai *proxy advisors*, possono annoverarsi (i) il contesto economico, che ha certamente

⁽¹⁷⁹⁾ Cfr. SEC, *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*, *Staff Legal Bulletin No. 20 (IM/CF)* del 30 giugno 2014, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>, in particolare si vedano le domande e le relative risposte nn. 6, 9, 10, 11, 12, 13.

contribuito ad alimentare e rafforzare il risparmio gestito e (ii) le scelte di politica legislativa che comportato una serie di modifiche a livello regolamentare e societario in materia di esercizio del voto da parte dei fondi comuni e degli intermediari.

Come più volte evidenziato, non sono poche le criticità che l'operato dei *proxy advisors* solleva in dottrina. Secondo alcuni, infatti, a fronte della propria struttura organizzativa, i *proxy advisors* non sarebbero in grado di fornire raccomandazioni specifiche sulle singole società ma applicherebbero le medesime metodologie di studio per tutte le società oggetto della loro valutazione ⁽¹⁸⁰⁾. Vi è poi chi contesta ai *proxy advisors* di non rilasciare raccomandazioni di voto con congruo anticipo rispetto alle assemblee, non ponendo pertanto la società nella condizione di poter argomentare adeguatamente le proprie scelte di *business* e/o *governance* ⁽¹⁸¹⁾. Infine, l'operato dei *proxy advisors* viene contestato con riguardo ad un tema di conflitti di interessi (su cui si veda *infra*).

Ebbene, a fronte di quanto precede, ad avviso di chi scrive l'operato dei *proxy advisors*, qualora posto in essere nel rispetto dei

⁽¹⁸⁰⁾ Sul punto, SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System* del 14 luglio 2010, consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>, 119, «*There also is a concern that proxy advisory firms may base their recommendation on one-size-fits-all governance approach. As a result, a policy that would benefit some issuers, but that is less suitable for other issuers, might not receive a positive recommendation, making it less likely to be approved by shareholders. Rule 14a-2(b)(3)'s exemption of proxy advisory firms does not mandate that a firm relying on the exemption have specific procedures in place to ensure that its research or analysis is materially accurate or complete prior to recommending a vote. While voting advice by firms relying on the Rule 14a-2(b)(3) exemption remains subject to the antifraud provisions of the proxy rules contained in Rule 14a-9 – and those antifraud provisions should deter the rendering of voting advice that is misleading or inaccurate – it is our understanding that certain participants in the proxy process believe that additional oversight mechanisms could improve the likelihood that voting recommendations are based on materially accurate and complete information. In addition, as a fiduciary, the proxy advisory firm has a duty of care requiring it to make a reasonable investigation to determine that it is not basing its recommendations on materially inaccurate or incomplete information*». In senso contrario, si v. S. EDELMAN, *op. cit.*, 1391; G.W. DENT, *op. cit.*, 1316. Tali Autori ritengono che ISS e Glass Lewis sono in grado di offrire ai propri clienti opzioni di voto flessibili.

⁽¹⁸¹⁾ In proposito, A. ECKSTEIN, *op. cit.*, 95.

principi di indipendenza, terzietà ed autonomia di giudizio, rappresenterebbe un valido strumento per consentire di porre fine al noto problema degli *agency costs*.

Come noto, sin dal 1930 la dottrina americana si è posta con riferimento alle *corporations* un tema di *agency costs*, arrivando per l'effetto a teorizzare che il diritto societario risulta essere riconducibile alle *agency relations* tra azionisti (in qualità di *principals*) e amministratori (in qualità di *agents*); i primi investono i propri capitali nella società ed i secondi li gestiscono. In tale contesto, si realizzerebbe una frattura tra proprietà e controllo ⁽¹⁸²⁾.

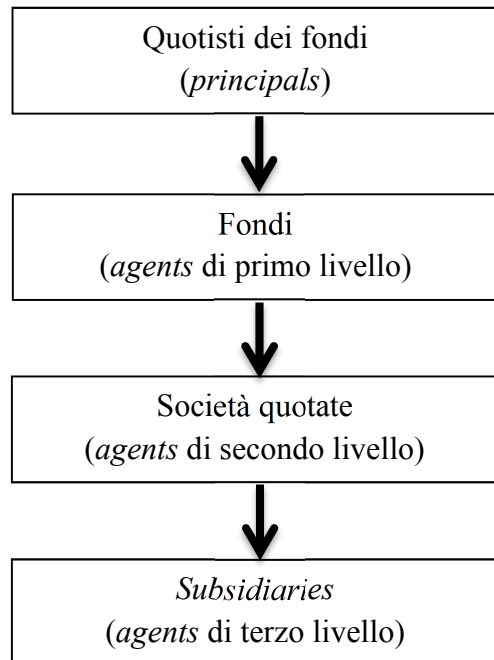
La dottrina americana più recente, attenta all'evoluzione degli assetti proprietari delle *corporations* americane ha ampliato il raggio di azione degli *agency problems*, identificando un problema di *agency* da un lato con riferimento ai rapporti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza e dall'altro a fronte della crescente partecipazione dei fondi di investimento nel capitale di rischio delle società quotate, gli azionisti sono considerati a loro volta *agents* di primo livello in quanto essi stessi (*i.e.* i fondi) gestiscono i capitali raccolti a monte fra i partecipanti al fondo, e dunque questi ultimi devono considerarsi i reali *principals* ⁽¹⁸³⁾.

La tabella che segue illustra sinteticamente i tre livelli in cui attualmente opera il rapporto *principal-agent*.

⁽¹⁸²⁾ Cfr. A.BERLE e G.MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932. In particolare, gli Autori presentarono i risultati di un'indagine su 200 imprese americane, al fine di individuare da chi fossero effettivamente controllate tali società. Essi conclusero che il controllo da parte dei *managers* rappresentava la forma dominante di controllo per le grandi imprese e che tale meccanismo aveva comportato una trasformazione del sistema economico americano, *i.e.* il capitalismo manageriale.

⁽¹⁸³⁾ Si v. R.J.GILSON e J.N.GORDON, *op. cit.*, 883 e ss., nonché, successivamente, *Agency Capitalism: Further Implications of Equity Intermediation*, in AA.VV., *Research Handbook on Shareholders Power*, Cheltenham, Edward Elgard Publishing Limited, 2015, 32 e ss. In tali studi è stato considerato che, nei mercati finanziari moderni, gli *agency problems* si sommano a diversi livelli della catena di trasmissione della ricchezza apportata nei mercati finanziari. Come precisato da H.HANSMANN e R.KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies: a comparative and functional approach*, in *The Anatomy of Corporate Law*, New York, Oxford University Press, 2009, 21, «an 'agency problem' – in the most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party, termed the 'principal', depends upon actions taken by another party, termed the 'agent'».

Agency costs of agency capitalism



Ebbene, è proprio nella prospettiva indicata sopra che deve essere inquadrato il fenomeno dei *proxy advisors*. In particolare, nel caso in cui essi prestino i servizi di consulenza in materia di voto in assenza di conflitti di interessi e su base indipendente, essi potrebbero certamente garantire un equo bilanciamento tra interessi degli *agents* (ai vari livelli della catena in cui si articolano gli operatori del mercato finanziario) e dei *principals*. Tali operatori sarebbero in grado – ad avviso di chi scrive – di ridurre i costi di agenzia.

Il voto raccomandato dai *proxy advisors* indipendenti dovrebbe – quanto meno in linea di principio – essere formulato nel *best interest* del quotista del fondo, che con tali risorse patrimoniali investe nelle società quotate, non potendo gli amministratori del fondo stesso votare secondo il proprio apprezzamento ma dovendosi conformare a quanto raccomandato dal *proxy advisor*.

6. *Prospettive recenti di riforma nella proposta di Financial Choice Act of 2016.*

Nel maggio 2016, è stato presentato al *Committee on Financial Services of the United States House of Representatives* il testo H.R. 5311 in materia di riforma della disciplina dei *proxy advisors* ⁽¹⁸⁴⁾. Il testo è contenuto nel *Financial Choice Act of 2016*, alle *sections* 1081-83, che, una volta approvato, apporterà modifiche al *Securities Exchange Act of 1934*.

La sezione dedicata alla riforma della normativa sui *proxy advisors* è rubricata *Corporate Governance Reform and Transparency*. Già dal titolo, si evince quale sia la ragione di tale intervento normativo, e segnatamente quello di garantire un elevato livello di trasparenza circa l'operato e l'organizzazione dei consulenti di voto; e ciò sin dalla fase della loro registrazione presso appositi elenchi, nell'ottica di garantire una maggiore efficienza dei mercati finanziari in considerazione del ruolo preminente che attualmente riveste l'industria dei *proxy advisors* ⁽¹⁸⁵⁾.

La riforma della disciplina dei *proxy advisors* nasce dalla necessità di rispondere in maniera concreta alla richiesta di maggiore tracciabilità e monitoraggio dell'azione dei *proxy advisors* ⁽¹⁸⁶⁾; in particolare, ciò che negli Stati Uniti è

(¹⁸⁴) Tutti gli atti sono consultabili al seguente link <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/5311/all-actions?q=%7B%22search%22%3A%5B%22H.R.+5311%22%5D%7D&resultIndex=1&overview=closed#tabs>.

(¹⁸⁵) Si v. A.BORSELLI, *Progetto di legge federale negli Stati Uniti per la regolazione dell'attività dei proxy advisors*, in *Riv. soc.*, 2016, 750 e ss. In particolare, l'A. osserva che il progetto di legge è «diretto ad apportare una serie di modifiche al *Securities Exchange Act of 1934* per regolare l'attività delle società di *proxy advisor*, dichiaratamente al fine di proteggere gli investitori e l'economia statunitense, incrementando gli standards di responsabilità, trasparenza e concorrenza in tale settore».

(¹⁸⁶) In proposito, cfr. D.A.KATZ e L.A.MCINTOSH, *Holding Activists and Proxy Advisory Firms Accountable?*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, del 31 maggio 2016, consultabile in <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/05/31/holding-activists-and-proxy-advisory-firms-accountable/>.

rimproverato alla scarsa normativa attualmente in vigore nella materia *de qua* è che (a) i *proxy advisors* operano secondo “criteri opachi” ⁽¹⁸⁷⁾; (b) le analisi dagli stessi effettuate sono talvolta imprecise ⁽¹⁸⁸⁾; (c) essi si trovano strutturalmente in situazioni di conflitto di interesse ⁽¹⁸⁹⁾.

In risposta alle critiche dianzi richiamate, la riforma della disciplina dei *proxy advisors* in discussione nei competenti organi legislativi americani prevede una serie di interventi, anche rilevanti (e di seguito richiamati), che impongono l’adozione di misure specifiche a carico dei *proxy advisors* unitamente a nuove prerogative in capo alla SEC.

Anzitutto, viene stabilita l’illegittimità della condotta di chi utilizzi il servizio postale, o qualsiasi altro mezzo di informazione, al fine di fornire ricerche, analisi o raccomandazioni in materia di voto in favore dell’utente finale, ove il soggetto che fornisce tali informazioni (*i.e.*, il *proxy advisor*), sollecitando l’adesione al

⁽¹⁸⁷⁾ Si v. E.BATTS, *Yet Another Congressional Proposed Corporate Reform: Proxy Advisory Firms in the Crosshairs*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, del 20 luglio 2016, consultabile in <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/07/20/yet-another-congressional-proposed-corporate-reform-proxy-advisory-firms-in-the-crosshairs/>. In particolare, l’A. ritiene che «*Certain criteria used in evaluating proposals — particularly in the area of executive compensation and the refreshing of employee equity incentive plans, are perceived as “black boxes”, generally not easily understood and inflexible when applied to unusual or unique circumstances.*».

⁽¹⁸⁸⁾ Sul punto, E.BATTS, *op. cit.*, ad avviso dell’A. «*ISS and Glass Lewis are responsible for evaluating thousands of proxy statements—the majority of which still occur within the traditional compressed spring cycle of a couple of months for companies whose fiscal year end is December 31. The advisory firms can be perceived as making mistakes in the analysis, for which they may or may not be open to conversation and correction. The proxy firms would maintain that with sufficient advance planning, an issuer will have plenty of time to help correct mistakes—but issuers who are running businesses may not have that at the forefront of their list of priorities.*».

⁽¹⁸⁹⁾ Ancora, si v. E.BATTS, *op. cit.*, che ha osservato come «*ISS offers consulting services — fees to essentially explain their black boxes. They claim to “firewall” the consulting segment of their business from the proxy advisory segment — going to the extent that the respective teams are housed in separate buildings. In return for consulting fees, ISS will work with a company to model the company’s compensation policies and corporate governance policies. Nonetheless, there is a perception of an apparent — or at worst actual — conflict of interest in offering companies services for which a company is then scored by ISS.*».

servizio del cliente inconsapevole, non sia registrato presso gli appositi elenchi previsti dalla normativa proposta.

Nell'ottica di riforma, la registrazione (e dunque il conseguente assoggettamento a vigilanza esterna) diventerà lo strumento necessario al fine di poter svolgere l'attività di *proxy advising*. In proposito, è infatti stabilito che per poter operare nel mercato statunitense, la società di consulenza di voto sarà tenuta a depositare presso la SEC una *application form* per la registrazione, contenente determinate informazioni, tra cui, a mero titolo esemplificativo, informazioni circa l'adozione da parte della società di consulenza di un adeguato codice etico, nonché di misure idonee alla gestione di eventuali conflitti di interesse⁽¹⁹⁰⁾.

Entro novanta giorni dal suddetto *filing*, la SEC potrà rilasciare l'autorizzazione alla registrazione, iscrivendo l'istante, ovvero avviare un procedimento *ad hoc* volto a verificare l'opportunità di concedere o negare l'autorizzazione alla registrazione. In tale ultimo caso, il procedimento potrà includere una comunicazione dei motivi del rifiuto della registrazione (inclusa l'opportunità di partecipare ad un'apposita audizione). La registrazione potrà essere negata qualora il *proxy advisor* non presenti adeguate risorse finanziarie e manageriali in grado di fornire continuativamente accurati servizi di consulenza.

⁽¹⁹⁰⁾ In particolare, ai sensi del la Sec. 15H “*Registration of proxy advisory firms*”, «*An application for registration under this section shall contain information regarding – (i) a certification that the applicant has adequate financial and managerial resources to consistently provide proxy advice based on accurate information;(ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in developing proxy voting recommendations, including whether and how the applicant considers the size of a company when making proxy voting recommendations; (iii) the organizational structure of the applicant; (iv) whether or not the applicant has in effect a code of ethics, and if not, the reasons therefor; (v) any potential or actual conflict of interest relating to the ownership structure of the applicant or the provision of proxy advisory services by the applicant, including whether the proxy advisory firm engages in services ancillary to the provision of proxy advisory services such as consulting services for corporate issuers, and if so the revenues derived therefrom;(vi) the policies and procedures in place to manage conflicts of interest under subsection (f); and (vii) any other information and documents concerning the applicant and any person associated with such applicant as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors*».

Alla SEC spetterà poi il compito di procedere alla pubblicazione sul proprio sito *internet* di tutta la documentazione acquisita dai *proxy advisors* ai fini della registrazione.

La proposta di legge in disamina prevede, inoltre, che una volta ottenuto il nulla osta della SEC alla registrazione, il *proxy advisor* sarà tenuto a modificare e aggiornare prontamente l'*application form* ove le informazioni o i documenti a tal fine prodotti divengano obsoleti.

A ciò si aggiunga che, entro novanta giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, i *proxy advisors* dovranno depositare presso la SEC una dichiarazione attestante che le informazioni trasmesse con l'*application form* per la registrazione siano ancora esatte e che non sussistono eventuali modifiche alla registrazione, e la SEC potrà pertanto prescrivere loro, ove interessi pubblici di protezione e tutela del mercato lo esigano: (a) di certificare che le informazioni e i documenti di cui all'*application form* per la registrazione siano accurati e veritieri in tutti gli aspetti maggiormente significativi, e (b) di provvedere ad elencare ogni cambiamento significativo intervenuto nel corso dell'anno.

Peraltro, la proposta di legge pone a carico della SEC il potere/dovere di sospendere, per un periodo non superiore a dodici mesi, o revocare la registrazione del *proxy advisor* ove constati che quest'ultimo (ovvero una delle persone ad esso associate) ⁽¹⁹¹⁾ abbia commesso o omesso determinati atti ovvero si trovi in determinate situazioni ⁽¹⁹²⁾ tali da giustificare l'applicazione di una

⁽¹⁹¹⁾ Per persone associate devono intendersi, ai sensi della proposta di riforma della disciplina dei *proxy advisors*, «any partner, officer, or director of a proxy advisory firm (or any person occupying a similar status or performing similar functions), any person directly or indirectly controlling, controlled by, or under common control with a proxy advisory firm, or any employee of a proxy advisory firm, except that persons associated with a proxy advisory firm whose functions are clerical or ministerial shall not be included in the meaning of such term. The Commission may by rules and regulations classify, for purposes or any portion or portions of this Act, persons, including employees controlled by a proxy advisory firm».

⁽¹⁹²⁾ In particolare, ai sensi della proposta di riforma della disciplina dei *proxy advisors*, «The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of, suspend for a period not exceeding 12 months, or revoke the registration of any registered proxy advisory firm if the Commission finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that

delle suddette misure in via necessaria, ovvero auspicata, per la tutela degli investitori e, più in generale, nell'interesse pubblico.

Il legislatore statunitense si preoccupa altresì di prevedere disposizioni in materia di recesso volontario del *proxy advisor* dalla registrazione, ovvero la cancellazione della registrazione direttamente ad opera della SEC.

Per quanto concerne il recesso volontario, il *proxy advisor* sarà tenuto ad inviare alla SEC una comunicazione scritta di recesso; con riferimento alla cancellazione ad opera della SEC, invece, essa potrà avvenire solo nel caso in cui la Commissione constati che il *proxy advisor* abbia cessato di svolgere la propria attività caratteristica (“inattività”).

I *proxy advisors* saranno chiamati a stabilire, mantenere e dare attuazione a politiche e procedure che riflettano la natura del *business* svolto al fine di indirizzare e gestire eventuali conflitti di interessi. La SEC potrà emanare norme tecniche al fine di proibire o richiedere la gestione e la comunicazione di conflitti di interessi (¹⁹³). Sul punto la SEC potrà scegliere se adottare regole che vietino

such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is necessary for the protection of investors and in the public interest and that such registered proxy advisory firm, or any person associated with such an organization, whether prior to or subsequent to becoming so associated — (1) has committed or omitted any act, or is subject to an order or finding, enumerated in subparagraph (A), (D), (E), (H), or (G) of section 15(b)(4), has been convicted of any offense specified in section 15(b)(4)(B), or is enjoined from any action, conduct, or practice specified in subparagraph (C) of section 15(b)(4), during the 10-year period preceding the date of commencement of the proceedings under this subsection, or at any time thereafter; (2) has been convicted during the 10-year period preceding the date on which an application for registration is filed with the Commission under this section, or at any time thereafter, of — (A) any crime that is punishable by imprisonment for one or more years, and that is not described in section 15(b)(4)(B); or (B) a substantially equivalent crime by a foreign court of competent jurisdiction; (3) is subject to any order of the Commission barring or suspending the right of the person to be associated with a registered proxy advisory firm; (4) fails to furnish the certifications required under subsections (b)(2)(C)(ii)(I) and (c)(2); (5) has engaged in one or more prohibited acts enumerated in paragraph (1); or (6) fails to maintain adequate financial and managerial resources to consistently offer advisory services with integrity, including by failing to comply with subsections (f) or (g)».

(¹⁹³) Ai sensi della proposta di riforma della disciplina dei *proxy advisors*, i conflitti di interessi potrebbero derivare da «(A) the manner in which a registered proxy advisory firm is compensated by the client, or any affiliate of the client, for providing proxy advisory services; (B) the provision of consulting,

il conflitto di interessi, ovvero che ne impongano la comunicazione e la gestione.

I *proxy advisors* saranno inoltre tenuti a dotarsi di uno *staff* tecnico idoneo a produrre adeguate raccomandazioni di voto, dovendo inoltre avvalersi di procedure idonee a consentire ai soggetti che richiedano la loro consulenza di poter avere accesso alle raccomandazioni di voto in tempo ragionevole. I *proxy advisors*, peraltro, dovranno dotarsi di un esponente in grado di ricevere e risolvere eventuali doglianze circa l'accuratezza delle informazioni prodotte nel minor tempo possibile.

Si noti poi che i *proxy advisors* saranno altresì chiamati a inviare – su base confidenziale – alla SEC, secondo i termini dalla stessa stabiliti, le proprie relazioni finanziarie periodiche, appositamente certificate da un revisore indipendente.

All'inizio dell'esercizio sociale, il *proxy advisor* dovrà comunicare alla SEC il numero di delibere assembleari verificate dal proprio *staff* nonché la quantità di raccomandazioni in materia di voto fornite nel corso dell'esercizio precedente. I *proxy advisors* saranno tenuti a depositare presso la SEC, e poi pubblicare, un documento informativo contenente l'indicazione delle metodologie utilizzate per la formulazione delle politiche di voto e delle raccomandazioni di voto.

La SEC, dal canto suo, dovrà pubblicare con cadenza annuale sul proprio sito *internet* un *report* sulle attività dei *proxy advisors* ⁽¹⁹⁴⁾.

advisory, or other services by a registered proxy advisory firm, or any person associated with such registered proxy advisory firm, to the client; (C) business relationships, ownership interests, or any other financial or personal interests between a registered proxy advisory firm, or any person associated with such registered proxy advisory firm, and any client, or any affiliate of such client; (D) transparency around the formulation of proxy voting policies; (E) the execution of proxy votes if such votes are based upon recommendations made by the proxy advisory firm in which someone other than the issuer is a proponent; (F) issuing recommendations where proxy advisory firms provide advisory services to a company; and (G) any other potential conflict of interest, as the Commission deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

⁽¹⁹⁴⁾ In particolare, tale *report* dovrà contenere i seguenti elementi informativi «(A) the quality of proxy advisory services issued by proxy advisory firms; (B) the financial markets; (C) competition among proxy advisory firms; (D) the

La proposta di modifica della normativa in materia di *proxy advisors* è stata oggetto di una prima critica da parte del *Council of Institutional Investors* (¹⁹⁵), in quanto l'intervento normativo in esame prevedrebbe una stringente regolamentazione a carico delle società di consulenza senza beneficio alcuno fruitori dell'attività di consulenza, e cioè i fondi pensione e altri investitori istituzionali.

In particolare, ad avviso del *Council of Institutional Investors*, la proposta di legge sembra essere basata sull'inesatto convincimento che l'attività dei *proxy advisors* si concretizzi in un'illecita influenza sull'esercizio del voto nelle assemblee, posto che, come precisato nel corso del presente capitolo, molto spesso i risultati di voto dipendono dalle raccomandazioni espresse dai *proxy advisors* (¹⁹⁶).

Ad avviso del *Council of Institutional Investors* la proposta di legge indebolirebbe il ruolo della *corporate governance* negli Stati Uniti, che ad oggi si basa sulla responsabilità esclusiva del

incidence of undisclosed conflicts of interest by proxy advisory firms; (E) the process for registering as a proxy advisory firm; and (F) such other matters relevant to the implementation of this subtitle and the amendments made by this subtitle, as the Commission determines necessary to bring to the attention of the Congress; (5) identify problems, if any, that have resulted from the implementation of this subtitle and the amendments made by this subtitle; and (6) recommend solutions, including any legislative or regulatory solutions, to any problems identified under paragraphs (4) and (5)».

(¹⁹⁵) Si tratta di una associazione apartitica, senza scopo di lucro, i cui membri includono i principali azionisti di lungo termine.

(¹⁹⁶) Secondo K.BERTSCH, *The Regulation of Proxy Advisory Firms*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, del 26 settembre 2016, consultabile al seguente link <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/26/the-regulation-of-proxy-advisory-firms/> «*The proposed legislation appears to be based on the false premise that proxy advisory firms dictate proxy voting results. Many pension funds and other institutional investors contract with proxy advisory firms to obtain and review their research. But most large holders vote according to their own guidelines. The independence that shareowners exercise when voting their proxies is evident in the statistics related to "say on pay" proposals and director elections. Although Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), the largest proxy advisory firm, recommended against these proposals at 12 percent of Russell 3000 companies in 2016, only 1.7 percent of those proposals received less than majority support from shareowners. Similarly, although ISS opposed the election of 6.5 percent of director-nominees during the most recent proxy season, just 0.2 percent failed to obtain majority support. We are unaware of any compelling empirical evidence indicating that pension funds and other institutional investors are outsourcing their voting responsibilities to proxy advisory firms*».

consiglio di amministrazione nei confronti dei soci.

Con la proposta di legge, si ridurrebbe il grado di rapporto fiduciario fra *proxy advisors* e loro clienti, orientando le politiche aziendali dei *proxy advisors* più al servizio delle società quotate piuttosto che degli investitori ⁽¹⁹⁷⁾.

Nel dettaglio, le maggiori preoccupazioni che l'adozione delle norme sopra descritte potrebbe comportare, riguardano, secondo il *Council of Institutional Investors*:

(i) la richiesta ai *proxy advisors* di rendere note in anticipo le proprie politiche di voto, dando alle società l'opportunità di rivederle e di poter incidere su un eventuale cambiamento della raccomandazione a proprio vantaggio, nonché la possibilità di rivolgersi ad un arbitro in caso di doglianze ⁽¹⁹⁸⁾. In altre parole, il diritto di poter rivedere e analizzare le raccomandazioni di voto da parte degli emittenti conferirebbe a questi ultimi la possibilità di esercitare una significativa influenza sui *report* dei *proxy advisors* e quindi sulle raccomandazioni di voto stesse;

(ii) la richiesta alla SEC di valutare l'adeguatezza delle risorse finanziarie e manageriali delle società di consulenza. In realtà, ad avviso del *Council of Institutional Investors*, tale valutazione dovrebbe essere effettuata direttamente dall'investitore

⁽¹⁹⁷⁾ In proposito, K.BERTSCH, *op. cit.*, ha sostenuto che «*Proxy advisory firms, while imperfect, play an important and useful role in enabling effective and cost-efficient independent research, analysis and informed proxy voting advice. In our view, the proposed legislation would undermine proxy advisory firms' ability to provide a valuable service to pension funds and other institutional investors*».

⁽¹⁹⁸⁾ Ancora, K.BERTSCH, *op. cit.*, sottolinea come «*The requirement that the proxy advisory firms resolve company complaints prior to the voting on the matter would create an incentive for companies subject to criticism to delay publication of reports as long as possible. Pension funds and other institutional investors would have less time to analyze the reports and recommendations in the context of their own customized proxy voting guidelines to arrive at informed voting decisions. Time already is tight, particularly in the highly concentrated spring "proxy season," due to the limited period between company publication of the annual meeting proxy statement and annual meeting dates. Moreover, the proposed legislation does not appear to contemplate a parallel requirement that dissidents in a proxy fight, or proponents of shareowner proposals, also receive the recommendations and research in advance. This would violate an underlying tenet of U.S. corporate governance that where matters are contested in corporate elections, management and dissident shareowners should operate on an even playing field*».

istituzionale che si rivolge al *proxy advisor* ⁽¹⁹⁹⁾;

(iii) la proposta di legge da un lato incrementerebbe i costi a carico degli investitori istituzionali per l'utilizzo del servizio offerto dai *proxy advisors*, e, dall'altro lato, limiterebbe la concorrenza tra le imprese che offrono tali tipologie di servizi attraverso l'imposizione di severe barriere all'ingresso, venendo a replicare in tale settore il problema dell'oligarchia competitiva che ha caratterizzato prima il *business* della revisione dei conti e poi quello delle agenzie di *rating*.

Fermo restando che la proposta di legge potrà subire delle modifiche in corso d'opera (dovendo essere ancora approvata dal Senato e dal Presidente), e considerato che l'esito del procedimento legislativo si profila decisamente arduo ed incerto ⁽²⁰⁰⁾ non v'è dubbio che essa sia stata concepita al fine di porre rimedio a quei problemi strutturali che hanno caratterizzato per diverso tempo,

⁽¹⁹⁹⁾ In particolare, nel 2014, la SEC ha emesso lo *Staff Legal Bulletin No. 20* (June 13, 2014), consultabile al seguente link <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>, in cui è stato riaffermato che i consulenti di investimento hanno il dovere di verificare l'attività svolta dai *proxy advisors*, difatti «it is the staff's position that an investment adviser that receives voting recommendations from a proxy advisory firm should ascertain that the proxy advisory firm has the capacity and competency to adequately analyze proxy issues, which includes the ability to make voting recommendations based on materially accurate information». Secondo K.BERTSCH, *op. cit.*, «We are unaware of any compelling empirical evidence indicating that the guidance is not being followed or that the burdensome federal regulatory scheme contemplated by the proposed legislation is needed».

⁽²⁰⁰⁾ In particolare, sono state espresse forti posizioni da parte dei due principali *proxy advisors*. Si v. le posizioni espresse da ISS, *Statement of Gary Retelny, President and CEO Institutional Shareholders Services Inc. to the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, May 17, 2016*, consultabile al seguente link <https://www.issgovernance.com/file/duediligence/iss-statement-hfsc-17-may-2016.pdf> e da Glass Lewis, *Statement of Katherine H. Rabin Chief Executive Officer Glass, Lewis & Co. for the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises, May 17, 2016*, consultabile al seguente link http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/05/2016_0517_Glass-Lewis-HFSS-Testimony_FINAL.pdf. Entrambi i *proxy advisors* ritengono che non si sono verificate nel mercato situazioni di crisi che giustifichino una regolamentazione così stringente del fenomeno, ma soprattutto ritengono che molti obblighi previsti dal progetto di legge siano già seguiti dai *proxy advisors*, si pensi ad esempio alla pubblicazione delle metodologie utilizzate per l'elaborazione delle raccomandazioni di voto, ovvero la gestione del conflitto di interessi.

ormai, l'operato dei *proxy advisors*.

Coerentemente con tali premesse, pertanto, si noti come la necessaria registrazione della società di consulenza in materia di voto presso la SEC comporta l'applicazione di maggiori controlli da parte della medesima autorità sul *proxy advisor*, sia a livello operativo che a livello gestionale e manageriale. Inoltre, la pubblicazione delle informazioni relative alle attività prestate nell'esercizio precedente e alle metodologie utilizzate al fine di produrre raccomandazioni di voto, potrà certamente avere un'incidenza sulla reputazione che tali soggetti hanno sul mercato, incrementando la trasparenza; si innalzerà così presumibilmente e corrispondentemente anche la fiducia che gli investitori ripongono su tali operatori del mercato. Quanto precede, tra l'altro, garantisce una effettiva *professionalità* delle società di consulenza, e la prevenzione (o comunque la corretta gestione) di eventuali conflitti d'interessi.

In estrema sintesi, riecheggiano le riflessioni, e le reazioni legislative, che hanno caratterizzato dapprima le risposte normative alla crisi del *business model* adottato dalle società di revisione *post* Enron (che è sfociata nell'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act*) e poi, poco dopo, l'irrigidimento della disciplina applicabile alle agenzie di rating a seguito delle loro cattive performance nel contesto della crisi *post* Lehman (che ha determinato negli Stati Uniti l'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006) ⁽²⁰¹⁾.

In altre parole, ove dovesse essere effettivamente adottata la normativa statunitense in osservazione, anche il settore del *proxy advising* – al pari di quanto accaduto in settori limitrofi negli anni

⁽²⁰¹⁾ Il *Credit Rating Agency Reform Act*, modificando e integrando in diverse parti il *Securities and Exchange Act* del 1934, per la prima volta regolamentava in maniera sistematica l'attività di rating e assegna alla SEC significativi poteri di vigilanza e normazione secondaria. Tale apparato normativo è stato successivamente integrato e modificato dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 21 luglio 2010, in modo da adeguare le disposizioni alle esigenze emerse nell'ambito della crisi della finanza strutturata. Anche l'Unione europea ha ritenuto opportuno un intervento normativo in materia, tanto che il Parlamento europeo ha approvato in data 23 aprile 2009 il Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito, successivamente più volte modificato e integrato

scorsi – non sarebbe più in mano di codici di autodisciplina e della discrezionale adozione degli stessi da parte delle società di consulenza di voto, ma diverrebbe anch'esso soggetto a una regolamentazione esterna, imperativa e a maggior presidio degli interessi pubblicistici alla più efficiente allocazione e gestione del pubblico risparmio ⁽²⁰²⁾.

⁽²⁰²⁾ Come osservato in dottrina, A.BORSELLI, *Progetto di legge federale*, op. cit., 752 l'intervento del legislatore statunitense si basa su un approccio completamente diverso rispetto a quello del legislatore europeo. Quest'ultimo è interessato a far sì che la regolamentazione dei *proxy advisors* si basi sull'adozione di codici di autodisciplina, senza la necessità di prevedere norme stringenti come negli Stati Uniti. Ad avviso di chi scrive, tale approccio diverso tra i due legislatori, rappresenta una conferma ulteriore al fatto che è necessaria una regolamentazione del fenomeno a livello legislativo, non essendo evidentemente sufficiente a garantire il benessere del mercato e dei suoi investitori la autoregolamentazione. Per quanto concerne il contesto europeo, si segnalano le medesime perplessità. In proposito, si v. P.G.MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 e ss., il quale ritiene che «L'attenuarsi dei morsi della crisi dovrebbe costituire un terreno favorevole ad un recupero di soft law, o di attenta combinazione tra soft e hard law, di riflessione sulle prospettive di enforcement efficaci ma non invasivi della gestione. Potrebbe essere questa l'occasione per rendersi conto che il passato regolatorio non è una porta chiusa, ma un terreno da rivisitare con coraggio dalle nuove Autorità europee di supervisione. È anche questa una carta importante per chi continua a credere nel cammino europeo».

CAPITOLO 4

LA RESPONSABILITÀ CIVILE DEI *PROXY ADVISORS*

SOMMARIO: 1. Il problema della responsabilità da informazioni finanziarie inesatte. – 2. La responsabilità dei fornitori di informativa derivata: il caso delle società di revisione. – 3. (*Segue*): gli analisti finanziari. – 4. (*Segue*): le agenzie di *rating*. – 5. La responsabilità dei *proxy advisors*: gli elementi costitutivi. – 6. I profili di responsabilità extracontrattuale. – 7. (*Segue*): l'elemento soggettivo. – 8. (*Segue*): l'ingiustizia del danno e il nesso di causalità. – 9. Quale spazio per una responsabilità da contatto sociale? – 10. I profili di responsabilità contrattuale.

1. Il problema della responsabilità da informazioni finanziarie inesatte.

Una forma di responsabilità civile caratterizzata da connotati peculiari è quella derivante dalla divulgazione di “informazioni inesatte” in ambito finanziario, e ciò a prescindere dal luogo e dalla circostanza in cui tali dati e notizie siano forniti al pubblico⁽²⁰³⁾.

Da tempo oramai la “*responsabilità da informazioni inesatte*”, ove fornite in un contesto di mercato, costituisce un’area di interesse dottrinale e giurisprudenziale ampiamente indagata, in cui rimangono ancora oggi zone grigie e questioni interpretative aperte; tanto da far sembrare attuale la considerazione secondo cui la responsabilità da informazioni inesatte si troverebbe nella «*terra di nessuno tra contratto e fatto illecito*»⁽²⁰⁴⁾.

In altre parole, la responsabilità da informazioni inesatte rappresenterebbe il tipico esempio di quell’«*area di turbolenza ai*

⁽²⁰³⁾ In questi termini, P.GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, 217 e ss.

⁽²⁰⁴⁾ In tal senso F.BUSNELLI, *Itinerari europei nella “terra di nessuno tra contratto e fatto illecito”*: la responsabilità da informazioni inesatte, in *Contr. e impresa*, 1991, 539 e ss.

confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale»⁽²⁰⁵⁾.

In proposito occorre premettere che l'informazione economica si è nel tempo "materializzata", venendo a configurare una sorta di prodotto «*sul quale esercitare il diritto di proprietà e che può essere acquistato, venduto e fatto circolare nel mercato e, pertanto, deve ricevere l'attenzione del legislatore comunitario e nazionale*»⁽²⁰⁶⁾.

In materia assumono rilievo centrale talune norme contenute nella Costituzione italiana, e in particolare l'art. 21 in materia di libertà di stampa, l'art. 41 in materia di libertà di iniziativa economica e l'art. 47 in materia di raccolta del pubblico risparmio.

Tradizionalmente, la necessità di prevedere delle norme specifiche in materia di responsabilità da informazioni inesatte deriva dalla natura del rapporto che si instaura tra chi rende l'informazione e chi la riceve. L'obiettivo del legislatore è quello di garantire la produzione e successiva divulgazione di un'informazione che sia il più possibile completa e veritiera⁽²⁰⁷⁾, cercando di bilanciare la tutela degli interessi degli investitori e le ragioni di efficienza e buon andamento del mercato.

Difatti, poiché il valore dell'investimento finanziario dipende da diversi fattori, spesso accade che il soggetto sollecitato non abbia a disposizione sufficienti informazioni e, anche per poter

⁽²⁰⁵⁾ L'espressione è di C.CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 1997, 177 e ss.

⁽²⁰⁶⁾ L.DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating, Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Cedam, Padova, 2012, 259.

⁽²⁰⁷⁾ G.FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009, 367 e ss. L'A. sottolinea come l'asimmetria informativa assuma rilevanza quando si profili il rischio che «*l'esito delle trattative si riveli inaspettatamente iniquo, oneroso o insoddisfacente, a discapito del soggetto meno informato, tenuto conto che la carenza di informazioni è una delle cause più frequenti di squilibri contrattuali. La mancanza di informazioni adeguate, per quantità e per qualità, infatti, determina l'impossibilità per la parte di esercitare validamente la propria autonomia contrattuale, in quanto, in assenza di informazioni idonee, il contraente non può esprimere un consenso consapevole rispetto alla conclusione del contratto. Per questa ragione, nell'ambito dell'informazione finanziaria, quando tale asimmetria si riduce, poiché si è in presenza di un investitore esperto, i doveri informativi si attenuano fortemente e l'intermediario è sollevato da tutta una serie di specifici adempimenti informativi*».

effettuare i propri investimenti a rischi tendenzialmente bassi, faccia affidamento sulle valutazioni formulate da operatori del mercato competenti e indipendenti.

È noto, poi, che le negoziazioni all'interno del mercato finanziario siano caratterizzate dalla più ampia incertezza sul risultato economico auspicato; proprio per tale ragione, il legislatore mira generalmente a garantire comportamenti particolarmente rigorosi a carico degli operatori del mercato, i quali sono tenuti ad operare con trasparenza e correttezza sulla base dell'informativa economica resa, e senza che si manifestino eventuali conflitti di interesse.

Quanto precede, in astratto, sembrerebbe sufficiente a garantire un investimento "sicuro" per il risparmiatore, diminuendo il grado di rischiosità patologica dell'investimento. In altri termini, così procedendo, si contribuirebbe a creare un criterio di distribuzione dei rischi, per cui potranno distinguersi, da un lato, le ipotesi in cui la perdita economica subita dall'investitore derivi dall'alea di rischiosità intrinseca dell'investimento in prodotti finanziari e dell'andamento economico di tali prodotti, e dall'altro lato, le ipotesi in cui il danno sia una conseguenza riconducibile all'inadempimento da parte dell'operatore qualificato; solo in questo secondo caso, infatti, il pregiudizio subito dall'investitore non si sarebbe verificato qualora l'operatore qualificato avesse operato secondo i canoni di diligenza che gli dovrebbero essere propri.

Ebbene, in tale contesto, uno degli elementi principali per valutare la diligenza dell'attività svolta dall'operatore qualificato diviene l'adempimento ai doveri informativi ad esso spettanti; tale elemento sarebbe difatti idoneo a tutelare l'interesse dell'investitore e - in generale - il buon andamento e l'integrità dei mercati finanziari ⁽²⁰⁸⁾.

⁽²⁰⁸⁾ Secondo V.SALAFIA, *op. cit.*, 1030 «Le informazioni dirette al pubblico servono essenzialmente per dare notizia a chiunque ne abbia interesse delle caratteristiche economiche e giuridiche dei titoli emessi dalle società quotate nei mercati regolamentati, nonché dei momenti essenziali della vita delle stesse società, la cui conoscenza possa influire sulle decisioni sia dei soci per il mantenimento della loro partecipazione o del possesso di titoli obbligazionari o

Inoltre, nei mercati finanziari l'asimmetria informativa si riduce in presenza di un investitore esperto, con conseguente attenuazione anche dei doveri informativi alla base del rapporto tra l'intermediario (o, comunque, il fornitore professionale di informazioni) e il cliente qualificato ⁽²⁰⁹⁾. Inoltre, ove l'asimmetria informativa si riduca, vien da sé che si attenui anche il rischio che nel corso delle trattative l'investitore esperto possa subire un pregiudizio di natura informativa.

Alla luce di quanto precede, e tenuto conto del tessuto normativo domestico che non offre risposte univoche in tema di responsabilità da informazioni inesatte, la responsabilità di tal guisa rappresenta uno dei luoghi di elezione in cui si è tradizionalmente manifestata la progressiva *crisi* della distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, nonché il definitivo superamento, per quanto concerne la responsabilità extracontrattuale, della configurazione dell'ingiustizia del danno in termini di lesione di un diritto soggettivo assoluto e non anche degli interessi meritevoli di tutela risarcitoria.

Per quanto concerne l'applicazione delle norme generali concernenti la responsabilità civile, occorre muovere dall'art. 2043 cod. civ. Tale norma troverebbe applicazione laddove

similari, sia dei terzi che vadano alla ricerca di buone occasioni per l'investimento dei propri risparmi».

⁽²⁰⁹⁾ In proposito, si noti come secondo la teoria dei mercati efficienti (*efficient capital market hypothesis*), «per la corretta formazione dei prezzi, funzionale all'efficienza informativa dei mercati, è sufficiente che le informazioni siano a disposizione degli investitori professionali per i quali risulta conveniente sostenere i costi di ricerca e rielaborazione delle informazioni e che possiedono le conoscenze e le risorse necessarie a tal fine. I piccoli investitori sono perciò posti in condizione di approfittare dell'azione degli investitori professionali, la cui attività di trading fa sì che le informazioni siano incorporate nei prezzi, i quali assumono in tal modo valenza segnaletica verso tutti gli operatori del mercato», in questi termini G.STRAMPELLI, *L'informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 339 e ss. In questo senso, cfr., in luogo di molti, R.J.GILSON e R.H.KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, 549 e ss. e più di recente, IDD., *Market efficiency after the financial crisis: it's still a matter of information costs*, in *Virginia Law Review*, Vol. 100, No. 2, 2014, 313 e ss. Per una sintesi delle critiche alla teoria dei mercati efficienti, si v. B.BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *44 Loy. U. Chi. L.J.*, 2013, 1493 e ss.

l'informazione economica produca effetti pregiudizievoli verso terzi che non entrano nel rapporto contrattuale con il fornitore di informativa derivata, al ricorrere dei relativi presupposti di attivazione.

Come detto, non è revocabile in dubbio che l'obiettivo della normativa a presidio della trasmissione dell'informativa derivata risieda nel garantire un'informazione che sia il più possibile completa e veritiera ⁽²¹⁰⁾. In tale contesto, si è affermata con sempre maggior vigore la responsabilità di soggetti che, attraverso la propria attività, sono in grado di incidere sulle scelte di investimento dei risparmiatori, contribuendo pertanto con la loro attività di sintesi ed elaborazione di un'informativa primaria – e successiva trasmissione a beneficio degli investitori finali – a veicolare il pubblico risparmio verso determinati beneficiari in luogo di altri.

In estrema sintesi, l'elemento che accomuna – sul piano della responsabilità – l'*agere* di fornitori di informativa derivata del calibro di società di revisione, agenzie di *rating*, analisti finanziari e *proxy advisors*, seppur con tutte le diversità del caso, è dato dalla loro attività di intermediazione nel processo di produzione e diffusione dell'informativa in materia finanziaria; ciò contribuisce a influenzare le scelte di investimento dei risparmiatori e, dunque, il successo di determinate iniziative imprenditoriali a dispetto di altre. E ciò sia nell'ottica degli emittenti che in quella dei risparmiatori; categorie, entrambe, potenzialmente beneficate o danneggiate da una elaborazione e/o allocazione non ottimale dei

⁽²¹⁰⁾ G.FACCI, *Il danno*, op. cit., 367 e ss. L'A. sottolinea come l'asimmetria informativa assuma rilevanza quando si profili il rischio che «l'esito delle trattative si riveli inaspettatamente iniquo, oneroso o insoddisfacente, a discapito del soggetto meno informato, tenuto conto che la carenza di informazioni è una delle cause più frequenti di squilibri contrattuali. La mancanza di informazioni adeguate, per quantità e per qualità, infatti, determina l'impossibilità per la parte di esercitare validamente la propria autonomia contrattuale, in quanto, in assenza di informazioni idonee, il contraente non può esprimere un consenso consapevole rispetto alla conclusione del contratto. Per questa ragione, nell'ambito dell'informazione finanziaria, quando tale asimmetria si riduce, poiché si è in presenza di un investitore esperto, i doveri informativi si attenuano fortemente e l'intermediario è sollevato da tutta una serie di specifici adempimenti informativi».

flussi informativi in materia finanziaria.

2. *La responsabilità dei fornitori di informativa derivata: il caso delle società di revisione.*

Alla luce di quanto precede, si riassumono di seguito i principali aspetti in merito alla responsabilità delle società di revisione.

La disciplina della revisione contabile fino a qualche anno fa confusamente disseminata tra codice civile e TUF, è oggi racchiusa in un autonomo *corpus* normativo rappresentato dal d.lgs. 39 del 2010, attuativo della direttiva 2006/43/CE, che impone «*di mantenere una totale indipendenza dal soggetto revisionato: scopo della nuova normativa è, dunque, quello di creare un mercato efficiente attraverso un sensibile potenziamento del requisito di indipendenza dei revisori e della vigilanza pubblica sull'attività di quelli*» (²¹¹). Le disposizioni contenute nel citato decreto si applicano a tutte le società di capitali e completa definitivamente il processo di separazione tra il controllo sull'amministrazione e quello contabile, fino ad allora affidati entrambi al collegio sindacale. Già nel '74 era stato avviato un procedimento di affidamento del controllo contabile ad un revisore esterno (²¹²).

Si noti che il ruolo svolto dalla società di revisione consiste nel verificare e accertare che il bilancio redatto e approvato dal consiglio di amministrazione delle società non contenga errori che possano condizionare le scelte (anche di investimento) di soggetti esterni alle società medesime (²¹³).

(²¹¹) Così, E.FREGONARA e M.CAVANNA, *La revisione contabile*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M.Irrera, Giappichelli, Torino, 2016, 454.

(²¹²) Per un'analisi dettagliata della materia, si rinvia a M.BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, Milano, Giuffrè, 1985.

(²¹³) Cfr. Tribunale di Milano, 4 novembre 2008, n. 12949. In tale sentenza, si rileva che «*poiché il controllo del revisore si pone ad ulteriore garanzia del rispetto del principio di chiarezza e di corretta rilevazione dei dati contabili inseriti nei bilanci delle società quotate, destinati ad influire sull'andamento delle contrattazioni dei titoli collocati sul mercato, l'attività del revisore non può certamente limitarsi ad un formale esame del mero dato contabile che, invece, va periodicamente svolto unitamente ad eventuali altri indici di comparazione,*

In particolare, ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010, la società di revisione (i) esprime con apposita relazione un giudizio sull'attendibilità e la conformità del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato, ove redatto, alle norme di legge nonché (ii) verifica nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili ⁽²¹⁴⁾.

In altre parole, il ruolo svolto dalla società di revisione nel contesto dei mercati finanziari è di vigilanza pubblicistica ⁽²¹⁵⁾, in quanto tali società nel verificare i bilanci sono tenute a considerare non soltanto gli interessi della società il cui bilancio è oggetto di verifica e revisione ma anche e soprattutto gli interessi dei soggetti (terzi) che consuleranno il bilancio revisionato e che pertanto sulla base delle informazioni ivi contenute effettueranno le proprie scelte di investimento ⁽²¹⁶⁾.

quali gli atti deliberativi del consiglio di amministrazione, gli eventuali rilievi dei sindaci, nonché la documentazione di supporto ricevuta attraverso le previste procedure di ricezione (circularizzazioni) e le notizie economiche sull'andamento del settore di mercato in cui opera la società revisionata, con riferimento alle passate gestioni ed alle prospettive future. Per espletare correttamente questo ruolo, pertanto, è necessario che la società di revisione osservi in primo luogo i protocolli di comportamento che regolano la sua attività, richiamati nel regolamento Consob, proprio perché funzionali al contenimento del rischio di verifiche formali non idonee a garantire un effettivo controllo. La sua certificazione finale, difatti, opera come sigillo di garanzia di rilievi svolti secondo le procedure stabilite e i parametri normativi che regolano la stesura dei bilanci».

⁽²¹⁴⁾ In proposito, per un'analisi delle differenze tra società di revisione, collegio sindacale e dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, si v. P.VALENSISE, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M.Irrera, Zanichelli, Torino, 2016, 339 e ss.

⁽²¹⁵⁾ Cfr. Cassazione civile, 18 luglio 2002, n. 10403. In tale sentenza, si rileva che «la ratio dell'attività di revisione è quella di garantire l'interesse pubblicistico alla affidabilità delle contrattazioni e del mercato mobiliare».

⁽²¹⁶⁾ In questi termini, L.DI DONNA, *op. cit.*, 314. In particolare, l'A. richiama G.ALPA, *Nuovi profili della responsabilità della società di revisione*, in *Econ. dir. terziario*, 2007, 698-699, il quale evidenzia come un documento di lavoro predisposto dalla Commissione europea nel 2007 a seguito della ricerca della *London Economics (Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes)* veniva sottolineato come in Europa i revisori siano responsabili in solido con i componenti degli organi amministrativi delle società oggetto di revisione, pertanto saranno responsabili anche per gli eventuali pregiudizi arrecati a seguito del comportamento degli amministratori medesimi.

La circostanza che la società di revisione certifichi che le informazioni contenute nel bilancio revisionato siano corrette e veritiere produce degli impatti sul mercato finanziario, in quanto tale attività è in grado di creare un legittimo affidamento sugli investitori, i quali – come detto – basano, *inter alia*, le proprie scelte di investimento proprio sulle informazioni documentate nei bilanci, conseguentemente, le informazioni contenute nel bilancio non sarebbero più delle informazioni della società revisionata (nascenti pertanto dalla mano degli amministratori della società) ma assumerebbero la qualifica di informazioni certificate da un soggetto qualificato ed esterno e come tali attendibili e veritiere.

Proprio in considerazione dell'importante ruolo svolto dalle società di revisione nel contesto dei mercati finanziari, il legislatore è intervenuto in materia in diverse occasioni, e da ultimo, come poc'anzi anticipato, con il d.lgs. 39/2010, attuativo della direttiva 2006/43/CE, con l'obiettivo «*di non gravare le società di revisione di una responsabilità eccessivamente onerosa, che avrebbe finito per scoraggiare l'attività di revisione, per incentivare i revisori ad uscire dal mercato e, in ogni caso, per aumentare il costo delle revisioni, che avrebbe dovuto tenere conto dei rischi relativi alle richieste di risarcimento dei danni*»⁽²¹⁷⁾.

Ebbene, in materia di responsabilità civile della società di

⁽²¹⁷⁾ Cfr. Tribunale di Milano, 4 novembre 2008, n. 12949. In tale sentenza, si rileva che «*poiché il controllo del revisore si pone ad ulteriore garanzia del rispetto del principio di chiarezza e di corretta rilevazione dei dati contabili inseriti nei bilanci delle società quotate, destinati ad influire sull'andamento delle contrattazioni dei titoli collocati sul mercato, l'attività del revisore non può certamente limitarsi ad un formale esame del mero dato contabile che, invece, va periodicamente svolto unitamente ad eventuali altri indici di comparazione, quali gli atti deliberativi del consiglio di amministrazione, gli eventuali rilievi dei sindaci, nonché la documentazione di supporto ricevuta attraverso le previste procedure di ricezione (circularizzazioni) e le notizie economiche sull'andamento del settore di mercato in cui opera la società revisionata, con riferimento alle passate gestioni ed alle prospettive future. Per espletare correttamente questo ruolo, pertanto, è necessario che la società di revisione osservi in primo luogo i protocolli di comportamento che regolano la sua attività, richiamati nel regolamento Consob, proprio perché funzionali al contenimento del rischio di verifiche formali non idonee a garantire un effettivo controllo. La sua certificazione finale, difatti, opera come sigillo di garanzia di rilievi svolti secondo le procedure stabilite e i parametri normativi che regolano la stesura dei bilanci*».

revisione, si noti come l'art. 15 del d.lgs. 39/2010 che abroga e sostituisce l'art. 2409-*sexies* cod. civ. e l'art. 164 del TUF ⁽²¹⁸⁾, disciplini espressamente la responsabilità delle società di revisione, venendo in rilievo sia il rapporto tra la società di revisione e la società revisionata (che ha conferito l'incarico), sia il rapporto tra la società di revisione e i terzi che prendono visione delle informazioni contenute nel bilancio revisionato ⁽²¹⁹⁾.

Ciò posto, dalla lettura della norma e facendo ricorso alle categorie tipiche del diritto comune in materia di responsabilità – sebbene non sia espressamente specificato – la responsabilità delle società di revisione si sviluppa su due distinti binari, non necessariamente convergenti, ovverosia: da un lato, la *responsabilità contrattuale* qualora a subire un pregiudizio sia la società committente (*i.e.* la società revisionata), parte del rapporto contrattuale con la società di revisione e, dall'altro lato, la *responsabilità extracontrattuale* qualora si profilino dei danni nei confronti di terzi, soci o investitori (cioè di soggetti che non rientrano tra le parti del contratto di revisione) ⁽²²⁰⁾.

⁽²¹⁸⁾ Cfr. T.TOMASI, sub art. 15 d.lgs. 39/2010, in *Commentario TUF*, a cura di F.Vella, Giappichelli, Torino, 2012, 2002, la quale rileva che «*Il legislatore, nel delineare la disciplina della responsabilità degli incaricati alla revisione legale, ha così eliminato il rinvio al regime della responsabilità previsto per i sindaci dall'art. 2407 c.c., norma che assumeva un ruolo centrale nel previgente sistema della responsabilità dei soggetti preposti ai controlli, sia interni che esterni, alla società*».

⁽²¹⁹⁾ Ai sensi dell'art. 15 del d.lgs. 39/2010 «*1. I revisori legali e le società di revisione legale rispondono in solido tra loro e con gli amministratori nei confronti della società che ha conferito l'incarico di revisione legale, dei suoi soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento ai loro doveri. Nei rapporti interni tra i debitori solidali, essi sono responsabili nei limiti del contributo effettivo al danno cagionato.*

2. Il responsabile della revisione ed i dipendenti che hanno collaborato all'attività di revisione contabile sono responsabili, in solido tra loro, e con la società di revisione legale, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati. Essi sono responsabili entro i limiti del proprio contributo effettivo al danno cagionato.

3. L'azione di risarcimento nei confronti dei responsabili ai sensi del presente articolo si prescrive nel termine di cinque anni dalla data della relazione di revisione sul bilancio d'esercizio o consolidato emessa al termine dell'attività di revisione cui si riferisce l'azione di risarcimento.».

⁽²²⁰⁾ Come rilevato in dottrina «*a lamentare i danni per negligente revisione contabile sono generalmente i terzi e quasi mai la stessa società (contraente)*

Con riguardo alla prima tipologia di responsabilità, quella contrattuale ⁽²²¹⁾, essa riguarda i rapporti tra la società di revisione e la società revisionata nel caso in cui la prima non adempia agli obblighi nascenti dal contratto di revisione e arrechi un pregiudizio alla seconda ⁽²²²⁾. Affinchè possa essere esperita l'azione sociale nei confronti della società di revisione, l'inadempimento deve aver cagionato un danno alla società in conseguenza dalla violazione dei doveri dei revisori. In particolare, gli obblighi cui è tenuta la società di revisione sono

(a) quelli previsti dall'art. 14 del d.lgs. 39/2010 (i.e., il giudizio sul bilancio e la verifica periodica della contabilità),

(b) sebbene non più espressamente previsto, la vigilanza da parte della società di revisione sui fatti degli amministratori (per quanto di competenza) ⁽²²³⁾;

(c) quelli previsti contrattualmente ⁽²²⁴⁾.

revisionata: il negozio intercorre tra due soggetti, i revisori e la società revisionata, ma a lamentare i danni per il negligente adempimento non è quasi mai la creditrice della prestazione mal eseguita, ma soggetti estranei a quel contratto, i quali sono stati pregiudicati nelle scelte di investimento, a causa delle informazioni inesatte provenienti dai revisori», così G.Facci, *Il danno, op. cit.*, 266.

⁽²²¹⁾ La natura contrattuale di tale tipologia di responsabilità era già stata evidenziata nel vigore della normativa previgente. In particolare, si v. Tribunale di Roma, 26 aprile 1999, in *Giur. comm.*, 2000, II, 701 e ss.; Corte Appello di Milano, 27 marzo 2001, in *BBTC*, 2003, II, 319. Con riguardo al contratto di revisione, si noti come vi è stato chi ritiene che esso rientri tra i contratti di appalto ovvero tra altri contratti tipici, e chi invece ritiene che si tratti di contratto atipico.

⁽²²²⁾ In proposito, si v. Tribunale di Milano, 18 giugno 1992, ove si evince che «l'azione di responsabilità contro la società di revisione per negligente certificazione può essere esercitata dagli amministratori, senza necessità di previa deliberazione assembleare».

⁽²²³⁾ Cfr. T.TOMASI, *op. cit.*, 2003, la quale rileva che «Indicazioni in questo senso si possono cogliere sia negli obblighi, essenzialmente informativi e di trasparenza, imposti e nei poteri riconosciuti dall'art. 14, commi 6 e 7, sia, per gli enti di interesse pubblico, nell'obbligo previsto dall'art. 19, comma 3, che impone ai revisori di presentare al comitato di controllo interno una relazione che abbia particolare riguardo alle carenze significative rilevate nel sistema di controllo interno in relazione al processo di informativa finanziaria».

⁽²²⁴⁾ Sul punto, T.TOMASI, *op. cit.*, 2003. L'A. ritiene sottolineare che «Ulteriore fonte degli obblighi del revisore legale è rappresentata dal contratto stipulato con la società revisionata che potrà conferire altri e più ampi obblighi in capo al revisore, non rientranti nel contenuto specifico della prestazione di revisione legale di cui al già citato art. 14».

Si noti poi, come la dottrina abbia ritenuto che concorrano a «definire il complesso degli obblighi posti a capo dell'incaricato della revisione legale, i principi di deontologia, di riservatezza e di segreto professionale, di cui all'art. 9, i principi di indipendenza ed obiettività, ai sensi dell'art. 10, nonché i principi di revisione internazionale che verranno adottati ai sensi dell'art. 11, d.lgs. n. 39 del 2010. Questi ultimi rivestono particolare importanza, ricomprendendo sia regole di comportamento volte a determinare la misura della diligenza dovuta nello svolgimento dell'incarico, sia norme tecniche che danno attuazione, riempiendoli di contenuto concreto, agli obblighi previsti dalla legge»⁽²²⁵⁾.

La condotta illecita del revisore, poi, ai fini della responsabilità deve provocare un danno effettivo⁽²²⁶⁾, che deve essere conseguenza diretta e immediata dell'inadempimento del revisore⁽²²⁷⁾.

Si noti poi come la giurisprudenza prevalente ritenga che le attività prestate dalle società di revisione (e dunque da tutti i soggetti coinvolti nella attività di revisione) si qualificano come

⁽²²⁵⁾ In questi termini, T.TOMASI, *op. cit.*, 2003. In particolare, l'A. rammenta come tali principi siano già stati affermati dalla giurisprudenza precedente al d.lgs. 39/2010: Tribunale di Milano, 18 giugno 1992, in *Giur. it.*, 1993 in cui in materia di responsabilità esterna dei revisori, si è affermato che è negligente il comportamento della società di revisione che pur avendo effettuato le proprie verifiche sulla contabilità, non aveva rilevato una sottostima del fondo ammortamenti finanziari e di quello svalutazione crediti causati da un "programma pirata" che modificava i totali e non gli addendi.

⁽²²⁶⁾ Sulla materialità del danno, cfr. Cassazione Civile 23804/2008, Tribunale di Salerno, 11 novembre 2008, Tribunale di Torino, 10 marzo 2008, in *Corr. merito*, 2008, 816.

⁽²²⁷⁾ Come rilevato da T.TOMASI, *op. cit.*, 2004 «è sostenibile che tale pregiudizio, sofferto dalla società revisionata, debba essere, ai sensi dell'art. 1223 c.c., conseguenza diretta e immediata del comportamento negligente o doloso del revisore, *rectius*, dell'inadempimento a lui imputabile. In questo senso si è espressa la giurisprudenza, occupandosi della questione della risarcibilità delle c.d. *trading losses* (ossia quelle perdite subite dalla società nel normale svolgimento della propria attività di impresa)». Giova in proposito rammentare inoltre un orientamento giurisprudenziale che in applicazione alla regola della causalità giuridica, aggiunge ai danni immediati e diretti i pregiudizi mediati e indiretti che si trovino in relazione "normale" con l'illecito, se non sono eccezionali o di sproporzionata gravità rispetto all'inadempimento. Sul punto, Cassazione Civile, 1° luglio 2002, n. 9556, Cassazione Civile, 10 maggio 2000, n. 5962, Cassazione Civile, 3 maggio 1996, n. 3084.

servizi professionali ⁽²²⁸⁾, di talché alle norme speciali contenute nel d.lgs. 39/2010 dovranno poi aggiungersi quelle del diritto civile e segnatamente la disciplina contenuta all'art. 2229 cod. civ. ⁽²²⁹⁾.

Difatti, la disciplina speciale della responsabilità contrattuale della società di revisione si caratterizza per delle peculiarità

⁽²²⁸⁾ In tal senso, Tribunale di Milano, 4 novembre 2008, n. 12949, in *Giustizia a Milano*, 2008, 77, ove è stabilito che «l'attività di certificazione comporta il rilievo professionale, che si accompagna al bilancio certificato, sulla corretta tenuta dei dati contabili della società e l'accertamento della congruenza dei dati contabili coi fatti di gestione che esprimono [...]. [La responsabilità dei revisori] si deve misurare coi particolari doveri dei revisori, previsti in linea generale in termini di controllo non soltanto formale della regolare tenuta delle scritture contabili, cui si aggiunge un dovere di esame e di indagine sulla corretta rilevazione dei fatti gestionali nelle scritture contabili; ai doveri di controllo e di indagine si accompagnano specifici poteri di acquisizione di documenti e di informazioni, nonché il dovere di svolgere accertamenti, ispezioni e controlli sulla società soggetta a revisione. Si tratta dunque di una funzione diversa da quella, per certi versi più diversificata e ampia, esercitata dai sindaci, tenuti in generale al controllo ed alla vigilanza della corretta amministrazione della società, attività cui si affianca un dovere di controllo contabile che è necessariamente meno approfondito di quello di stretta competenza della società di revisione». Sulla diligenza professionale che deve connotare l'attività del revisore, si noti come «Individuare il livello e il grado di diligenza che devono essere osservati dai revisori non è compito semplice, soprattutto se parametrati alle diverse realtà aziendali che le società di revisione si trovano a gestire. La verità è che le società di revisione spesso debbono esprimere una valutazione relativamente a bilanci complessi e vengono chiamate a certificare situazioni economico-finanziarie e risultati contabili che possono anche non essere del tutto trasparenti. Il pensiero corre all'ipotesi di manipolazione dolosa dei bilanci e dei documenti societari da parte degli amministratori o dei soggetti addetti alla contabilità. In questo caso, il comportamento ingannevole di colore che hanno predisposto i dati falsi può indurre in errore gli stessi revisori che, confidando incolpevolmente nella buona fede della società che si sottopone al loro giudizio, finiscono per formulare una valutazione erronea e, pertanto, non corrispondente alla realtà. È ovvio che non si può imputare ai revisori la responsabilità per un danno che non hanno contribuito a cagionare; diverso sarebbe se i revisori fossero conniventi con la società revisionata e avessero partecipato alla realizzazione della fattispecie pregiudizievole», in questi termini L.DI DONNA, *op. cit.*, 323.

⁽²²⁹⁾ Cfr. Bussoletti, sub art. 2409-sexies – art. 15, 373, il quale rileva che «a seguito della riforma può dirsi completata la “lunga marcia” della revisione contabile [...] verso il riconoscimento in termini di professione intellettuale [...] in particolare, pressoché pacifico essendo che nell'attività di revisione contabile le capacità intellettuali sono predominanti rispetto all'applicazione meccanica di regole tecniche (regole tecniche che nel caso di specie sono rappresentate dai principi contabili e dai principi di revisione), che rappresentano semplicemente una guida per il revisore contabile senza che la sua autonomia, discrezionalità e responsabilità ne risultino eliminate».

specifiche disciplinate dall'art. 15 sopra menzionato, rispetto alla disciplina della responsabilità contrattuale contenuta nelle norme di diritto comune, in particolare all'art. 1218 cod. civ.

In primo luogo, rispetto al diritto comune, la responsabilità della società di revisione risulta essere connotata dall'elemento della solidarietà tra diversi soggetti, difatti ai sensi dell'art. 15 del d.lgs. 39/2010, la società di revisione, il revisore legale, il responsabile della revisione e tutti i soggetti coinvolti nella revisione, nonché gli amministratori della committente siano solidalmente (e dunque indistintamente) responsabili nei confronti della medesima committente per gli eventuali danni ad essa arrecati, fermo restando che nei rapporti interni, tali soggetti ripartiranno la propria responsabilità in base all'effettiva causazione all'*eventus damni* e, conseguentemente, colui che abbia eventualmente risarcito il danno, potrà rivalersi sugli altri soggetti coinvolti nell'attività di revisione. Da ciò deriva che la società committente può convenire in giudizio e richiedere pertanto il risarcimento dei danni a tutti i soggetti poc'anzi citati *«senza essere tenuto ad accertare l'efficienza causale all'inadempimento della condotta di ciascuno dei danneggianti e senza dover dimostrare, peraltro, la colpa del/dei danneggiante/i, ma soltanto l'inadempimento, il danno e il nesso causale tra il primo e il secondo»*⁽²³⁰⁾.

In secondo luogo, un ulteriore elemento che differenzia la responsabilità della società di revisione rispetto al diritto comune riguarda la prescrizione. I termini infatti, nella disciplina speciale, sono ridotti alla metà (cinque anni dalla data della relazione di revisione sul bilancio rilasciata dalla società di revisione al termine dell'attività di revisione cui si riferisce l'azione di responsabilità)⁽²³¹⁾.

⁽²³⁰⁾ Così L.DI DONNA, *op. cit.*, 318 e ss. Nello specifico, la società committente dovrà dimostrare che il pregiudizio subito è conseguenza immediata e diretta del comportamento

⁽²³¹⁾ Prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 39/2010, l'art. 2409-*sexies* cod. civ. e l'art. 164 TUF disponevano che i cinque anni dovessero essere computati dalla data di cessazione dell'incarico. La scelta del legislatore si spiega con un'esigenza di certezza del diritto e *«trova fondamento nel dare importanza al momento in cui si produce effettivamente il danno, seppure sconti un disallineamento con i termini di prescrizione degli organi amministrativi e di controllo interno»*, così T.TOMASI, *op. cit.*, 2009. L'A. inoltre evidenzia come

Come anticipato, la giurisprudenza più avveduta ha riconosciuto alla figura della società di revisione natura di servizio professionale, per l'effetto, i soggetti coinvolti nel procedimento di revisione (sebbene siano dei dipendenti della società di revisione) svolgono una attività professionale nascente da un contratto che li rende direttamente e personalmente responsabili nei confronti della società revisionata per gli eventuali danni cagionati dall'attività di revisione. Tale conclusione vale anche se il contratto di revisione è stipulato tra la società committente e la società di revisione (e non il dipendente di quest'ultima). La fonte della responsabilità di tali soggetti si colloca nella non diligente esecuzione della prestazione contrattualmente stabilita tra committente e società di revisione. Infatti, il revisore dovendo impiegare la propria professionalità nell'esecuzione della prestazione, risponde nei confronti dei terzi a titolo di responsabilità contrattuale. Ai fini della configurazione di una responsabilità del professionista, occorre dar prova che sia stata violata la responsabilità di cui all'art. 1176, comma 2, cod. civ. *«salvo ovviamente escludere la responsabilità se la società di revisione ha dovuto risolvere problemi tecnici di speciale difficoltà ed il suo comportamento inadempiente non era connotato dal dolo o dalla colpa grave»* ⁽²³²⁾.

La seconda tipologia di responsabilità ascrivibile alla società di revisione è quella che trae origine dal rapporto tra la società di revisione e i soci della società revisionata nonché i terzi (investitori). In proposito, si rammenta come sia discussa la natura di tale responsabilità: per un verso, vi è chi ritiene che essa abbia natura extracontrattuale riferibile pertanto alla responsabilità aquiliana di cui all'art. 2043 cod. civ. ⁽²³³⁾, per altro verso, invece, alcuni autori ritengono basandosi sul dato letterale della norma che parla di *inadempimento*, che tale responsabilità abbia natura contrattuale. Vi è poi un ulteriore orientamento che, definendo

secondo una parte della dottrina, in realtà, tale trattamento differenziato tra gli organi sociali e la società di revisione in materia di prescrizione espone l'art. 15, comma 3 del d.lgs. 39/2010 a possibili profili di illegittimità costituzionale.

⁽²³²⁾ Così L. DI DONNA, *op. cit.*, 322 e ss.

⁽²³³⁾ In tal senso, Cassazione Civile, n. 15220/2010, 6870/2010 e 8359/2007, ASSONIME, *Il testo unico della revisione legale*, Circolare n. 16 del 3 maggio 2010, 15 e ss.

come contrattuale qualunque ipotesi di responsabilità nascente dall'inadempimento di una obbligazione preesistente, riconduce la responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi come contrattuale a seguito non della violazione del precetto *neminem laedere* ma per la violazione di obblighi comportamentali previsti *ex lege* ⁽²³⁴⁾. Invero, si noti come l'inadempimento contrattuale da cui origina la responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi non deriva da un contratto a favore di terzo di cui all'art. 1411 cod. civ. Difatti, sia nella revisione obbligatoria che in quella volontaria non si rinvergono gli elementi tipici del contratto in favore di terzo: *i.e.*, l'interesse delle controparti contrattuali alla prestazione in favore di un terzo e il connessi diritto del terzo nei confronti del promittente. Infatti, la società di revisione ha come obiettivo quello di certificare e dunque verificare la correttezza e la veridicità delle informazioni contenute nel bilancio e tale attività viene resa alla società committente. I terzi restano, pertanto, estranei a tale negozio giuridico, ma potendo prendere visione delle informazioni contenute nel bilancio revisionato e su di esse basare le proprie scelte di investimento, possono subire un pregiudizio nel caso in cui le informazioni sia erronee o fuorvianti.

Come rilevato da attenta dottrina, l'eventuale erroneità delle informazioni contenute nel bilancio revisionato rilevano solo se cagionano un danno ai terzi, non essendo configurabile un diritto soggettivo del terzo alla correttezza delle informazioni revisionate dalle società di revisione ⁽²³⁵⁾. Sulla scorta delle medesime argomentazioni, la dottrina esclude la configurabilità di una responsabilità da contatto sociale ⁽²³⁶⁾.

⁽²³⁴⁾ Cfr. *ex multis*, G.M.BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005, 169.

⁽²³⁵⁾ In proposito, si v. F.GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. e impresa*, 1985, 11, il quale ritiene che «enunciare il diritto di non essere danneggiato da dichiarazioni non veritiere equivale ad enunciare un diritto che sorge solo nel momento in cui viene leso, ossia il diritto di non essere danneggiato, e si finisce con il ritenere risarcibile qualsiasi danno arrecato con dolo o colpa, indipendentemente dalla qualificazione come danno ingiusto».

⁽²³⁶⁾ Cfr. L.DI DONNA, *op. cit.*, 327 e ss. spec. 328, «nella materia della revisione, invece, il revisore legale non svolge una prestazione nei confronti dei terzi investitori, bensì solo nei confronti della società revisionata e, di conseguenza, non entra in contatto con i terzi».

Alla luce delle considerazioni che precedono, la responsabilità della società di revisione nei confronti dei soci della società revisionata e dei terzi non può che avere natura extracontrattuale, trovando così applicazione quanto previsto in materia dal diritto comune e, segnatamente, l'art. 2043 cod. civ.

Venendo all'analisi degli elementi contenuti nell'art. 15 del d.lgs. 39/2010, si noti anzitutto come la società di revisione, il revisore legale, il responsabile della revisione e tutti i soggetti coinvolti nella revisione, nonché gli amministratori della società committente (anche in questo caso) sono solidalmente responsabili per gli eventuali danni ad essa arrecati ai terzi.

La fonte della responsabilità di tali soggetti si colloca nell'inadempimento degli obblighi assunti contrattualmente ovvero per legge verso la società il cui bilancio è oggetto di revisione ⁽²³⁷⁾.

Poiché, come detto, la responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi ha natura extracontrattuale, si noti che l'onere probatorio è carico del danneggiato, che è tenuto, per l'effetto, a dimostrare (i) l'ingiustizia del danno, (ii) il nesso causale tra la condotta e il danno ingiusto, nonché (e soprattutto) (iii) la componente soggettiva della condotta della società di revisione. A tale ultimo proposito si noti come occorre verificare se il revisore (dunque il soggetto persona fisica che effettivamente svolge l'attività di revisione) risponda del danno arrecato anche in termini di colpa lieve. Come poc'anzi precisato, la società di revisione svolge una attività professionale, pertanto il livello di intensità della colpa non può che arrestarsi al dolo e alla colpa grave in virtù di una applicazione analogica del dettato di cui all'art. 2236 cod. civ.

Altro elemento di difficile prova per il terzo danneggiato dall'inesattezza delle informazioni contenute nel bilancio revisionato risulta essere il nesso causale. In particolare, occorre dare prova del fatto che il terzo abbia subito un pregiudizio a

⁽²³⁷⁾ In proposito, si v. Cassazione Civile, 18 luglio 2002, n. 10403 in cui si precisa «anche nello svolgimento dell'attività di revisione contabile non obbligatoria alla società incaricata può essere imputata la responsabilità extracontrattuale per la lesione dei diritti di soggetti terzi al rapporto contrattuale allorché tali soggetti avessero fatto affidamento sulle risultanze della revisione di cui si è appurata l'erroneità»..

seguito dell'affidamento alle informazioni della società di revisione, e non anche ad altre informazioni di pubblico dominio. Difatti, se è vero che la società di revisione certifica la veridicità delle informazioni contenute nei bilanci e che a seguito di tale verifica i bilanci divengono di pubblico dominio, è altresì vero che il mondo dell'informazione non si arresta ai soli bilanci revisionati ma si compone di tantissime altre informazioni diffuse sul mercato da altri soggetti (ad es. dalla società medesima, dalle agenzie di *rating*, dagli intermediari finanziari, dagli analisti finanziari, dalla stampa economica etc.).

L'ultimo elemento di cui deve dare prova il terzo danneggiato, è di aver subito un danno ingiusto. Il danno si configurerebbe nell'affidamento che i terzi fanno sul giudizio della società di revisione, che tuttavia deve essere incolpevole.

3. (Segue): gli analisti finanziari.

Al fine di procedere ad una analisi completa della responsabilità degli analisti finanziari (²³⁸), occorre anzitutto distinguere gli analisti finanziari secondo due distinte categorie: *i.e.*, (i) coloro che agiscono per proprio conto o per conto di enti ovvero istituti finanziari e (ii) coloro che esprimono opinioni in materia finanziaria per la pubblicazione su quotidiani o riviste economiche

(²³⁸) Sebbene non vi sia traccia di una definizione nell'ordinamento domestico, per analista finanziario si intende colui che fornisce a terzi «*analisi in forma scritta o verbale, basate su consolidate tecniche di analisi finanziaria*», in questi termini, si v. il documento finale rilasciato nel settembre 2003 dal Forum Group EU sugli analisti finanziari. In altre parole, si tratta di soggetti che studiano i fondamentali degli emittenti ed emettono dei veri e propri giudizi e raccomandazioni sui titoli. In proposito, si distinguono tre diverse categorie di analisti finanziari: (i) i *sell side analysts*, cioè quei soggetti che lavorano per conto delle società di intermediazione, broker o dealer, la cui attività si incentra nell'indirizzare le scelte di investimento dei clienti delle società di intermediazione stesse; (ii) i *buy side analysts*, cioè quei soggetti i quali lavorano per conto di money manager istituzionali, la cui attività è volta ad orientare le scelte del portafoglio di tali soggetti; ed (iii) gli *independent analysts*, cioè quei soggetti che svolgono attività in conto proprio o per conto di altri soggetti che comunque non sono riconducibili a gruppi di intermediari finanziari.

(²³⁹).

Con riferimento agli analisti finanziari indicati al precedente punto (i), occorre ulteriormente distinguere tra coloro che ricevono l'incarico direttamente dall'investitore o dalla società e coloro che invece operano in favore di un ente che presta un servizio di consulenza. In particolare, se l'incarico è svolto in favore di un investitore o di un emittente, l'eventuale responsabilità ha sicuramente natura contrattuale e quindi l'analista risponde per l'eventuale inadempimento dell'obbligazione dedotta in contratto secondo le regole del diritto comune, in particolare in base a quanto previsto dagli artt. 1218 e 1453 cod. civ. Il danneggiato pertanto dovrà, in sede di risarcimento danni derivante dalla responsabilità contrattuale, dare prova dell'inadempimento, del danno e del nesso causale tra inadempimento e danno subito, restando invece a carico dell'analista finanziario l'onere di provare che l'inadempimento deriva dall'impossibilità della prestazione dovuta a causa allo stesso non imputabile. Per quanto concerne il danno risarcibile, si noti come il risarcimento si arresta alla perdita subita dal soggetto con cui l'analista si è impegnato contrattualmente e al mancato guadagno. In altre parole, se il danneggiato è l'investitore, il danno è rappresentato dalla svalutazione economica del prezzo del titolo e

(²³⁹) In proposito, si v. P.GIUDICI, *op. cit.*, 400 e ss., il quale precisa che «gli analisti finanziari non sono pagati dall'emittente, ma offrono la propria attività dietro corrispettivo degli investitori interessati o senza corrispettivo, per promuovere il "consumo" di altri servizi finanziari [...]. Con il termine analista si distinguono comunemente due diverse figure. Da un lato stano i buy-side analysts, che operano per imprese finanziarie quali, per esempio, le società di gestione del risparmio e svolgono attività di studio mirata a indirizzare le scelte d'investimento del gestore. Le loro raccomandazioni non hanno, pertanto, uno sbocco esterno, ossia non sono indirizzate al mercato. Dall'altro lato stanno i sell-side analysts. Essi operano tipicamente per gli intermediari che offrono un'ampia gamma di servizi d'investimento e le loro raccomandazioni sono rivolte a raggiungere, direttamente o indirettamente, una platea di destinatari anche molto ampia. In genere i risultati della loro ricerca sono indirizzati anzitutto a investitori istituzionali e privati che pagano per queste informazioni (distribuzione primaria), prima che esse siano pubblicate gratuitamente a disposizione del pubblico degli investitori [...]. A queste due tipologie si affianca la figura dell'analista indipendente, che però è più rara. Si tratta di quell'analista che non opera integrato con un gestore o un'impresa d'investimento e che lavora a favore di propri abbonati, che possono essere investitori istituzionali o anche privati».

quindi dalla differenza tra valore reale del titolo e valore del titolo a seguito della analisi errata; se il danneggiato è la società, il danno è rappresentato dalla differenza tra il prezzo assegnato al titolo e il suo valore effettivo, ovvero dalla perdita di investimenti dovuti all'erronea valutazione del titolo ⁽²⁴⁰⁾.

Ove, invece, si ravvisasse un danno nei confronti dei terzi che non sono parte del rapporto contrattuale, la responsabilità dell'analista si inquadra nell'alveo della responsabilità extracontrattuale di cui all'art. 2043 cod. civ. ⁽²⁴¹⁾. Difatti, le informazioni che vengono formulate dagli analisti finanziari sono in grado di incidere sulle scelte di (dis)investimento del mercato, generando anch'esse (al pari delle informazioni bilancistiche oggetto di valutazione e giudizio della società di revisione) un legittimo affidamento dei risparmiatori/investitori. L'analista finanziario infatti in virtù del ruolo che svolge, cioè professionista, è tenuto a svolgere le proprie attività con la diligenza professionale che contraddistingue coloro che svolgono attività professionali. Pertanto nella redazione di studi e ricerche (nonché nella valutazione di una responsabilità) dovrà applicarsi la diligenza del professionista. In proposito, si noti come l'art. 114, comma 8 del TUF stabilisce che coloro che producono e diffondono studi e ricerche e comunque coloro che propongono strategie di investimento, sono tenuti a presentare le informazioni in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce. Nel dare attuazione a tale norma di carattere generale, la Consob ha previsto (agli artt. 69 e ss. del Regolamento sugli emittenti) che le raccomandazioni devono riportare in maniera

⁽²⁴⁰⁾ Cfr. L.DI DONNA, *op. cit.*, 340-341, il quale aggiunge «di poi, trattandosi di responsabilità contrattuale, il risarcimento può estendersi anche al danno che non era prevedibile nel momento in cui è stata assunta l'obbligazione inadempita, se l'inadempimento è dipeso dal dolo dell'analista finanziario».

⁽²⁴¹⁾ In proposito si noti quanto osservato da P.GIUDICI, *op. cit.*, 404 e ss., inerente al «problema dell'eccessiva forza deterrente di un regime di responsabilità che, in caso anche di semplice colpa, renda responsabile l'analista dei danni subiti da tutti coloro che abbaino operato sul mercato nel momento in cui le informazioni erano diffuse, senza considerare in alcun modo la posizione di coloro che hanno inconsapevolmente beneficiato dell'informazione finanziaria inesatta diffusa dall'analista».

chiara e visibile l'identità del soggetto responsabile della loro produzione, devono essere prodotte assicurando, in ogni caso, che (a) i fatti vengano tenuti chiaramente distinti dalle interpretazioni, dalle valutazioni, dalle opinioni o da altri tipi di informazioni non fattuali, (b) tutte le fonti siano attendibili ovvero che, qualora vi siano dubbi sulla loro attendibilità, ciò venga chiaramente indicato, (c) tutte le proiezioni, tutte le previsioni e tutti gli obiettivi di prezzo siano chiaramente indicati come tali e che siano indicate le principali ipotesi elaborate nel formularli o nell'utilizzarli ⁽²⁴²⁾. Inoltre, qualora il soggetto pertinente sia un analista finanziario indipendente, un soggetto abilitato, una persona giuridica collegata, un altro soggetto pertinente la cui attività principale consiste nella produzione di raccomandazioni, ovvero un loro dipendente o collaboratore, il soggetto pertinente è tenuto ad assicurare almeno che nelle raccomandazioni: (aa) tutte le più importanti fonti di informazioni vengano indicate in maniera appropriata, ivi compreso l'emittente, assieme all'indicazione se la raccomandazione sia stata comunicata all'emittente e modificata a seguito di tale comunicazione prima della diffusione al pubblico; (bb) ogni elemento di base o ogni metodologia utilizzati per valutare uno strumento finanziario o un emittente strumenti finanziari o per fissare un obiettivo di prezzo di uno strumento finanziario venga riassunto in maniera adeguata; (cc) il significato di ogni raccomandazione formulata, quale “acquistare”, “vendere” o “mantenere”, che includa eventualmente anche l'orizzonte temporale dell'investimento al quale la raccomandazione si riferisce, venga adeguatamente spiegato e che ogni eventuale rischio, ivi compresa un'analisi di sensibilità delle pertinenti ipotesi, venga segnalato in maniera appropriata; (dd) venga menzionata, se del caso, la prevista frequenza degli aggiornamenti della raccomandazione, nonché ogni modifica di rilievo della politica di copertura precedentemente annunciata; (ee) vengano indicate in modo chiaro e visibile la data in cui la raccomandazione è stata diffusa per la prima volta, nonché la data e l'ora cui si riferiscono tutti i prezzi degli strumenti finanziari menzionati; (ff) nel caso in

⁽²⁴²⁾ Cfr. art. 69-bis del Regolamento Emittenti.

cui una raccomandazione differisca da una raccomandazione relativa allo stesso strumento finanziario o allo stesso emittente emessa nel corso dei dodici mesi immediatamente precedenti la sua pubblicazione, tale modifica e la data della precedente raccomandazione vengano indicate in modo chiaro e visibile⁽²⁴³⁾.

Come anticipato, l'analista finanziario si identifica anche in quel soggetto che esprime opinioni in materia finanziaria per la pubblicazione su quotidiani o riviste economiche. Come noto, l'informazione finanziaria diffusa attraverso quotidiani e/o riviste specializzate è un'informazione *libera* come previsto dall'art. 21 della Costituzione. Il servizio offerto dalla stampa specializzata in materia economica e finanziaria rappresenta un servizio fondamentale per il mercato, in quanto consente agli investitori di avere conoscenza di determinate circostanze talvolta fondamentali nelle scelte di investimento⁽²⁴⁴⁾. La conseguenza più immediata dell'informazione economica dei giornalisti-analisti è che attraverso la loro attività viene incoraggiato (ovvero scoraggiato) l'investimento⁽²⁴⁵⁾. Attraverso un linguaggio più semplice e attraverso una più semplice raccolta delle informazioni finanziarie, i giornalisti-analisti svolgono un ruolo cruciale nell'indirizzare le scelte di investimento dei risparmiatori.

Proprio in virtù di quanto precede, i giornalisti-analisti sono tenuti a rispettare una serie di regole di diligenza che hanno senza dubbio dei risvolti nella definizione della loro eventuale

⁽²⁴³⁾ Cfr. art. 69-ter del Regolamento Emittenti.

⁽²⁴⁴⁾ In proposito, M.T.PARACAMPO, *op. cit.*, 225, è fuorviante «pensare che la "consapevolezza" dell'investitore possa costituire un'esimente del comportamento scorretto dell'intermediario o dell'analista finanziario che diffonda informazioni inesatte o non veritiere, inquinate da interessi personali o da conflitti di interesse dell'autore delle raccomandazioni o delle ricerche in materia di investimenti».

⁽²⁴⁵⁾ Cfr. L.DI DONNA, *op. cit.*, 345, il quale precisa «non è secondario il ruolo svolto dai giornalisti economici nell'ambito dei mercati finanziari, e la loro attività produce l'effetto di agevolare ed incentivare, ovvero di scoraggiare e ostacolare, le decisioni di investimento, rendendo più fruibile e, se possibile, più elementare e diretto l'approccio alle regole della finanza. Probabilmente, i mercati avrebbero una maggiore difficoltà, senza l'aiuto della stampa economica e della sua capacità di diffusione capillare, a raggiungere e a coinvolgere il maggior numero possibile di risparmiatori, con conseguente minore circolazione della ricchezza».

responsabilità. In particolare, i doveri dei giornalisti-analisti sono contenuti nella *Carta dei doveri dell'informazione economica* ⁽²⁴⁶⁾, nella quale sono evidenziati i principi sottostanti l'attività prestata, e cioè la professionalità e la conseguente autonomia di giudizio.

La professionalità rappresenta un requisito fondamentale in quanto proprio è proprio sulle competenze tecniche possedute dal giornalista-analista che il risparmiatore ripone un legittimo affidamento.

L'autonomia di giudizio è un requisito volto a garantire che il giornalista-analista operi in assenza di conflitti di interessi, cioè la sua attività non sia influenzata da quei soggetti su cui esprime valutazioni e opinioni ⁽²⁴⁷⁾.

⁽²⁴⁶⁾ La Carta dei doveri dell'informazione economica è consultabile al seguente link <http://www.odg.it/content/allegato-4-%E2%80%93carta-dei-doveri-dell%E2%80%99informazione-economica>.

⁽²⁴⁷⁾ Cfr. F.CAPRIGLIONE, *L'attività di ricerca degli analisti finanziari. Definizioni, contenuti e regole nel sistema normativo italiano*, in BBTC, 2004, 130, il quale ritiene «la ricerca è talora influenzata da situazioni di conflitto di interessi in cui versa l'analista e, dunque, dalla circostanza che quest'ultimo non è in molti casi indipendente. [...] [Il conflitto di interessi sussiste] ogni qual volta si svolgono attività e si prestano servizi senza osservare le regole di correttezza comportamentale; per cui si determinano posizioni di contrasto tra negozianti (per conto proprio o di terzi) e terzi investitori (i cui interessi non vengono adeguatamente salvaguardati)». Sempre in proposito, si v. M.BARCELLONA, *Trattato della responsabilità civile*, Utet, Torino, 2011, 629, il quale precisa che «agli inconvenienti dell'endemico conflitto di interessi non si può pensare di porre rimedio senza regole che impediscano la formazione delle condizioni stesse del conflitto». Per quanto concerne la giurisprudenza in materia, cfr. Cassazione civile, 28 agosto 1998, n. 8574, in cui viene rilevato che «è configurabile un illecito civile, come tale fonte di responsabilità, in relazione ad un articolo giornalistico che, pur riferendo notizie in sé esatte, sia però redatto in maniera tale da ingenerare confusione nel lettore perché, dolosamente o colposamente, le notizie essenziali alla correttezza e completezza dell'informazione, pur contenute nel testo, non sono in esso adeguatamente valorizzate, ma, al contrario, vi sono inserite in modo da risultare "assorbite" da altri contrastanti e più suggestivi elementi di informazione; tuttavia, poiché il messaggio giornalistico non è sempre di analogo contenuto e non si rivolge ad una platea immutabile, la sua potenzialità dannosa non è astrattamente valutabile, ma va verificata in concreto, attraverso un accertamento di fatto, come tale riservato al giudice di merito e incensurabile in sede di legittimità se adeguatamente motivato (nella specie, una società finanziaria, aveva lamentato che un periodico specializzato, nel riferire in un articolo del dissesto economico di una società di cui essa attrice aveva rilevato il marchio e la rete di vendita, e pur finale chiarendo la diversità tra le due società in questione, lo aveva fatto solo nella parte finale del pezzo, tanto da non evitare confusione nel pubblico

Proprio in ragione della funzione assolta dai giornalisti-analisti, costoro vengono essenzialmente equiparati agli analisti finanziari, con la differenza che a tali soggetti, in quanto sottoposti a norme di autoregolamentazione equivalenti, non si applicano le disposizioni del TUF e del Regolamento Emittenti richiamate per gli analisti finanziari (*i.e.*, art. 114, comma 8 del TUF e artt. 69 e ss. del Regolamento Emittenti).

Si noti poi come la direttiva 2006/73/CE relativa requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento stabilisce che *«la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di “consulenza in materia di investimenti” di cui alla direttiva 2004/39/CE»* (considerando n. 79). Di talché il giornalista-analista ha un maggior ambito di libertà nella prestazione dei propri servizi rispetto all'analista finanziario, in quanto le sue opinioni e valutazioni sono considerate espressioni del suo pensiero e non raccomandazioni ovvero consulenza finanziaria⁽²⁴⁸⁾.

Se quanto precede è vero, ne consegue che il giornalista-analista non è soggetto alle conseguenze che derivano dalla prestazione di un'attività finanziaria (anche in materia di

così provocando gravi danni alla società attrice, come la revoca di fidi bancari. La S.C., in applicazione del principio sopraesposto, ha confermato la sentenza di merito che, avendo escluso sia il dolo che la colpa dell'autore dell'articolo nella produzione della lamentata confusione tra le due società, giacché la possibilità di confusione era determinata da fatti oggettivi – quali l'identità delle persone fisiche cui le due società facevano capo e l'assonanza tra le denominazioni – fatti come tali non imputabili all'autore della pubblicazione, aveva rigettato la domanda)».

⁽²⁴⁸⁾ Sebbene la direttiva sia chiara nell'esonerare il giornalista-analista dagli obblighi previsti per l'analista finanziario, è stato ritenuto in dottrina che *«La diligenza professionale richiesta al giornalista finanziario viene desunta da criteri maggiormente rigorosi rispetto a quanto accade per il giornalismo in generale, anche in ragione della esigenza di preservare l'informazione dalle influenze che possano derivare al giornalista da relazioni economiche tra gli emittenti degli strumenti finanziari e le imprese aventi la proprietà del mezzo di comunicazione»*, così A.FUSARO, *Informazioni economiche e “reputazione d'impresa” nell'orizzonte dell'illecito civile*, Giappichelli, 2010, 230.

responsabilità), essendo responsabile unicamente per le violazioni delle disposizioni di cui alla *Carta dei doveri dell'informazione economica*, ed essendo tenuto a rispettare il principio della veridicità delle informazioni diffuse ⁽²⁴⁹⁾.

Come previsto dal principio 1) della *Carta dei doveri dell'informazione economica*, «il giornalista riferisce correttamente, cioè senza alterazioni e omissioni che ne alterino il vero significato, le informazioni di cui dispone, soprattutto se già diffuse dalle agenzie di stampa o comunque di dominio pubblico. L'obbligo sussiste anche quando la notizia riguardi il suo editore o il referente politico o economico dell'organo di stampa». Tale principio delimita l'obbligo di diligenza cui è tenuto il giornalista-analista nella prestazione della propria consulenza finanziaria. In tale prospettiva, si noti come la violazione dell'obbligo di diligenza è in grado di produrre un danno ai terzi investitori tale da comportare una responsabilità del giornalista-analista sia disciplinare ⁽²⁵⁰⁾ sia extracontrattuale. In particolare, la

⁽²⁴⁹⁾ Cfr. A.FUSARO, *Informazioni economiche*, op. cit., 229, l'A. in particolare ritiene che «La diligenza professionale richiesta al giornalista finanziario non si esaurisce nella verifica della fonte dell'informazione e della sua attendibilità, ma richiede che siano adottati tutti gli strumenti necessari affinché non siano immesse nel mercato informazioni finanziarie inesatte». Inoltre, come affermato dalla Cassazione civile, 8 febbraio 2007, n. 2751, «il legittimo esercizio del diritto di cronaca presuppone la fedeltà dell'informazione, cioè l'esatta rappresentazione del fatto percepito dal giornalista, che deve rendere inequivoco il tipo di percezione, spiegando se è relativa al contenuto della notizia o alla notizia in sé come fatto storico ed inoltre se è diretta ovvero indiretta. La verità della notizia può anche essere solo putativa, perché frutto di un serio e diligente lavoro di ricerca; pertanto l'esimente del diritto di cronaca opera se il giornalista in buona fede ritenga vera una notizia che si riveli falsa in un secondo momento, sempre che l'abbia accuratamente verificata». La giurisprudenza di legittimità ha, più di recente, ritenuto che «per considerare la divulgazione di notizie lesive dell'onore lecita espressione del diritto di cronaca ed escludere la responsabilità civile per diffamazione, devono ricorrere tre condizioni consistenti: (a) nella verità oggettiva; (b) nella sussistenza di un interesse pubblico all'informazione, vale a dire nella c.d. pertinenza; (c) nella forma "civile" dell'esposizione dei fatti e della loro valutazione, e cioè nella c.d. continenza, posto che lo scritto non deve mai eccedere lo scopo informativo perseguito».

⁽²⁵⁰⁾ Sul punto L.DI DONNA, op. cit., 351, il quale precisa «la responsabilità disciplinare viene fatta valere sotto forma di violazione delle regole deontologiche dell'Ordine dei giornalisti ed il procedimento disciplinare si svolge, come noto, innanzi agli organi di autogoverno della categoria, che sono i

responsabilità civile si connota come extracontrattuale in quanto non si instaura un rapporto contrattuale né si può riscontrare un contatto sociale tra investitori e giornalista-analista. Tale responsabilità deriva dalla violazione dei doveri relativi allo *status* professionale del giornalista, cioè dalla diffusione – intenzionale o per colpa – di notizie false o comunque fuorvianti su cui l'investitore ha basato talune scelte di investimento.

Alla luce di quanto precede, il terzo danneggiato dovrà dare prova della sussistenza degli elementi tipici dell'illecito al fine di ottenere il risarcimento del danno. Pertanto, il danneggiato dovrà dimostrare il danno e il nesso di causalità, nonché l'elemento psicologico del danneggiato, *i.e.*, il dolo o la colpa ⁽²⁵¹⁾. Come ritenuto in dottrina, dimostrare il dolo in questo specifico caso è senz'altro una *probatio diabolica* ⁽²⁵²⁾, mentre per quanto concerne la colpa, essa deve essere commisurata allo *status* professionale del giornalista-analista, trovando applicazione il dettame di cui all'art. 1176 cod. civ. Ne consegue che il giornalista-analista potrà essere ritenuto responsabile solo ove non abbia operato secondo la diligenza professionale, cioè quando non ha verificato attentamente la correttezza delle fonti delle informazioni da lui prodotte.

4. (Segue): le agenzie di rating.

Un ulteriore modello di responsabilità da prendere in considerazione fra quelli qui in esame è quello delle agenzie di

Consigli dell'Ordine regionali e interregionali, secondo i dettami della legge 3 febbraio 1963, n. 69. Le sanzioni prescritte dalla legge sono l'avvertimento, la censura, la sospensione dall'esercizio della professione per un periodo non inferiore a due mesi e non superiore ad un anno e la radiazione dall'Albo».

⁽²⁵¹⁾ Cfr. A.DI AMATO, *Informazione economica e responsabilità civile*, in AGE, 2006, 303 e ss. il quale ritiene «il risparmiatore che ha eseguito un investimento facendo affidamento sulla correttezza “estrinseca” delle informazioni diffuse dal giornalista e rivelatesi poi non vere [...] non dovrà farsi carico di provare la colpa del giornalista e, se riesce a dimostrare che tra i motivi che lo hanno indotto ad eseguire l'investimento vi è anche la notizia erroneamente riferita dal giornalista, potrà accedere al risarcimento del danno, sempre che quest'ultimo non assolva al difficile onere di provare che l'erroneità della notizia non è dipesa da una sua negligenza».

⁽²⁵²⁾ In tal senso, L.DI DONNA, *op. cit.*, 354.

rating. Esso infatti presentando connotati per certi versi assimilabili a quelli dei *proxy advisors* (come si vedrà *infra*) offre spunti ermeneutici significativi nell'ottica di una ricostruzione di una responsabilità civile di questi ultimi.

Come noto, vista l'incidenza del *rating* sull'andamento dei mercati finanziari e sugli investimenti dei risparmiatori, il legislatore europeo è intervenuto sin dal 2009 al fine di regolare l'attività di *rating* che è stata sempre lasciata alla libera iniziativa privata.

L'attenzione del legislatore europeo si è concentrata sulla tutela dell'investitore (²⁵³), ma con il primo intervento (regolamento 1060/2009) non è stato preso in considerazione il tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, o meglio è stato attribuito agli Stati membri il compito di predisporre la disciplina della responsabilità a livello domestico. Responsabilità che, lo si noti, si troverebbe ad operare ogni qual volta il giudizio di *rating* si rivelasse, in tutto o in parte, infondato ovvero inesatto (²⁵⁴).

Tuttavia, al fine di creare un regime uniforme anche in materia di responsabilità e sulla base delle esigenze emerse dalla consultazione che era stata avviata, il legislatore europeo è intervenuto con il regolamento 462/2013, nel cui contesto è stata uniformata a livello europeo la disciplina della responsabilità delle agenzie di *rating*.

In particolare, l'art. 35-*bis* prevede che l'investitore ovvero l'emittente possano promuovere un'azione risarcitoria verso

(²⁵³) Si noti come il considerando n. 10 del regolamento 1060/2009 precisa che «Coloro che utilizzano i rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating».

(²⁵⁴) Per una analisi della normativa sulle agenzie di *rating* prima del regolamento 462/2013, si v., *ex multis*, L.DI DONNA, *op. cit.*, 1 e ss.; F.PARMEGGIANI e A.SACCO GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *NLCC*, 2012, 1; F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto*, *op. cit.*, 53 e ss.; G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 164 e ss.; per spunti sulla normativa attualmente vigente sulle agenzie di *rating* cfr. A.TROISI, *Attività e regolamentazione delle agenzie di rating*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F.Capriglione, Cedam, Padova, 2015, 485 e ss.

l'agenzia di *rating* solo ove quest'ultima abbia commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni indicate nell'allegato III del regolamento, che abbia inciso sul *rating* del credito. L'investitore potrà richiedere il risarcimento dei danni qualora dimostri di aver ragionevolmente riposto affidamento, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un *rating* del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito; l'emittente potrà richiedere il risarcimento dei danni qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili. La violazione si evince, come precisato dalla dottrina, dalla circostanza che l'agenzia di *rating* abbia emesso un *rating* diverso rispetto a quello che avrebbe assegnato se non avesse commesso l'infrazione. La colpa grave dell'agenzia di *rating* sussisterebbe invece ove questa disattendesse agli obblighi previsti dal regolamento. È a carico dell'agenzia di *rating*, pertanto provare di non aver commesso l'infrazione o di averla commessa, ma che tale infrazione non ha inciso sul giudizio emesso ⁽²⁵⁵⁾. Ebbene, al fine di potersi parlare di responsabilità delle agenzie di *rating*, non è sufficiente dimostrare la violazione degli obblighi derivanti dalla legge (*i.e.*, dal regolamento 1060/2009), ma il danneggiato dovrà provare che l'inadempimento è avvenuto per dolo o colpa grave della agenzia di *rating*. In proposito si noti, come la dottrina abbia avuto modo di sottolineare che sembra alquanto paradossale che in caso di inadempienza agli obblighi prescritti dalla legge, l'agenzia di *rating* non possa essere ritenuta responsabile ove l'agenzia di

⁽²⁵⁵⁾ Cfr. L.DI DONNA, *op. cit.*, 387, il quale ritiene «l'impressione è che l'investitore abbia ricevuto dal legislatore comunitario un'arma spuntata nei confronti delle agenzie di *rating* e che esse di fatto godano di una sorta di immunità dovuta alla *probatio diabolica* che grava sul danneggiato. Infatti, troppe e assai onerose sono le condizioni da soddisfare per affermare la responsabilità civile delle agenzie di *rating*, anche secondo la nuova precisione normativa. In altri termini, il modello prescelto combina due criteri selettivi del danno risarcibile: la tipizzazione dell'illecito e il requisito soggettivo di imputazione spinto fino al dolo e alla colpa grave».

rating dimostri di avere osservato la diligenza richiesta dal suo status professionale ⁽²⁵⁶⁾.

Si tratta di una prova complessa, *«resa tale magari per contemperare, da una parte, gli interessi degli investitori che subiscono gravi danni e, dall'altra parte, l'interesse delle agenzie a contenere le azioni risarcitorie, soprattutto quelle pretestuose e bagatellari, che non hanno altro fine se non quello di utilizzare le società di rating come capro espiatorio di un sistema che necessita di essere riformato e regolamentato nei suoi molteplici e complessi aspetti»* ⁽²⁵⁷⁾.

Ferme restando le considerazioni che provengono dal dettato normativo europeo, si noti che nell'ordinamento giuridico domestico non esiste una normativa specifica che sia in grado di disciplinare in modo compiuto la responsabilità delle agenzie di rating.

La dottrina ha pertanto ricavato degli spunti interessanti dalla normativa applicabile agli altri fornitori di informativa derivata (su cui si v. *infra*).

Difatti, il comun denominatore della responsabilità ascrivibile a tutti i fornitori di informativa derivata è l'inesattezza ovvero l'erroneità dell'informazione messa a disposizione degli investitori, essendo (i fornitori di informativa derivata) i garanti della correttezza delle informazioni economico-finanziarie nei confronti del mercato e dunque i soggetti in grado di ridurre sensibilmente l'asimmetria informativa che si crea all'interno dei mercati finanziari tra chi è in possesso di informazioni qualificate e chi (gli investitori) non ha la possibilità di accedere alle informazioni economiche anche per via delle scarse competenze tecniche e della mancanza di risorse economiche per la raccolta di

⁽²⁵⁶⁾ In proposito, L.DI DONNA, *op. cit.*, 388, il quale ritiene *«In altri termini, la violazione degli obblighi regolamentari non è di per sé sufficiente a presumere la mancanza di diligenza e, quindi, la colpa delle agenzie di rating e ad invertire l'onere probatorio a favore degli investitori, imponendo alle agenzie di dimostrare di aver osservato tutta la diligenza richiesta dal loro status professionale. Questa prova sembra paradossale, poiché è evidente che, trattandosi di obblighi che sono imposti alle agenzie di rating dalla legge, la sanzione dovrebbe trovare applicazione per il solo fatto della loro inosservanza ed a prescindere dalla gravità della violazione»*.

⁽²⁵⁷⁾ In questi termini, L.DI DONNA, *op. cit.*, 388-398.

informazioni necessarie per fondare il proprio giudizio al fine di effettuare investimenti e disinvestimenti.

Tutti i fornitori di informativa derivata, ed in particolare le agenzie di *rating* sono in grado di creare un convinto affidamento negli investitori, in base alla reputazione di cui godono e dell'autorevolezza dei propri giudizi ⁽²⁵⁸⁾.

Si pone pertanto la questione di stabilire se sussista o meno una responsabilità – e quale sia la sua natura – della società di *rating* che ha prodotto il *rating* “falso” (o che non l'ha aggiornato prontamente), da un lato, nei confronti dell'emittente, e, dall'altro lato, nei confronti dell'investitore.

Per quanto concerne la responsabilità nei confronti dell'emittente, si noti come poiché il contesto economico è sempre più diretto verso forme di sviluppo *market oriented*, gli emittenti strumenti finanziari al fine di riequilibrare i propri assetti patrimoniali, pongono in essere operazioni complesse, la cui valutazione viene effettuata dalle agenzie di *rating*, al fine di consentire agli investitori di valutare preventivamente gli eventuali rischi dei propri investimenti. Alla luce di ciò, le valutazioni erronee ovvero inesatte elaborate dalle agenzie di *rating*, sono in grado di avere ripercussioni significative anche sul patrimonio dell'emittente. Si noti come il *rating* venga generalmente formulato sulla base di un contratto tra l'agenzia di *rating* e la società, che è stato ricondotto all'interno della prestazione d'opera professionale ⁽²⁵⁹⁾. Detta qualificazione si basa sulla sussistenza di un rapporto di natura fiduciario che si instaura tra il committente (*i.e.*, l'emittente) e l'agenzia di *rating*, che, nell'esercizio della propria attività

⁽²⁵⁸⁾ In proposito, *ex multis*, M.TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 932, che secondo un'indagine condotta nel 2005 da un organo di stampa economica, nel caso delle due principali agenzie di *rating* mondiali i ricavi provenienti dalla vendita di *unsolicited rating* hanno inciso sul fatturato d'esercizio in misura inferiore all'1%. Cfr. M.FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro Paese?*, in *Assicurazioni*, 2005, 97 e ss.

⁽²⁵⁹⁾ Cfr., in luogo di molti, M.MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2012, 346 e ss.; in giurisprudenza, si v. Trib. Milano, 1° luglio 2011, n. 8790.

caratteristica, è tenuta al rispetto della normativa applicabile e delle relative norme deontologiche ⁽²⁶⁰⁾.

Da quanto precede, consegue che l'inadempimento dell'agenzia di *rating* a seguito della formulazione di giudizio valutativo non veritiero ovvero erroneo, oppure anche qualora non sia stata effettuata, ricorrendone i presupposti, una puntuale revisione del *rating* attribuito, deve essere valutato alla stregua dei doveri di diligenza e perizia esigibili dall'operatore qualificato ai sensi e per gli effetti dell'art. 1176, comma 2, cod. civ. ⁽²⁶¹⁾.

Per quanto concerne la responsabilità nei confronti degli investitori, giova anzitutto rammentare che, come più volte ricordato nel corso del presente capitolo, essi fanno affidamento, in buona fede, sulle valutazioni espresse dai fornitori di informativa derivata e, in particolar modo, dalle agenzie di *rating*. Ciò comporta che qualora gli investitori subiscano un pregiudizio economico a causa di un rischio dell'investimento diverso da quello rappresentato, occorre verificare in quali termini possa delinearsi una responsabilità dell'agenzia di *rating*.

L'affidamento che si crea nell'investitore prescinderebbe da un rapporto di natura contrattuale o comunque dal contatto sociale, visto che l'investitore non entra mai in contatto con l'agenzia di *rating*, ma esso viene appreso dall'investitore su quotidiani, ovvero da intermediari finanziari o da informazioni economiche reperibili

⁽²⁶⁰⁾ In proposito, G.FACCI, *Il danno*, op. cit., 323, che rileva come «le agenzie di *rating* esulano dall'ambito delle tradizionali professioni protette, considerando tra l'altro che l'attività degli analisti finanziari è una professione libera; tuttavia è indubbio che le agenzie possiedono uno status particolare che genera un notevole affidamento nei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione. In questo senso, depone non solo il carattere fortemente oligopolistico dell'industria del *rating*, ma anche il fatto che la sopravvivenza di un'agenzia – come si è già rilevato – dipende proprio dalla reputazione che si è conquistata sul mercato per l'attendibilità e l'affidabilità del suo operare; senza contare, poi, il ruolo istituzionale delle agenzie di *rating*, in considerazione della crescente importanza del mercato delle obbligazioni private e del fatto che, ai giudizi delle agenzie, è riconosciuto un sempre più esteso riconoscimento all'interno delle regolamentazioni, oltre che delle prassi, dei mercati finanziari».

⁽²⁶¹⁾ Così, F.PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di *rating* tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 150 e ss.

sul web ⁽²⁶²⁾).

Proprio in virtù di quanto precede e dunque sul presupposto che gli investitori sono terzi estranei al rapporto contrattuale tra emittente e agenzia di *rating*, sulla cui base il *rating* viene appunto emesso, la natura della responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti del mercato non può che essere extracontrattuale ⁽²⁶³⁾.

Tali conclusioni, tra l'altro, restano valide anche nell'ipotesi, senza dubbio meno frequente, in cui il giudizio sul *rating* non sia stato richiesto dall'emittente, ma venga assegnato su iniziativa della società di *rating* al di fuori di qualsiasi incarico (*unsolicited rating*). Anche al ricorrere di tale fattispecie, infatti, non sussiste alcun vincolo di natura contrattuale tra chi ha emesso il *rating* e l'investitore che lamenta il pregiudizio.

Occorre poi rammentare che in caso di affidamento incolpevole dell'investitore al giudizio dell'agenzia di *rating* non vi sono ragioni per escludere la tutela risarcitoria, mentre nel caso in cui l'investitore confidi nel giudizio dell'agenzia di *rating* colpevolmente, potrebbe configurarsi un concorso di colpa *ex art.* 1227 cod. civ., con conseguente riduzione del risarcimento in modo proporzionale rispetto alla partecipazione dell'investitore alla condotta illecita. Tale distinzione è funzionale a comprendere la differente tutela risarcitoria in capo agli investitori istituzionali piuttosto che a quelli *retail*. Difatti, mentre nel caso di investitori istituzionali, può ragionevolmente ritenersi che essi siano dotati di competenze specifiche e pertanto in grado di verificare la correttezza delle informazioni che apprendono e la presenza di

⁽²⁶²⁾ Così, L.DI DONNA, *op. cit.*, 403. In particolare, l'A. rileva «*Infatti, come è comprensibile, per decidere se effettuare un investimento su un certo titolo o su un determinato emittente, l'investitore in primis consulta il voto assegnato dalle agenzie di rating, che gli fornisce la rappresentazione più semplice e diretta del rischio di credito e, poi, provvede a reperire altre informazioni dai canali che conosce e di cui può disporre; le agenzie rendono pubblico il rating, diffondendolo tra tutti gli investitori che possono così consultarlo a loro piacimento, senza che tra di essi e le agenzie si instauri mai un vincolo contrattuale o un contatto diretto. L'investitore quindi confida, non nella conclusione di un contratto valido ed efficace con l'agenzia, bensì nella esattezza ed affidabilità del rating emesso dall'agenzia, e in base a questo giudizio assume la decisione di investire il proprio capitale o parte di esso.*».

⁽²⁶³⁾ G.FACCI, *Le agenzie di rating*, *op. cit.*, 164 e ss.; F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto*, *op. cit.*, 53 e ss.

eventuali errori, gli investitori *retail* sono investitori occasionali e tecnicamente non preparati. Da ciò consegue che nel caso degli investitori istituzionali, la mancata prudenza / diligenza non può escludere un concorso di colpe, che comporta necessariamente una diminuzione del risarcimento del danno ⁽²⁶⁴⁾; nel caso degli investitori *retail* invece vi è una tutela più stringente quale conseguente di un affievolimento del concorso di colpa.

Si noti poi che per quanto concerne la competenza, in applicazione del regolamento CE 44/2001 in materia di giurisdizione degli illeciti civili dolosi o colposi, essa spetta al giudice del luogo in cui si è verificato l'evento dannoso, cioè del luogo in cui si è verificato il depauperamento del patrimonio della vittima (il luogo in cui i titoli sono stati acquistati/venduti) ⁽²⁶⁵⁾.

Per quanto concerne gli elementi tipici della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*, è posto a carico dell'investitore/attore provare la colpa o il dolo; l'ingiustizia del danno; nonché il nesso di causalità tra condotta e danno.

Quanto al primo elemento, si noti come il dolo consisterebbe nella intenzione dell'agenzia di *rating* di trarre in inganno l'investitore, affinché questi investa i propri risparmi in titoli, che altrimenti non avrebbe acquistato; mentre la colpa si delineerebbe nel caso in cui l'attività dell'agenzia di *rating* che porta alla formulazione del giudizio non venisse svolta secondo i criteri della diligenza e della prudenza, posto che il grado di diligenza richiesto alle agenzie di *rating* non è quello del *bonus pater familiae*, ma quella richiesta a chi svolge una attività professionalmente ex art. 1176, comma 2, cod. civ. ⁽²⁶⁶⁾. Ciò significa che nel predisporre i

⁽²⁶⁴⁾ G.ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Utet, Torino, 2010, 331 e ss.; U.VIOLANTE, *Principio causalistico e declino del principio di autoresponsabilità*, in *Danno e resp.*, 2010, 794 e ss.

⁽²⁶⁵⁾ Cassazione Civile, Sez. Unite, del 22 maggio 2012, n. 8076.

⁽²⁶⁶⁾ In particolare, si v. A.PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *BBTC*, 2005, 780 e ss., «l'art. 21 t.u.f. offre un sicuro parametro per valutare se si trovi o meno in colpa un intermediario finanziario: la mancata osservanza delle regole stabilite dalla norma di legge in commento e di quelle dettate dal regolamento Consob e, dunque, il mancato possesso di un'organizzazione astrattamente idonea a reperire, elaborare e trasmettere informazioni tempestive ed adeguate, concreta senz'altro uno stato soggettivo di colpa dell'intermediario. Se, in altri termini, a causa

giudizi sul *rating*, le agenzie devono osservare tutte le regole tecniche e procedurali nonché i codici etici e deontologici che attengono alla loro professione, in quanto solo in questo modo possono ridursi le asimmetrie informative che pongono gli investitori in una posizione subordinata rispetto ai *gatekeepers* ⁽²⁶⁷⁾.

dell'insufficienza della propria organizzazione un intermediario non recepisca un'informazione che altri hanno reperito, non riesca ad elaborarla in modo corretto e significativo, oppure la recepisca, ma non riesca, a trasmetterla in tempo reale al mercato, o la trasmetta in modo errato, vi è sicuramente una colpa, perché l'errore o l'insufficienza dell'attività posta in essere dipende direttamente da lacune organizzative che, a loro volta, sono diretta conseguenza del mancato rispetto di norme (primarie e/o regolamentari) e della speciale regola di diligenza su quel soggetto e per quella attività vigente». M.MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente*, op. cit., 354 e ss., il quale commentando una sentenza del Tribunale di Milano in materia di responsabilità dell'agenzia di rating, osserva «il giudice ha correttamente ricondotto il contratto di rating all'interno della prestazione d'opera professionale. La predetta qualificazione si fonda sulla sussistenza di un rapporto di carattere fiduciario tra il committente e l'agenzia incaricata, la quale è tenuta al rispetto, nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica, di una serie di regole di settore (c.d. «standards») e delle relative norme deontologiche. La forma societaria, anche in conseguenza di intervenute modifiche legislative, non può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale perché non si pone in aperto contrasto con il fondamentale principio della personalità della prestazione. Risulta di indubbia evidenza, d'altra parte, che la sempre più articolata realtà dei moderni traffici commerciali richiede l'adozione di modelli operativi complessi, i quali comportano il possesso di cognizioni tecniche particolarmente qualificate nonché di strutture organizzative dimensionalmente estese e tra loro integrate. Ne deriva che l'inadempimento dell'agenzia – qualora incorra nell'emissione di un giudizio valutativo non veritiero, erroneo o fuorviante, oppure ometta e/o ritardi la revisione del rating attribuito qualora si siano già verificati i presupposti per la sua revisione – deve essere valutato alla stregua dei doveri inerenti i doveri di diligenza e perizia mediamente esigibili dall'operatore qualificato ex art. 1176, 2° co., c.c.».

⁽²⁶⁷⁾ Sul punto, si v. A.FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impresa*, 2012, 195 e ss. In particolare, l'A. ritiene «In questo ambito, l'agenzia di rating si presenta quale operatore professionale, che svolge un ruolo fondamentale di riduzione della asimmetria informativa tra gli operatori del settore finanziario e che utilizza informazioni privilegiate. Il rischio connesso all'assegnazione di rating inesatti o non veritieri, anche se in ultima analisi dipendenti dalla qualità delle informazioni ricevute, rappresenta dunque un rischio tipico per questo tipo di agenzie. Per cui è inevitabile che l'imputazione della responsabilità debba avvenire sulla base di criteri maggiormente rigorosi rispetto a quelli su cui viene valutato il comportamento di un operatore non professionale. La peculiare caratterizzazione dell'informazione fornita dall'agenzia di rating necessita dunque, in ultima analisi, dell'applicazione di standard di condotta di maggiore rigore rispetto a quanto avviene con riferimento all'attività del giornalista. In maniera non

Da un punto di vista probatorio, l'investitore danneggiato dovrà dimostrare l'elemento psicologico e l'incidenza sulla valutazione del titolo o dell'emittente. L'agenzia di *rating*, poi, potrà provare che il fatto si è verificato per cause ad essa non imputabili ⁽²⁶⁸⁾.

Quanto al danno, si rammenta che esso per poter essere considerato risarcibile deve essere ingiusto, e quindi deve aver contribuito alla lesione del diritto dell'investitore a ricevere un'informazione corretta ed adeguata e del diritto all'integrità patrimoniale ⁽²⁶⁹⁾.

Si noti poi che nella quantificazione del danno, dovranno distinguersi il danno emergente e il lucro cessante subito dall'investitore: danno emergente che si realizzerebbe nella perdita della rendita del proprio investimento, e lucro cessante che si configurerebbe nella perdita della possibilità di concludere l'operazione che avrebbe potuto essere per l'investitore

dissimile rispetto a quanto accade con altri operatori del mercato finanziario, ed anche, pur attraverso il filtro del Codice di autodisciplina, con riferimento al giornalista finanziario, il quale è tenuto ad un grado di diligenza e professionalità che discende dal particolare status professionale in cui viene a trovarsi. In ragione delle esigenze di tutela del mercato che risultano coinvolte nella circolazione delle informazioni finanziarie emerge, dunque, una «lettura funzionale dell'attività di comunicazione finanziaria, la quale è tutt'uno con la prestazione di servizi finanziari e deve essere coerente con la regolamentazione di questi ultimi». Ciò implica una differente valutazione dei profili della verità, inesattezza o falsità dell'informazione. Così, diventa non giustificabile il ricorso ai criteri della «verità», «verosimiglianza» e «verità putativa»: in tale settore, i dati devono essere «veri, certi e certificati». E la diligenza richiesta non si esaurisce nella verifica della fonte dell'informazione e della sua attendibilità, ma richiede che siano adottati tutti gli strumenti necessari affinché non siano immesse nel mercato informazioni finanziarie inesatte».

⁽²⁶⁸⁾ Come osserva correttamente L. DI DONNA, *op. cit.*, 414 e ss. «per liberarsi dalla responsabilità, l'agenzia di rating deve provare che il fatto illecito si è verificato per cause ad essa non imputabili, poiché ad esempio il rating è stato emesso sulla base di informazioni ricevute dal soggetto valutato, di cui l'agenzia non poteva rilevare l'erroneità o l'incompletezza applicando l'ordinaria diligenza richiesta, così come conformata alla natura dell'attività esercitata».

⁽²⁶⁹⁾ Ad avviso della dottrina, il danno è ingiusto quando sono stati violati i doveri di diligenza professionale della società di rating, e tale violazione ha determinato un danno ai risparmiatori e ai creditori che, in buona fede, hanno fatto affidamento sulla valutazione dell'agenzia di rating, così M. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Edizioni del mondo giudiziario, Roma, 2004, 152.

economicamente vantaggiosa. Il danno emergente può derivare (i) dalla circostanza che l'investitore non sia riuscito a liquidare lo strumento finanziario su cui aveva investito, ovvero (ii) lo strumento finanziario sia stato venduto ma ad un prezzo inferiore, oppure (iii) dal mancato acquisto di un determinato titolo. Nella prima ipotesi, il danno corrisponde alla somma investita nel titolo, nei costi e nelle spese di intermediazione; nella seconda ipotesi, il danno corrisponde alla differenza tra quanto investito e il prezzo con cui l'investitore ha liquidato il titolo; nella terza ipotesi, il danno coincide con il valore del titolo al momento in cui l'investitore avrebbe potuto acquistarlo ⁽²⁷⁰⁾. La valutazione del lucro cessante viene invece fatta dal giudice secondo un criterio equitativo in considerazione della fattispecie concreta e della rendita media degli strumenti finanziari del danneggiato ⁽²⁷¹⁾.

Quanto infine al nesso causale che deve intercorrere tra la condotta dell'agenzia di *rating* e il danno provocato all'investitore, è a carico del danneggiato/attore dare prova di tale elemento, che tuttavia è certamente difficile da dimostrare, costituendo una *probatio diabolica*. Ciò in quanto non è così scontato che l'investimento sia stato pregiudicato dal solo *rating*, avendo comunque l'investitore anche altri strumenti di informazione.

⁽²⁷⁰⁾ Per un'analisi completa, si v. L. DI DONNA, *op. cit.*, 418.

⁽²⁷¹⁾ M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente*, *op. cit.*, 354 e ss., il quale ritiene «L'illecito commesso dalla società di rating, oltre che essere causativo di un danno patrimoniale nei confronti dei terzi investitori (sotto forma di perdita, diminuzione e/o insufficiente rendimento del capitale investito), appare suscettivo di arrecare ai medesimi soggetti anche un ulteriore pregiudizio, conseguente alla perdita di occasioni più favorevoli dal punto di vista economico e, pertanto, deve essere risarcito secondo i criteri previsti dall'art. 2056 c.c. Per ciò che concerne il danno da lucro cessante, infatti, occorre dimostrare che i risparmiatori avrebbero potuto in alternativa dirottare i propri investimenti verso forme di impiego maggiormente remunerative, oppure che avrebbero perduto favorevoli occasioni di concludere ulteriori affari. Tali conseguenze patrimoniali debbono essere analizzate mediante una valutazione di tipo prognostico-probabilistica, con l'intento di includervi alcune conseguenze pregiudizievoli che si presentassero eventualmente connesse, secondo l'id quod plerumque accidit, con lo specifico fatto dannoso. La quantificazione del danno, in quest'ultimo caso, appare possibile soltanto facendo ricorso ad un criterio equitativo di valutazione, il quale potrebbe operare anche in ordine al risarcimento degli eventuali danni non patrimoniali».

Pertanto si fa ricorso allo strumento della presunzione ⁽²⁷²⁾, che invertendo l'onere della prova richiede all'agenzia di *rating* di dimostrare di avere svolto l'attività nel rispetto della normativa applicabile e dei principi di correttezza e diligenza e quali siano le circostanze che hanno determinato l'interruzione del nesso causale.

5. *La responsabilità dei proxy advisors: gli elementi costitutivi.*

Nei paragrafi che precedono sono stati analizzati gli elementi caratterizzanti la - e la peculiare natura della - responsabilità in cui incorrono tipicamente talune categorie di operatori del mercato, accomunati dalla appartenenza alla medesima categoria concettuale dei cc.dd. "fornitori di informativa derivata".

In considerazione dell'attività svolta dai *proxy advisors*, anche questi operatori ricadono nell'alveo dei "fornitori di informativa derivata" in quanto – come illustrato nel precedente capitolo 1 – con la loro attività consentono agli investitori di esercitare un diritto di voto pienamente informato e consapevole (*i.e.* basato su valutazioni professionali effettuate da operatori competenti, qualificati e indipendenti) nelle assemblee degli emittenti da essi partecipati.

Con formula icastica può dunque ritenersi che i consulenti di voto svolgano un ruolo di "mediazione e sintesi" dell'informativa prodotta dagli emittenti e da essi elaborata e poi veicolata, in forma di raccomandazione di voto, agli investitori loro clienti.

Ebbene, per poter valutare la natura della eventuale responsabilità dei *proxy advisors*, occorre tenere a mente (i) la tipologia dei servizi da essi offerti, (ii) i clienti ai quali essi offrono

⁽²⁷²⁾ Cfr. L.DI DONNA, *op. cit.*, 420 e ss. secondo l'A. lo strumento della presunzione «aiuta a desumere un fatto ignoto da uno noto e, quindi, la colpa dell'agenzia dal default di un emittente avvenuto poco tempo dopo il giudizio positivo, e a ricostruire il nesso tra la perdita risentita dall'investitore e l'attività di rating. È ovvio che, se trascorresse un significativo lasso di tempo tra la pubblicazione del giudizio e l'ordine di investimento, sarebbe difficile pensare che il valore del titolo sia stato influenzato dal rating e, pertanto, la presunzione non opererebbe correttamente e sarebbe inutile utilizzarla». In tal senso, si v. anche C.SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impresa*, 2011, 817.

i propri servizi, e (iii) gli altri soggetti direttamente o indirettamente interessati dalla loro attività.

In estrema sintesi (come già osservato nel precedente capitolo 2), l'attività *caratteristica* e *principale* svolta dai consulenti di voto è rappresentata dall'espressione di raccomandazioni in materia di voto agli investitori istituzionali, con una formula di remunerazione c.d. "*investor-paid*". Inoltre, come già detto, essi pubblicano annualmente, prima dell'avvio della stagione assembleare, linee-guida in cui vengono esaminate le principali materie sottoposte al voto dei soci, che sono messe a disposizione del pubblico sul sito *internet* del *proxy advisor* medesimi.

Infine, i *proxy advisors* offrono un servizio di consulenza in materia di *governance* fornendo un giudizio qualificato sul governo societario degli emittenti quotati, che possono essere richiesti (e dunque pagati) dagli investitori istituzionali-azionisti ovvero dagli emittenti quotati medesimi.

Considerate le numerose attività svolte dai *proxy advisors*, e la loro potenziale incidenza sull'andamento delle tornate assembleari degli emittenti a cui le consulenze di voto si riferiscono, nella sostanza le prestazioni dei *proxy advisors* costituiscono un fattore sensibile per il successo imprenditoriale delle società quotate (trattandosi di indicazioni in grado di influenzare il processo decisionale dell'investitore).

A ciò si aggiunga il ruolo svolto dai *proxy advisors* a beneficio degli emittenti, che si traduce nell'offerta nei loro confronti di servizi di consulenza "*tailor-made*".

Ne deriva che, nel mercato italiano, la consulenza dei *proxy advisors* – oltre a costituire presupposto rilevante affinché gli emittenti ottengano l'approvazione delle proprie proposte da parte dei soci in assemblea – rappresenta anche una forma di pubblicità a costo tendenzialmente basso. Difatti, sia gli investitori professionali che quelli *retail* sono sensibili alla funzione segnaletica che si associa al giudizio dell'operatore qualificato che esprime raccomandazioni di voto. I primi perché sono tendenzialmente esonerati dal provare la propria diligenza nella scelte di voto espresse con riferimento agli strumenti finanziari gestiti. I secondi

in quanto, non disponendo di conoscenze tecniche tali da poter valutare efficacemente le informazioni a disposizione per l'espressione del voto informato, giudicano la bontà delle iniziative e della *governance* di un emittente anche sulla base delle valutazioni in materia pubblicate dai *proxy advisors*.

Al riguardo, va ulteriormente premesso che, nell'ordinamento domestico, la consulenza in materia di voto non costituisce attualmente un consiglio di *investimento*, né una forma di *consulenza finanziaria* (i.e., raccomandazione di investimento/disinvestimento), e non gode pertanto di una disciplina *ad hoc* in materia di responsabilità civile.

Pertanto, al fine di poter valutare l'eventuale responsabilità dei *proxy advisors*, occorrerà fare riferimento alle norme di diritto comune, applicando – ove possibile – gli orientamenti ad oggi formati in materia di responsabilità civile di altri *gatekeepers* assimilabili (come sommariamente analizzati nei paragrafi che precedono).

Ciò posto, e benché i *proxy advisors* utilizzino nella pratica ampie e dettagliate formule volte a sottolineare che le raccomandazioni da essi formulate dovrebbero facilitare, ma mai sostituire, l'analisi e le decisioni di voto da parte degli azionisti, il problema della responsabilità civile di tali operatori del mercato è quanto mai attuale, visti anche i recenti sviluppi del fenomeno nel contesto domestico e l'attenzione del legislatore europeo evidenziata nella proposta di modifica alla *Shareholders' Rights Directive*.

In proposito, i *proxy advisors* nella documentazione che producono sono soliti inserire dei *disclaimer* in cui affermano che: (i) le proprie raccomandazioni di voto (che corrispondono all'applicazione concreta delle linee-guida da loro elaborate all'inizio della stagione assembleare) non si basano su principi rigidi ed immutabili, ma sono sempre adeguate alle caratteristiche dell'emittente ed alle condizioni contingenti del mercato e del settore di riferimento (sulla base del metodo della “*case-by-case analysis*”) e (ii) il confronto diretto e continuo tra *advisors* ed emittenti è di fondamentale importanza e può contribuire alla più corretta definizione delle pratiche di *governance*.

Si tratta di modalità attraverso cui i *proxy advisors* avvertono gli investitori della marcata componente discrezionale da cui è caratterizzata la loro valutazione, rendendoli edotti sulle differenze che connotano altre attività offerte da consulenti indipendenti operanti nei mercati finanziari, come ad esempio le analisi degli analisti finanziari, i quali formulano raccomandazioni specifiche ad acquistare, vendere o mantenere strumenti finanziari.

Ad esempio il *proxy advisor* italiano Frontis Governance tiene a precisare che «*la responsabilità del proxy adviser è sempre nei confronti dei propri clienti, investitori istituzionali in possesso delle più adeguate professionalità e competenze, che sono gli unici soggetti che potranno definire la validità delle analisi e delle raccomandazioni di voto, e decidere se seguirle o meno sulla base dei propri principi e delle proprie considerazioni*»⁽²⁷³⁾. In sostanza, l'obiettivo è quello di chiarire che la consulenza in materia di voto è una semplice opinione elaborata da un soggetto qualificato ed indipendente, rimanendo tuttavia il responsabile delle politiche di voto (e di conseguenza di investimento) esclusivamente l'investitore istituzionale.

Quanto precede non è comunque sufficiente ad escludere l'eventuale responsabilità civile del *proxy advisor* nel caso in cui le valutazioni dallo stesso effettuate non siano corrette e veritiere.

Ciò premesso, occorre anzitutto sottolineare che le valutazioni dei *proxy advisors* non esauriscono i propri effetti unicamente nella sfera negoziale delle parti del rapporto contrattuale (e dunque il *proxy advisor* da un lato e, a seconda dei casi, l'investitore istituzionale ovvero la società quotata dall'altro lato) ma sono idonee a produrre conseguenze anche sulla situazione economica di altri soggetti che, pur essendo terzi rispetto al rapporto negoziale instaurato, subiscono implicazioni da tale attività valutativa.

In primo luogo occorre premettere che le raccomandazioni di

⁽²⁷³⁾ Cfr. FRONTIS GOVERNANCE, *Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano, Stagione assembleare 2016*, 6, consultabile al seguente [link](http://www.frontisgovernance.com/attachments/article/315/Frontis%20Governance%20Guidelines%202016%20(ITA).pdf) [http://www.frontisgovernance.com/attachments/article/315/Frontis%20Governance%20Guidelines%202016%20\(ITA\).pdf](http://www.frontisgovernance.com/attachments/article/315/Frontis%20Governance%20Guidelines%202016%20(ITA).pdf).

voto dei *proxy advisors* pongono un tema di responsabilità qualora l'attività consulenziale svolta sia stata prestata senza l'osservanza della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e abbia cagionato un danno risarcibile.

In tali circostanze, occorre chiedersi quale soggetto debba sopportare l'effetto dannoso, ed eventualmente in che misura, dell'errata raccomandazione di voto espressa dal *proxy advisors*.

Di talché, al fine di poter identificare quale natura abbia la responsabilità civile del *proxy advisors*, possono, in linea generale, distinguersi tre diversi fasci di rapporti diversamente qualificati: (a) il primo tra *proxy advisors* e cliente che abbia pagato il servizio di consulenza (*i.e.*, tipicamente gli investitori istituzionali ma, talvolta e per taluni servizi, anche gli emittenti medesimi); (b) il secondo tra *proxy advisors* e società quotate le cui proposte di deliberazione assembleare sono oggetto di valutazione da parte del consulente di voto medesimo, e (c) il terzo tra il *proxy advisors* e i soggetti che, in generale, hanno un interesse economico correlato al successo o all'insuccesso di una determinata operazione oggetto di delibera assembleare (*i.e.*, tipicamente gli altri soci dell'emittente valutato ma, volendo, anche parti contrattuali che abbiano un interesse economico qualificato collegato all'esito della decisione assembleare, come ad esempio una società che partecipa a un processo di fusione con altra società che è chiamata ad approvare l'integrazione, e via dicendo).

Come verrà osservato nel prosieguo, ad avviso di chi scrive e sulla base delle considerazioni che seguono, (i) nel primo dei rapporti sopra indicati (quello *sub (a)*) la responsabilità è di natura contrattuale, (ii) nel secondo dei rapporti sopra indicati (quello *sub (b)*) la responsabilità è da "contatto qualificato", mentre (iii) nel terzo dei rapporti sopra indicati (quello *sub (c)*) la responsabilità è di natura aquiliana.

Alla luce di quanto precede, i paragrafi che seguono prendono in esame partitamente lo schema della responsabilità extracontrattuale del *proxy advisor* nei confronti degli altri operatori del mercato che abbiano un interesse economico correlato al successo o all'insuccesso di una determinata operazione oggetto di delibera assembleare, e poi rispettivamente la responsabilità da

contatto sociale nei confronti dell'emittente valutato, nonché infine la responsabilità contrattuale nei confronti dell'investitore istituzionale controparte del contratto di consulenza.

6. *I profili di responsabilità extracontrattuale.*

Dei tre fasci di rapporti indicati al precedente paragrafo, quello tra *proxy advisor* e operatori del mercato genericamente intesi è riconducibile alla fattispecie della responsabilità extracontrattuale. In primo luogo giova osservare che non è di immediata intuizione l'insorgenza di una responsabilità di un operatore professionale nei confronti di una pletora di soggetti estranei al rapporto contrattuale principale ma da esso potenzialmente danneggiati. La peculiare attività che il *proxy advisor* svolge è tuttavia in grado di incidere sulla formazione di una deliberazione collettiva che – in base al principio di maggioranza che caratterizza l'adozione delle delibere assembleari – produce i suoi effetti per la totalità dei soci (e dunque produce riflessi sulla conduzione imprenditoriale dell'emittente) benché sia approvata, in ipotesi, solo dalla maggioranza di essi.

La formazione di una maggioranza assembleare, in positivo o in negativo, porta quindi all'adozione o alla bocciatura delle operazioni e decisioni sottoposte all'approvazione dei soci. Il che significa, in altre parole, che tutti i soggetti che esprimeranno un voto diverso da quello della maggioranza (ovvero si asterranno o saranno assenti) oppure che abbiano un interesse giuridico qualificato contrastante con l'esito della delibera determinato dalla maggioranza citata, potrebbero considerarsi titolari di un interesse economicamente apprezzabile a ché la delibera assembleare sia adottata correttamente. Ciò non significa che tutti i terzi, in generale, siano legittimati a far valere eventuali vizi di invalidità o il risarcimento danni nei confronti della società al di fuori dei casi previsti dagli artt. 2377 e 2379 cod. civ., ma semplicemente che ad essi possa spettare una tutela in base ai principi generali della responsabilità aquiliana *ex art. 2043 cod. civ.* qualora sussistano gli elementi costitutivi della fattispecie *de qua* (e quindi a patto che

l'interesse in questione assuma portata tale da connotare di ingiustizia il danno eventualmente subito dal suo titolare). Prima di passare in rassegna tali elementi è opportuno premettere che – poiché l'attività dei *proxy advisors* è in grado di incidere sul voto espresso dai propri clienti – un inquinamento della volontà assembleare addebitabile a una loro consulenza di voto errata o inesatta assumerà rilievo per la generalità dei terzi solo qualora sia stata determinante ai fini del risultato della delibera (c.d. prova di resistenza), in tal modo frustrando le legittime aspettative dei soggetti da essa pregiudicati. Alle medesime conclusioni si perviene anche qualora il voto inesatto espresso sulla base della consulenza errata abbia privato il socio di diritti sociali aventi un contenuto economico apprezzabile come ad esempio nel caso del recesso e/o dell'impugnativa / risarcimento *ex artt. 2377-2379 cod. civ.*; in tali ultimi casi i soggetti legittimamente interessati all'esercizio di quei diritti sociali potrebbero addurre l'esistenza di un pregiudizio, apprezzabile sul piano economico e ingiustamente subito a causa di una condotta censurabile del consulente di voto. Si esaminano di seguito gli elementi della responsabilità aquiliana qui in esame.

7. (Segue): l'elemento soggettivo.

L'elemento psicologico rappresenta il primo degli elementi costitutivi della responsabilità extracontrattuale (²⁷⁴). In particolare, l'art. 2043 cod. civ. riconosce la tutela risarcitoria soltanto nel caso in cui il *danno ingiusto* sia derivato da un *fatto doloso* ovvero *colposo*, posto in essere dal danneggiante. Da ciò deriva che per accertare l'eventuale responsabilità del *proxy advisor* non è sufficiente che sussista una “valutazione inesatta”, un danno ingiusto e un nesso di causalità tra la condotta e il danno, ma è necessario che al *proxy advisor* sia rimproverabile un comportamento doloso ovvero anche solo colposo, secondo le regole della diligenza professionale.

(²⁷⁴) In questi termini, F.GALGANO, *Le mobili frontiere*, *op. cit.*, 11 e ss.

Il dolo ricorre certamente nei casi più gravi, in quanto si configura ove l'intenzione del *proxy advisor* sia quella di trarre in inganno attraverso le proprie raccomandazioni, al fine di indurre ad effettuare determinate azioni, che altrimenti non sarebbero state effettuate, ovvero sarebbero state compiute a condizioni differenti. La colpa si configura, invece, allorquando l'attività di preparazione e diffusione della valutazione del *proxy advisor* non venga posta in essere con la dovuta diligenza, prudenza e perizia. È difatti ragionevole ritenere che a tutti coloro (compresi i *proxy advisors*) che diffondono al mercato informazioni economiche sia richiesto uno *standard* professionale elevato, costituendo tali informazioni finanziarie fattori fondamentali nella determinazione delle scelte di investimento e, quindi in ultima analisi per l'integrità del mercato. In altri termini, si configurerebbe un comportamento colposo del *proxy advisor*, qualora l'errata valutazione espressa nella raccomandazione di voto ovvero nel *rating* sulla *governance* derivi dall'adozione e applicazione di metodologie valutative inappropriate. In tale ipotesi, si delineerebbe una responsabilità del *proxy advisor* ove l'errore sia conseguenza di una condotta gravemente colposa da parte dello stesso.

Invero, potrebbe ad esempio accadere che la valutazione erronea del *proxy advisor* derivi dalla falsità ovvero dall'incompletezza delle informazioni messe a disposizione dall'entità valutata. In questo caso, poiché la valutazione dei *proxy advisors* si basa, *inter alia*, sulle informazioni dell'emittente (pubbliche ovvero, in determinati casi, anche su informazioni confidenziali di cui i *proxy advisors* vengono a conoscenza previa stipula di appositi accordi contrattuali di riservatezza con l'emittente), occorre valutare se possa configurarsi comunque una responsabilità di tali operatori. È chiaro che i *proxy advisors* non sono dotati di risorse quantitative appropriate per effettuare un'attività di *monitoraggio* sulla veridicità delle informazioni diffuse o fornite dall'emittente e, ove se ne dotassero, dovrebbero al contempo incrementare sensibilmente i costi dei servizi resi per far fronte alle ingenti spese che da tale attività di controllo deriverebbero. Al fine pertanto di analizzare se sia configurabile una responsabilità del *proxy advisor* per aver riposto affidamento in

informazioni provenienti dall'emittente valutato, è utile far ricorso ad esperienze simili e a considerazioni di principio.

Anzitutto, occorre considerare che la gran parte delle informazioni di solito messe a disposizione dei *proxy advisors* hanno già superato preventivamente una serie di verifiche interne ed esterne ad opera, ad esempio, dell'organo di amministrazione, dell'organo di controllo, del revisore contabile e, talvolta, delle autorità di vigilanza ⁽²⁷⁵⁾.

In generale, i *proxy advisors* sono tenuti a richiedere dati ed informazioni supplementari ove lo ritengano necessario nonché chiarimenti sulle informazioni già a loro disposizione anche se di natura confidenziale. I doveri informativi di cui si fanno carico tali operatori del mercato trovano la loro ragion d'essere nell'ambito della diligenza contrattuale e, in futuro qualora l'attività dovesse essere regolata in maniera più dettagliata da norme imperative (alla stregua di quanto accaduto ad esempio per le agenzie di *rating* sul credito) potrebbero essere espressamente previste in dette norme imperative.

Alla luce di tale principio, i *proxy advisors* al fine di garantire che le proprie valutazioni si basino su informazioni veritiere, potrebbero prevedere di affidarsi esclusivamente a bilanci assoggettati alla disciplina della revisione indipendente obbligatoria, ovvero di procedere direttamente a controlli a campione circa le informazioni ricevute, ovvero di prevedere disposizioni contrattuali che stabiliscano chiaramente la responsabilità dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni siano false o fuorvianti o qualora l'entità valutata o terzi ad essa collegati si astengano da una ragionevole diligenza per quanto riguarda l'accuratezza delle informazioni ai sensi del contratto di incarico.

Resta fermo il principio in base al quale i *proxy advisors* sono comunque responsabili ove le informazioni e i dati forniti dall'emittente siano palesemente contraddittori fra loro, ovvero vi siano indizi che facciano dubitare della loro genuinità. Difatti, in

⁽²⁷⁵⁾ Si v., in luogo di molti, F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto*, op. cit., 56.

dette ipotesi, come dianzi osservato, i *proxy advisors* saranno tenuti ad effettuare controlli, richieste e accertamenti, per verificare l'attendibilità dei dati messi a sua disposizione dall'emittente, evadendo così ogni dubbio circa la veridicità e completezza di quanto ricevuto ai fini della valutazione e dell'emissione di raccomandazioni di voto ovvero *rating* sulla *governance*. Da ciò consegue che ove il *proxy advisor* dia prova di aver osservato tutti i comportamenti ragionevolmente necessari a fugare i dubbi anzidetti, potrà lecitamente sostenere di aver agito in totale buona fede nella convinzione di aver divulgato un'informazione vera e corretta ⁽²⁷⁶⁾.

Inoltre, in tale contesto non possono non essere considerati i precisi doveri di correttezza e di trasparenza che gravano sui *proxy advisors* in virtù dei codici di comportamento adottati, e una volta che sarà approvata la modifica della direttiva *Shareholders' Rights* anche in virtù della stessa.

Quanto precede comporta che potrà essere affermata una responsabilità dei *proxy advisors* ove la condotta loro ascrivibile sia colposa nel senso che in virtù di tale condotta possa essere rimproverato ai *proxy advisors* di non essersi attenuti agli *standard* professionali richiesti dalla normativa applicabile e dai codici di autodisciplina (e non già ogniqualvolta l'informazione fornita si dimostri errata).

Fermo restando quanto precede, mancherebbe l'elemento soggettivo in tutte quelle ipotesi in cui il *proxy advisor* abbia proceduto ad una valutazione per l'espressione di una raccomandazione di voto ovvero per il rilascio di un *rating* sulla *governance*, che – per cause a lui non imputabili – si sia rivelata improvvisamente inesatta, ad esempio in quanto è intervenuta una modifica legislativa ovvero un nuovo orientamento giurisprudenziale. In tal caso, nessun rimprovero può essere mosso ai *proxy advisors* in quanto alla data di emissione della raccomandazione di voto ovvero del *rating* sulla *governance* era ragionevolmente poco prevedibile un così radicale mutamento interpretativo in ordine ai presupposti principali sottesi

⁽²⁷⁶⁾ Cfr. M.FRANZONI, *Introduzione*, in G.FACCI, *Il danno*, op. cit., XII e ss.

all'attribuzione del giudizio valutativo. L'esempio citato dimostra infatti come l'erronea valutazione dei *proxy advisors* non sia sempre e comunque conseguenza di una condotta fraudolenta o colposa.

8. (Segue): *l'ingiustizia del danno e il nesso di causalità.*

L'elemento nevralgico in tale forma di responsabilità dei *proxy advisors* è senza dubbio l'individuazione – e la determinazione – del danno patrimoniale derivante da una condotta rimproverabile di tali operatori. Ebbene, in sede di verifica giudiziale dell'antigiuridicità del danno, l'accertamento dell'ingiustizia (del danno) viene effettuata sulla base di un bilanciamento degli interessi in gioco delle parti coinvolte nell'illecito ⁽²⁷⁷⁾, e pertanto dovrà procedersi ad una comparazione degli interessi in conflitto, e cioè dell'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato, e dell'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire ⁽²⁷⁸⁾. Sul piano delle concretezze, pertanto, dovrà essere accertato se «*il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza*» ⁽²⁷⁹⁾.

Ai fini della configurabilità del danno, occorre poi dare prova dell'erroneità della raccomandazione di voto fornita dal

⁽²⁷⁷⁾ In proposito, si v. M.SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2003, 228, che ritiene «*l'interesse degli intermediari e del sistema bancario e finanziario si contrappone o, se vogliamo, si confronta con un altro interesse, pure meritevole di tutela, di chi auspica che le informazioni immesse nel sistema non ledano la (riservatezza della) sfera economica e della vita privata della persona e, quanto meno, rappresentino in modo corretto la realtà [...] anche questo tipo di interesse trova riscontro in norme costituzionali, laddove si afferma il riconoscimento e la tutela della identità di ciascun individuo (sub specie della reputazione economica, commerciale, sociale, etc.) e della libertà di iniziativa economica (art. 41 Cost.)*».

⁽²⁷⁸⁾ M.FRANZONI, *L'illecito*, in *Tratt. resp. civ.*, diretto da M.Franzoni, Giuffrè, Milano, 2004, 914.

⁽²⁷⁹⁾ Cfr. Cassazione, Sezioni Unite, 22 luglio 1999, n. 500, in *BBTC*, 2000, II, 10.

proxy advisor, ossia della sussistenza di un nesso di causalità tra la condotta e il danno subito. In particolare, deve sussistere un nesso eziologico tra la condotta del *proxy advisor* e il danno cagionato a causa dell'inadeguatezza della valutazione che ha comportato l'adozione di una delibera ingiusta per il soggetto danneggiato.

Affinché sia dimostrato il nesso di causalità, occorrerà che sussista un collegamento eziologico tra la raccomandazione di voto inesatta (espressa dagli investitori-clienti nell'assemblea) e il pregiudizio economico subito dal danneggiato.

9. *Quale spazio per una responsabilità da contatto sociale?*

Il secondo modello di responsabilità in osservazione è la responsabilità da "contatto sociale".

Sebbene nella regolazione della responsabilità degli operatori del mercato che svolgono attività simili a quelle dei *proxy advisors* si sia ormai affermato il principio per cui la responsabilità è riconducibile all'alveo della responsabilità di natura extracontrattuale ovvero contrattuale, senza lasciare spazio ad altro genere di responsabilità, ad avviso di chi scrive si potrebbe sostenere che, al ricorrere di determinate condizioni, la responsabilità dei *proxy advisors* possa in astratto essere qualificata in termini di responsabilità da "contatto sociale qualificato".

Di certo, tale responsabilità (da contatto sociale) si verrebbe a delineare solo nei confronti degli emittenti cui le valutazioni (richieste dagli investitori istituzionali-clienti) si riferiscono e non già nei confronti degli investitori istituzionali con cui invece i *proxy advisors* stipulano un vero e proprio contratto dalla cui inosservanza, come si vedrà nel prosieguo, genera una responsabilità di natura propriamente contrattuale.

In via preliminare, si osservi che la responsabilità civile basata sul "contatto" (e non sul "contratto") ha natura quasi-contrattuale, alla luce della circostanza che al contatto sociale generalmente si ricollegano specifici obblighi di comportamento volti a garantire una tutela di quegli interessi che vengono esposti ad un pericolo in virtù del "contatto" stesso.

In altri termini, si riconducono alla responsabilità da contatto sociale le ipotesi in cui la responsabilità extracontrattuale ovvero contrattuale non appare sufficientemente tutelante in quanto generica responsabilità del “chiunque” e nelle quali manca il fulcro del rapporto obbligatorio, costituito dalla prestazione vincolante. Nella responsabilità da contatto sociale, fonte della prestazione risarcitoria sarebbe la lesione di obblighi di protezione (e di comportamento) diretti a garantire la tutela degli interessi in pericolo per via del contatto stesso.

In generale, la situazione tipica da cui sorge una responsabilità “da contatto sociale” si riscontra nei confronti dell’operatore di una professione protetta, cioè di una attività per lo svolgimento della quale è richiesta una particolare abilitazione soprattutto ove essa abbia ad oggetto beni giuridici garantiti a livello costituzionale.

Ne deriva che il classico esempio di responsabilità da contatto sociale si rinviene nella responsabilità medica ⁽²⁸⁰⁾.

Come osservato, il contatto sociale comporta una obbligazione di protezione, la cui fonte si colloca nelle clausole generali di correttezza e di buona fede, e non discende né dall’adempimento connesso ad un rapporto obbligatorio *ex art.* 1175 cod. civ., né da un rapporto di natura contrattuale *ex art.* 1375 cod. civ., né ancora dall’osservanza di precetti costituzionalmente previsti ⁽²⁸¹⁾.

A ciò si aggiunga che è ormai condivisa l’opinione secondo cui la responsabilità di cui all’art. 1218 cod. civ. (*i.e.*, quella del «debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta») ha natura contrattuale non soltanto quando l’obbligo di prestazione derivi da un contratto vero e proprio, stipulato cioè ai sensi e per gli

⁽²⁸⁰⁾ Cfr., *ex multis*, Cassazione, 22 gennaio 1999, n. 589, *Risp. civ.*, 1999, 652. Si noti, comunque che, nel tempo, la responsabilità da contatto sociale è stata estesa anche ad altre figure di professionisti proprio in ragione delle osservazioni che precedono, e cioè che una siffatta responsabilità sia in grado di salvaguardare maggiormente i terzi danneggiati in virtù dell’applicazione, tra le altre cose, di un termine di prescrizione più lungo (dieci anni come nella responsabilità contrattuale, anziché cinque come nella responsabilità extracontrattuale).

⁽²⁸¹⁾ Si v., F.GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. e impresa*, 2008, 93.

effetti di cui agli artt. 1321 e ss. cod. civ., ma anche in ogni altra situazione in cui esso dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente (qualunque ne sia la fonte).

Ebbene, pur sussistendo delle incertezze sul punto, in un contesto in cui si protende verso un avvicinamento dei due tradizionali tipi di responsabilità (contrattuale ed extracontrattuale), anche la giurisprudenza ha in più occasioni mostrato di aderire a siffatta concezione della responsabilità contrattuale, ritenendo che essa possa discendere anche dalla violazione di obblighi nascenti da situazioni di semplice contatto sociale (e non di contratto) ⁽²⁸²⁾.

Tale ricostruzione è certamente condivisibile alla luce del fatto che ad oggi si parla di responsabilità contrattuale in omaggio alla tradizione, quando in realtà si dovrebbe parlare, stante l'attuale sistema del codice civile, di responsabilità *ex art.* 1218 cod. civ., e cioè di una responsabilità per inadempimento delle obbligazioni, che, come detto, non necessariamente nascono da un contratto.

In proposito, si noti, come per l'applicazione dell'art. 1218 cod. civ. è sufficiente prendere atto della esistenza di una fonte di obbligazione, che nella specie è il contatto sociale fra danneggiante e danneggiato (nell'esempio tipico medico-paziente) quale fatto giuridico, allo stesso modo con cui è fatto giuridico, fonte di obbligazione e produttiva di responsabilità per inadempimento, la trattativa precontrattuale ⁽²⁸³⁾.

A questo punto è lecito domandarsi se la responsabilità da contatto sociale sia suscettibile di una indiscriminata applicazione ed estensione anche ad operatori che svolgono una professione c.d. protetta; nel senso che occorre verificare se nell'attività svolta dai *proxy advisors* (quali soggetti altamente qualificati) sussistano gli elementi necessari ed idonei per una applicazione delle regole di cui al contatto sociale elaborate dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

In generale, non sembrerebbero sussistere impedimenti

⁽²⁸²⁾ Si v. Cassazione, Sezioni Unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *BBTC*, 2008, II, 567.

⁽²⁸³⁾ Per una sistematica disamina in materia di responsabilità precontrattuale, si v., in luogo di molti, V.CUFFARO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988, 1268 e ss.

nell'estensione della responsabilità da contatto sociale a figure diverse da quelle già prese in esame dalla giurisprudenza, tuttavia non appare corretto operare una generalizzazione e ritenere configurabile una responsabilità da contatto sociale anche fra soggetti che non vengono in contatto tra loro. In altri termini, non può configurarsi una responsabilità da contatto sociale qualora manca l'estremo, indispensabile, del contatto, che per l'appunto rappresenta un elemento rilevante nella creazione di una aspettativa di protezione di intensità pari a quella che trae fonte da un contratto. Laddove si procedesse diversamente, infatti, si finirebbe per convertire in responsabilità per inadempimento qualsiasi responsabilità per fatto illecito.

Del resto, come precedentemente osservato, in dottrina vi è chi ritiene che la situazione base, all'origine della teoria della responsabilità da contatto sociale, risieda nella trattativa precontrattuale, che instaura il diretto contatto fra le parti e genera l'aspettativa di protezione⁽²⁸⁴⁾.

È tuttavia da segnalare un recente orientamento, maggiormente incline ad estendere l'ambito di operatività della responsabilità da contatto sociale, per cui la distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale si collocherebbe nel fatto che la responsabilità extracontrattuale dipenderebbe dalla violazione di un dovere primario di non ledere ingiustamente la sfera di interessi altrui; di conseguenza la responsabilità aquiliana nascerebbe con la stessa obbligazione risarcitoria, laddove quella contrattuale presupporrebbe l'inadempimento di uno specifico obbligo giuridico già preesistente e volontariamente assunto nei

⁽²⁸⁴⁾ Cfr. A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, op. cit., 642, secondo il quale «è indubitabilmente circostanza creatrice di doverosità specifica il fatto per un soggetto di aver stipulato un contratto; ma lo è anche il trovarsi in uno status soggettivo o in una situazione oggettiva nella quale un precetto generale di legge gli prescrive l'osservanza di certi standard di comportamento verso uno o più altri soggetti individuati o individuabili in ragione delle circostanze; e lo è pure la consapevolezza, che egli ha effettivamente o che gli viene imputata per *fictio iuris*, del rischio di danno *contra ius* o *sine iure* al quale il suo comportamento espone altri soggetti con cui entra in un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto, purché si tratti di soggetti da lui previamente identificabili e la cui esposizione al rischio sia da lui prevedibile».

confronti di un determinato soggetto (o di una determinata cerchia di soggetti) ⁽²⁸⁵⁾. Proprio in questa prospettiva, la Cassazione ritiene, deve essere interpretato l'art. 1173 cod. civ. che classifica le obbligazioni in base alla loro fonte ed espressamente distingue le obbligazioni da contratto da quelle da fatto illecito. Si potrebbe tuttavia sostenere che la nozione di obbligazione contrattuale contenuta nell'articolo menzionato abbia una valenza più ristretta di quella prospettata, e che pertanto le obbligazioni derivanti dalla violazione di specifiche norme o principi giuridici preesistenti ricadano nell'ulteriore categoria degli altri atti o fatti idonei a produrre obbligazioni in conformità dell'ordinamento giuridico, cui pure la medesima norma fa riferimento.

La questione sembra avere un valore essenzialmente classificatorio, giacché in linea generale il regime cui sono soggette siffatte obbligazioni *ex lege* non si discosta da quello che connota le obbligazioni contrattuali in senso stretto. In ogni caso, tenuto conto del carattere piuttosto vago della definizione adoperata per individuare tale ulteriore categoria di obbligazioni, e considerate le difficoltà in cui si è sempre incorsi nell'interpretare questa espressione normativa, appare preferibile circoscriverne la portata alle sole obbligazioni che con sicurezza ne costituiscono la base storica: quelle integranti la cosiddetta responsabilità da fatto lecito (*in primis* la responsabilità derivante dalla gestione di affari altrui o dall'arricchimento privo di causa) la quale né presuppone l'inesatto adempimento di un obbligo precedente (di fonte legale o contrattuale che sia) né dipende da comportamenti illeciti in danno altrui ⁽²⁸⁶⁾.

Alla luce delle considerazioni che precedono, la giurisprudenza di legittimità italiana ha, ad esempio, concluso per una responsabilità da contatto sociale nell'ipotesi in cui una banca negoziatrice di assegni bancari (o circolari) – la quale abbia pagato detti assegni in violazione delle specifiche regole poste dalla legge assegni – nei confronti di tutti i soggetti nel cui interesse quelle

⁽²⁸⁵⁾ Cfr., Cassazione, Sezioni Unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *BBTC*, 2008, II, 567.

⁽²⁸⁶⁾ Così, L.VIOLA, *Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali*, Halley, Metelica, 2007, 499.

regole sono dettate e che, per la violazione di esse, abbiano sofferto un danno.

La Cassazione ha qualificato in termini contrattuali la responsabilità della banca nel caso richiamato, e ciò in virtù del fatto che le regole di circolazione e di pagamento dell'assegno munito di clausola di non trasferibilità, pur certamente svolgendo anche un'indiretta funzione di rafforzamento dell'interesse generale alla regolare circolazione dei titoli di credito, appaiono essenzialmente volte a tutelare i diritti di coloro che alla circolazione di quello specifico titolo sono interessati, ciascuno dei quali avendo ragione di confidare sul fatto che l'assegno verrà pagato solo con le modalità e nei termini che la legge prevede, la cui concreta attuazione, proprio per questo, è rimessa ad un banchiere, *«ossia ad un soggetto dotato di specifica professionalità a questo riguardo. Ed è appena il caso di aggiungere che tale professionalità del banchiere si riflette necessariamente sull'intera gamma delle attività da lui svolte nell'esercizio dell'impresa bancaria, e quindi sui rapporti che in quelle attività sono radicati: giacché per lo più si tratta di rapporti, per così dire, asimmetrici, per la corretta attuazione dei quali il banchiere dispone di strumenti e di competenze che normalmente gli altri soggetti interessati non hanno. Dal che appunto dipende, per un verso, l'affidamento di tutti gli interessati nel puntuale espletamento, da parte del banchiere, dei compiti inerenti al servizio bancario e, per altro verso, la specifica responsabilità in cui il banchiere medesimo incorre nei confronti di coloro che con lui entrano in contatto per avvalersi di quel servizio, ove, viceversa, egli non osservi le regole al riguardo prescritte dalla legge»*⁽²⁸⁷⁾.

⁽²⁸⁷⁾ Così Cassazione, Sezioni Unite, 26 giugno 2007, n. 14712, in *BBTC*, 2008, II, 567, in cui si legge: *«È bensì vero che l'ordinamento conosce anche casi di responsabilità aquiliana contemplati da norme specifiche, che costituiscono attuazione del principio generale posto dall'art. 2043 c.c., ma deve pur sempre trattarsi di situazioni nelle quali la responsabilità si manifesta primariamente nell'obbligo risarcitorio. Qui, invece, in capo al banchiere presso cui l'assegno non trasferibile è posto all'incasso sorge, prima d'ogni altro, un obbligo professionale – derivante dalla sua stessa funzione, in considerazione della quale la legge stabilisce, appunto, che l'assegno possa esser girato per l'incasso solo ad un banchiere - di far sì che il titolo sia introdotto nel circuito di pagamento bancario in conformità alle regole che ne presidiano la circolazione*

Tornando alla responsabilità dei *proxy advisors* nei confronti degli emittenti valutati, giova osservare come l'attività da questi svolta sia caratterizzata da un elevato grado di affidabilità e reputazione, elementi che connotano le cc.dd. attività protette, idonea cioè a ingenerare un notevole affidamento dei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione. Ma v'è di più, alla luce delle recenti novità che stanno caratterizzando il quadro giuridico dei *proxy advisors* negli Stati Uniti (si veda in proposito l'ultimo paragrafo del capitolo 3 che precede), ma anche in Europa ⁽²⁸⁸⁾ si potrebbe configurare a carico di tali soggetti persino un obbligo di registrazione e la conseguente loro soggezione ad un particolare statuto normativo e di vigilanza. In virtù di tali novità, i *proxy advisors* potranno considerarsi appartenenti alla sfera dei cc.dd. esercenti "attività riservate", al pari di altre categorie di imprese e professionisti.

e l'incasso. E la responsabilità deriva appunto dalla violazione di un siffatto obbligo di protezione, che opera nei confronti di tutti i soggetti interessati alla regolare circolazione del titolo ed al buon fine della sottostante operazione: obbligo preesistente, specifico e volontariamente assunto. Il che, per le ragioni dianzi chiarite, necessariamente conduce fuori dall'ambito della responsabilità aquiliana, non permette di configurare un caso di responsabilità ex lege (intesa come responsabilità da atto lecito) e porta invece a concludere per la natura (lato sensu) contrattuale della responsabilità ricadente sulla banca a norma della L. assegno, citato art. 43, comma 2. La conclusione cui si è pervenuti circa la natura della responsabilità di cui si discute ha un'ovvia quanto immediata conseguenza in ordine al termine di prescrizione cui è soggetta l'azione di risarcimento proposta dal danneggiato. Esclusa la natura aquiliana di detta responsabilità, è infatti evidente che nessuno spazio può trovare, in un caso come questo, la disposizione dell'art. 2947 c.c., secondo cui il diritto al risarcimento del danno derivante da fatto illecito si prescrive in cinque anni dal giorno in cui il fatto si è verificato. Resta invece applicabile, in difetto di altra disposizione che più specificamente si attagli alla fattispecie, il regime della prescrizione ordinaria decennale stabilito dall'art. 2946 c.c., come statuito dall'impugnata sentenza». In dottrina, cfr., G.VISINTINI, La responsabilità della banca per false informazioni nel quadro dei servizi ai clienti, in Mercato finanziario e tutela del risparmio. Trattato di dir. comm. e di dir. pubbl. dell'ec., a cura di F.Galgano e G.Visentini, 2006, Cedam, Padova, 132, che ritiene che, se si vuole affermare detta ricostruzione «occorre come in tutti i casi di responsabilità professionale dimostrare una colpa grave della banca e l'affidamento riposto dal danneggiato, in buona fede, nella false informazioni della banca stessa».

⁽²⁸⁸⁾ In proposito, come osservato nel capitolo 1 che precede, visto che alcuni partecipanti alla consultazione hanno proposto di iscrivere i *proxy advisors* in un apposito albo al fine di assoggettarli ad una forma di vigilanza esterna.

Tenuto conto di quanto precede, è chiaro che le osservazioni appena svolte non sono sufficienti a giustificare una estensione meccanica del contatto sociale al rapporto che lega il *proxy advisor* e la società quotata.

Posto che i *proxy advisors* svolgono un ruolo “pubblicistico” (in senso atecnico) non può ad oggi escludersi che, anche a fronte delle modifiche sul piano regolamentare della disciplina del fenomeno *de quo*, possano trovare applicazione, *mutatis mutandis*, i principi giurisprudenziali richiamati con la conseguenza di estendere il regime del contatto sociale qualificato ai rapporti fra *proxy advisors* e società quotata oggetto di valutazione (dietro pagamento dell’investitore istituzionale) assoggettandoli in tal modo alle regole di responsabilità stabilite per le relazioni contrattuali. In altri termini, si potrebbe ritenere che ai *proxy advisors* possa applicarsi in via analogica la responsabilità da contatto sociale posto che l’attività di consulenza in materia di voto risponde a *standard* professionali minimi sulla cui detenzione dovrebbe (almeno a livello di progetto di legge negli Stati Uniti e di proposta di modifica della direttiva in Europa) essere esercitata in via preventiva e poi continuativa una vigilanza esterna ed effettiva.

Fermo restando quanto precede, non si può meccanicamente far derivare dalla semplice diffusione di una raccomandazione di voto ovvero di un *rating* sulla *governance* errati una responsabilità nei confronti della società per i pregiudizi da questa subiti⁽²⁸⁹⁾. In tale ipotesi, infatti, si deve accertare se il danno patito sia risarcibile secondo le norme che disciplinano la causalità giuridica, che notoriamente svolge la funzione di selezionare le conseguenze dannose. Percorrendo tale strada interpretativa, alla fattispecie in disamina dovrebbe applicarsi quanto disposto dall’art. 1223 cod. civ. che, in caso di inadempimento del debitore, delimita le conseguenze risarcibili, dovendosi quindi verificare se tali

⁽²⁸⁹⁾ Il “contatto” fra il *proxy advisor* e la società valutata si manifesta quando si instaura tra loro un dialogo. Ciò avviene generalmente nel corso del procedimento di formulazione delle raccomandazioni di voto, sia nel caso in cui l’investitore istituzionale richieda al *proxy advisor* un servizio di *engagement* per cui necessariamente *proxy advisor* e società quotata entrano in contatto.

conseguenze si configurino come sviluppo del rischio che una corretta esecuzione della prestazione avrebbe permesso di arginare.

Per concludere, anche a voler configurare la responsabilità da contatto sociale in termini di obblighi di protezione, dovrebbe in ogni caso accertarsi se il danno patito dalla società sia risarcibile secondo le norme che disciplinano la causalità giuridica e, segnatamente, attraverso l'art. 1223 cod. civ., dovendosi verificare se l'investitore sarebbe stato comunque esposto al pregiudizio subito a prescindere dalla informazione inesatta del *proxy advisor* ovvero se la perdita subita derivi in via immediata e diretta dal comportamento del *proxy advisor* medesimo.

10. *I profili di responsabilità contrattuale.*

Come noto la responsabilità contrattuale, a differenza della responsabilità extracontrattuale, presuppone per sua natura che tra le parti vi sia un rapporto di tipo obbligatorio, di natura negoziale ovvero legale.

Nel caso in osservazione (*i.e.*, la responsabilità del *proxy advisor*) la responsabilità contrattuale si manifesta in due ipotesi specifiche, e cioè quando l'attività di consulenza è richiesta al *proxy advisor* dall'investitore istituzionale, ovvero dalla società quotata (a seconda dei casi, rispettivamente, l'attività è prestata secondo un modello di remunerazione *investor-paid* ovvero *issuer-paid*).

In generale, la responsabilità contrattuale è disciplinata dall'art. 1218 cod. civ. a mente del «*il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno se non prova che l'inadempimento o il suo ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile*». In altri termini, la responsabilità contrattuale consiste nella violazione di uno specifico dovere, proveniente da un preesistente vincolo obbligatorio rimasto inadempito.

Alla luce del dato normativo citato, ove il debitore non abbia eseguito esattamente la prestazione dovuta si configurerà una sua responsabilità diretta e immediata; nel caso della responsabilità del

proxy advisor, essa discenderà da un inadempimento degli obblighi contenuti nel contratto con cui il *proxy advisor*, dietro pagamento di un corrispettivo da parte dell'investitore istituzionale ovvero della società quotata, si è impegnato a rendere taluni servizi di consulenza.

L'art. 1218 cod. civ., con cui si intende garantire la tutela sostanziale della posizione creditoria, deve essere poi coordinato con quanto disposto dall'art. 1176 cod. civ. in materia di diligenza nell'adempimento dell'obbligazione. In proposito, si noti come la diligenza richiesta ai sensi del primo comma dell'art. 1176 cod. civ. è quella media del "buon padre di famiglia", mentre quella di cui al secondo comma, che concerne l'adempimento di obbligazioni inerenti l'esercizio di un'attività professionale, deve essere valutata con riguardo alla natura dell'attività esercitata. Pertanto, la fonte dell'eventuale responsabilità contrattuale dei *proxy advisors* risiederebbe nell'esecuzione *non diligente* e non corretta della prestazione dovuta, con la conseguenza che quest'ultimo risponderà nei confronti del proprio cliente per l'eventuale inadempimento dell'obbligazione dedotta in contratto secondo le regole del diritto comune, in particolare in base a quanto previsto dagli artt. 1218 e 1453 cod. civ.

Si noti poi che a differenza di quanto accade in materia di responsabilità extracontrattuale, nella quale, come si vedrà nei paragrafi che seguono, è il soggetto danneggiato a dover provare tutti gli elementi costitutivi del fatto illecito (ivi inclusi, il dolo ovvero la colpa del soggetto che abbia cagionato un danno "ingiusto"), nella responsabilità contrattuale, posto che l'ingiustizia del danno è *in re ipsa*, ed esso trova la sua origine nell'inadempimento (da parte del debitore di una prestazione alla quale si era precedentemente vincolato), il danneggiante è ritenuto responsabile a prescindere dalla verifica della sussistenza dell'elemento psicologico del dolo o della colpa, ed è egli stesso a dover dare prova, per sottrarsi all'obbligo risarcitorio, dell'impossibilità sopravvenuta della prestazione per cause a lui non imputabili, spettando invece al danneggiato l'onere della prova dell'inadempimento e dell'entità del danno.

Conseguentemente, in sede di risarcimento danni derivante

dalla responsabilità contrattuale, il danneggiato dovrà dare prova dell'inadempimento, del danno e del nesso causale tra inadempimento e danno subito, restando invece a carico del *proxy advisor* l'onere di provare che l'inadempimento deriva dall'impossibilità della prestazione dovuta a causa allo stesso non imputabile.

A ciò si aggiunga che ai sensi dell'art. 1223 cod. civ., il risarcimento del danno dovuto all'inadempimento o al ritardo deve comprendere sia la perdita subita dal creditore (danno emergente) che il mancato guadagno (lucro cessante), in quanto ne siano conseguenza immediata e diretta (nesso di causalità tra l'inadempimento e il danno).

Diversamente dalla responsabilità extracontrattuale in cui ad essere risarcibili sono tutti i danni, prevedibili o non prevedibili, nella responsabilità contrattuale, ove l'inadempimento o il ritardo non abbiano natura dolosa, il risarcimento è limitato al solo danno prevedibile al tempo in cui è sorta l'obbligazione (art. 1225 cod. civ.).

Quanto all'inadempimento, esso potrebbe derivare da un errore applicativo. Si pensi ad esempio al caso in cui il *proxy advisor* si discosti dalle linee guida in materia di *governance* – fornite all'inizio della stagione assembleare – nella predisposizione di una raccomandazione di voto ovvero nella emissione di un giudizio di *rating* sulla *governance*; tale comportamento potrebbe configurare un inadempimento derivante da una colposa valutazione della proposta assembleare o del *rating* sulla *governance* imputabile al *proxy advisor*. Ove tale elemento non sia riscontrabile, occorrerà avere riguardo alla responsabilità del professionista, e ai fini della quantificazione del danno potranno essere considerate anche altre circostanze rilevanti quali, ad esempio, l'eventuale concorso di colpa dell'investitore ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1227 cod. civ. ⁽²⁹⁰⁾. Difatti, deve

⁽²⁹⁰⁾ Al riguardo, si v. U.MORERA, *Psicologia dell'investitore retail*, op. cit., 245, il quale ritiene che «il profilo è molto delicato e suggerisce una prospettiva relevantissima per il giurista. Se infatti può dirsi che la componente irrazionale costituisce un fondamentale elemento dell'agire dell'investitore, va necessariamente stabilito in che modo detta componente si riflette sulle

comunque notarsi che solitamente i servizi offerti dai *proxy advisors* sono richiesti da investitori istituzionali, i quali, a differenza di quelli *retail*, sono in grado di effettuare valutazioni in quanto soggetti esperti.

L'onere probatorio che incombe sul soggetto pregiudicato da una valutazione del *proxy advisor* inesatta è molto simile a quello in cui incorre il cliente nei confronti dell'intermediario, laddove il primo lamenti la responsabilità dell'intermediario stesso per violazione degli obblighi informativi. Si tratta infatti di situazioni similari, in cui l'investitore è tenuto a dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe indotto ad una diversa scelta di investimento.

Quanto al nesso causale tra la condotta ed il pregiudizio subito, secondo le regole di diritto comune, la dimostrazione della sussistenza dello stesso spetta al danneggiato, e dunque all'investitore o all'emittente quotato che abbia richiesto la consulenza di un *proxy advisor*.

In tal caso, si potrebbe ritenere, come accaduto in materia di responsabilità delle agenzie di *rating*, che il nesso eziologico tra la valutazione, l'investimento effettuato ed il danno cagionato all'investitore, potrà essere interrotto dalla prova fornita dal *proxy advisor* dell'esistenza di fatti idonei ad interrompere il nesso causale, cioè di elementi in grado di provare che la valutazione dell'operatore in realtà non abbia influenzato la scelta dell'investitore, che pur in assenza di detta valutazione, avrebbe comunque tenuto il medesimo comportamento con conseguente

valutazioni che il giudice deve compiere nel verificare la sussistenza o meno del concorso di colpa. Detto elemento (l'irrazionalità) costituisce prova/conferma che il concorso di colpa vi è stato; ovvero, al contrario, è detto elemento – essendo per così dire “connaturato” all'agire dell'investitore – che finisce per rappresentare una sorta di esimente del concorso in questione? Probabilmente, la soluzione è nel riconoscere in capo all'intermediario la possibilità di giovare dell'esenzione/diminuzione del risarcimento soltanto qualora l'intermediario stesso abbia adempiuto a tutti gli obblighi su di lui incombenti per la tutela dell'investitore. Non rinunciando ad indagare, almeno in prospettiva futura, se possa considerarsi sufficiente il rispetto formale della disciplina a tutela dell'investitore, ovvero se sia invece necessario al fine di evitare il danno in capo all'investitore (come mi sembrerebbe nelle ipotesi in cui abbia diretta percezione di comportamenti irrazionali; ad esempio nell'ambito della compilazione del profilo di rischio)».

depauperazione del proprio patrimonio (²⁹¹). Difatti, si osservi come la prova del nesso eziologico non è semplice e potrebbe sfociare in una vera e propria *probatio diabolica*, posto che non è così “naturale” che determinate scelte degli investitori siano effettivamente state influenzate dalle valutazioni dei *proxy advisors*. Pertanto, al fine di provare il nesso eziologico, occorrerà fare ricorso allo strumento della presunzione. Ragionando in detti termini, sembrerebbe corretto ritenere che, in sede contenziosa, la prova del nesso eziologico non gravi interamente sull’attore-danneggiato, nel senso che «*incomberà comunque al professionista l’onere di dimostrare che la dichiarazione medesima è stata resa senza violazione di alcuno di quei criteri di legge che il suo status gli imponeva di osservare*» (²⁹²).

Con la conseguenza, che laddove il *proxy advisor* riesca a dimostrare che il comportamento dell’investitore sarebbe stato, a prescindere dalla valutazione erronea del *proxy advisor* medesimo, non dissimile da quello avuto, ciò potrebbe eliminare il nesso eziologico tra la condotta (valutazione erronea) e il danno (pregiudizio economico per l’investitore), in quanto, come più volte ricordato nel presente lavoro, non sempre da una erronea attività dei *proxy advisors* discende necessariamente un effettivo danno patrimoniale per l’investitore. Difatti, l’inesattezza dell’informazione fornita dai *proxy advisors* non sempre coincide con la rimproverabilità della condotta dei medesimi *proxy advisors*.

L’ipotesi che potrebbe in astratto profilarsi come la più

(²⁹¹) In proposito, si noti come in materia di agenzie di *rating* sia stato sostenuto il principio della vicinanza della prova, per cui «*tale impostazione appare coerente con i principi in ordine alla distribuzione dell’onere della prova ed al rilievo che assume a tal fine la “vicinanza alla prova”, e cioè la effettiva possibilità per l’una o per l’altra parte di offrirla: sarebbe alquanto gravoso per l’investitore dimostrare che la decisione è stata indotta esclusivamente o prevalentemente dalla valutazione dell’agenzia. Sarà, invece, onere del convenuto fornire la prova di fatti da cui si evinca l’insussistenza di un rapporto causale, come ad esempio nell’ipotesi in cui emerga un profilo dell’investitore caratterizzato da una forte propensione al rischio: in questa ipotesi, è dubbio che possa ammettersi un nesso causale tra il rating erroneo ed il pregiudizio patrimoniale subito dal risparmiatore, essendo plausibile ritenere che anche nel caso di rating negativo, l’investitore avrebbe ugualmente sottoscritto i titoli*» così G.FACCI, *Le agenzie di rating*, in *op. cit.*, 190 e ss.

(²⁹²) Cfr. A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità*, *op. cit.*, 665.

probabile è quella in cui il *proxy advisor* raccomandi (erroneamente) di approvare una determinata deliberazione assembleare su, ad esempio, un'operazione societaria straordinaria che si dimostri in concreto “fallimentare”; ovvero il caso in cui il *proxy advisor* raccomandi (erroneamente) di bocciare la deliberazione su una determinata operazione societaria straordinaria che in realtà sarebbe stata economicamente vantaggiosa.

Entrambe le situazioni descritte comportano un evidente pregiudizio delle posizioni sociali o creditorie degli investitori i quali avevano principalmente fatto affidamento sul giudizio positivo o negativo rilasciato dal *proxy advisor*, potendo per l'effetto essere invocata la responsabilità dei *proxy advisors* in virtù di una “frattura” nell'attività negoziale con conseguente alterazione della volontà dell'investitore. In altre parole, il danneggiato potrebbe lamentare una lesione in senso negativo della propria libertà contrattuale, dimostrando di essere stato indotto a non concludere un'iniziativa di investimento che, invece, avrebbe altrimenti concluso ove la valutazione fosse stata corretta.

Nel primo caso, per la quantificazione del danno risarcibile occorrerà tenere conto dell'andamento del titolo nel periodo successivo all'approvazione dell'operazione; mentre nel secondo caso, il danno risarcibile equivarrà alla mancata realizzazione del prospettabile incremento del valore del titolo – attualizzato – conseguente alle sinergie dell'operazione bocciata.

In entrambe le ipotesi, il danno sarebbe dunque rappresentato dall'entità del mancato guadagno che l'investitore avrebbe altrimenti ricavato ove avesse posto in essere un comportamento di “segno opposto” rispetto a quello raccomandato dal *proxy advisor*.

Sulla base delle regole di diritto comune, sarà a carico del danneggiato fornire la prova che la valutazione erronea effettuata dal *proxy advisor* ha comportato un depauperamento patrimoniale, e che ove la valutazione fosse stata correttamente eseguita, il danneggiato non avrebbe subito il pregiudizio lamentato. In particolare, il danneggiato-investitore sarà tenuto a dimostrare che non avrebbe ad esempio votato a favore o contro una determinata

operazione, ovvero nel caso di *rating* sulla *governance*, non avrebbe proceduto alla dismissione ovvero all'acquisto di strumenti finanziari dell'emittente valutato, ove il giudizio del *proxy advisor* fosse stato di segno opposto.

In linea generale, l'inadempimento del *proxy advisor* comporta una lesione del diritto dell'investitore a ricevere un'informativa corretta ed adeguata, pregiudicandone in ultima analisi il patrimonio personale ⁽²⁹³⁾. In particolare, infatti, sarà opportuno verificare se l'affidamento riposto dall'investitore, nei termini ingenerati dalla valutazione del *proxy advisor*, sia meritevole o meno di tutela; in altre parole, occorrerà valutare se il danno subito dall'investitore a causa dell'incolpevole affidamento riposto nella valutazione abbia o meno i connotati dell'ingiustizia e accertare che l'incolpevole affidamento del danneggiato nella correttezza e qualità delle informazioni rese da un *proxy advisor* trovi un grado di protezione sufficiente ovvero sia destinato a cedere dinanzi ai principi di libertà di informazione.

In via di principio, si noti come nell'ordinamento domestico, per valutare se esista o meno un diritto del singolo a ricevere

⁽²⁹³⁾ Si noti come in fattispecie analoghe la dottrina abbia ritenuto che «anche il giudizio sull'ingiustizia del danno assume così una dimensione relazionale: sarà infatti compito del giudice chiamato ad attuare la tutela risarcitoria valutare comparativamente l'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato e l'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza, alla stregua delle norme di diritto positivo. L'attività del giudice sarà orientata da un paradigma logico scandito dai seguenti momenti: a) in primo luogo egli dovrà accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) dovrà quindi stabilire se il predetto evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa della società di revisione (da riferire ai parametri della negligenza o imperizia); c) successivamente dovrà stabilire se il danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento tutelato nelle forme del diritto soggettivo assoluto o relativo, dell'interesse legittimo o di altro interesse non elevato a oggetto immediato di tutela ma giuridicamente rilevante in quanto preso in considerazione dall'ordinamento, seppure ai fini diversi da quelli risarcitori, e quindi non riconducibile a mero interesse di fatto; d) dovrà poi accertare, sotto il profilo causale, facendo applicazione dei noti principi generali, se l'evento dannoso sia riferibile alla condotta della società di revisione», in questi termini M.V.COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2001, 97 e ss.

informazioni esatte, si è soliti distinguere tra (i) informazioni rese come consiglio amichevole, (ii) informazioni fornite come “servizio” e (iii) informazioni diffuse come “prodotto”.

Dalla tripartizione accennata consegue necessariamente che, *«mentre nella prima ipotesi di regola il danno è tendenzialmente sempre ingiusto (nei termini e nei limiti determinati dal legislatore), un vero e proprio problema – aperto – di individuazione dell'ingiustizia del danno si pone per l'ipotesi centrale»* ⁽²⁹⁴⁾.

Fermo restando quanto precede, ove venga lamentato un danno alla libertà contrattuale dell'investitore derivante dall'aver riposto affidamento in informazioni erronee, vi è una tutela di tale affidamento se l'informazione è frutto di una valutazione effettuata da un soggetto qualificato, che in virtù del particolare *status* di cui è dotato ingenera un particolare affidamento nella correttezza e veridicità dell'informazione resa ⁽²⁹⁵⁾.

Diversi sono gli esempi che possono essere annoverati in cui si afferma una responsabilità del soggetto dotato di un particolare *status* professionale che fornisce informazioni inesatte. Si pensi, ad esempio, al caso delle lettere di *patronage*, allorché una banca venga indotta a concedere linee di credito nella presunzione di veridicità delle dichiarazioni del *patronnant* ⁽²⁹⁶⁾, ovvero al caso in cui una banca che, fornendo ad un terzo informazioni inesatte sulla situazione finanziaria di un proprio cliente, induca il terzo a stipulare un determinato contratto con il cliente della banca che poi

⁽²⁹⁴⁾ Cfr. F.BUSNELLI, *op. cit.*, 554.

⁽²⁹⁵⁾ Si noti come la giurisprudenza di legittimità abbia affermato la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico. In proposito, Cassazione n. 94 del 6 gennaio 1984, in *Mass. Foro it.*, 1984, ove è stato affermato il principio per cui «*sussiste a carico di un'organizzazione che svolge il compito di fornire informazioni commerciali la responsabilità per danni cagionati a terzi, ex art. 2043, qualora, pur senza formulare apprezzamenti o giudizi negativi sulla moralità della persona (fisica o giuridica) sulla quale fornisce le informazioni stesse, riferisca una situazione non corrispondente al vero, costituendo la divergenza tra la situazione reale e quella risultante dall'informazione una violazione delle comuni norme di prudenza e di diligenza occorrenti nella ricerca della fonte dell'informazione*».

⁽²⁹⁶⁾ *Ex multis*, A.MAZZONI, *Le lettere di patronage*, Giuffrè, Milano, 1986. In questi stessi termini, più di recente, G.FACCI, *Il danno*, *op. cit.*, 329.

si riveli insolvente ⁽²⁹⁷⁾; ovvero al caso in cui la banca trattaria abbia fornito notizie erranee (non coincidenti con la situazione finanziaria) del traente ⁽²⁹⁸⁾. Dagli esempi citati deriva che sussiste un principio per cui la banca richiesta di fornire determinate informazioni, ha piena libertà di fornirle o rifiutarle ma, tuttavia ove decida di fornirle, deve assicurare che esse siano vere, corrette e complete al fine di non incorrere in responsabilità aquiliana in virtù del principio per cui godendo la banca di un particolare *status*, essa deve necessariamente operare in maniera sana e prudente.

In tale prospettiva, non può d'altronde non essere ricordato l'art. 94 del TUF con cui il legislatore domestico ha provveduto a tipizzare anche la "responsabilità da prospetto", per cui l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

Il quadro che emerge dalle osservazioni che precedono è che sussiste senza dubbio una tutela dell'interesse degli investitori a ricevere informazioni veritiere e corrette anche alla luce del fatto che un'informativa efficiente è veicolo necessario per una corretta allocazione del risparmio e quindi non solo in un'ottica

⁽²⁹⁷⁾ Si v., il principio elaborato dalla Corte d'Appello di Milano, 14 marzo 1986, in *BBTC*, 1987, II, 627, secondo cui «la banca che fornisce informazioni false o inesatte circa la situazione economica e la solvibilità di un cliente è responsabile in via extracontrattuale, verso il destinatario delle informazioni, dei danni da costui subiti (nella specie, per i finanziamenti erogati al cliente insolvente in seguito alle suddette informazioni)».

⁽²⁹⁸⁾ Cfr. Cassazione, 1° agosto 2001, n. 10492, in *Danno e resp.*, 2002, 90, in cui si afferma che «la banca trattaria, ove fornisca, pur non essendo a ciò obbligata, le informazioni richieste da altro istituto di credito in ordine alla esistenza di una sufficiente provvista per il pagamento di un assegno di conto corrente, deve dare, per non incorrere in responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c., informazioni esatte e completamente veritiere con riguardo alla situazione presente al momento della richiesta, anche specificando, nel caso in cui si debba attendere il buon fine di effetti versati sul conto del traente, che i fondi non sono immediatamente disponibili».

microeconomica (per la protezione dei singoli investitori pregiudicati) ma anche, in un'ottica macroeconomica, del mercato in generale ⁽²⁹⁹⁾).

In particolare, manca l'elemento soggettivo in tutte quelle ipotesi in cui il *proxy advisor* abbia proceduto ad una valutazione per l'espressione di una raccomandazione di voto ovvero per il rilascio di un *rating* sulla *governance*, che – per cause a lui non imputabili – si sia rivelata improvvisamente inesatta, ad esempio in quanto è intervenuta una modifica legislativa ovvero un nuovo orientamento giurisprudenziale. In tal caso, nessun rimprovero può essere mosso ai *proxy advisors* in quanto alla data di emissione della raccomandazione di voto ovvero del *rating* sulla *governance* era ragionevolmente poco prevedibile un così radicale mutamento interpretativo in ordine ai presupposti principali sottesi all'attribuzione del giudizio valutativo. L'esempio citato dimostra infatti come l'erronea valutazione dei *proxy advisors* non sia sempre e comunque conseguenza di una condotta fraudolenta o colposa.

Da ultimo, si osservi come appare piuttosto difficile poi per il *proxy advisor* appellarsi agli avvertimenti (*disclaimer*) che solitamente si rintracciano nella documentazione di raccomandazione di voto ovvero nei giudizi di *rating* sulla *governance* che sottolineano il carattere di mera opinione degli stessi. Come osservato poc'anzi difatti, i *disclaimer* rappresentano semplici “formule di stile” che, tuttavia, non mettono in discussione il rilievo centrale della raccomandazione ovvero del *rating* sulla *governance* fra gli elementi valutativi di cui si serve legittimamente un investitore diligente.

⁽²⁹⁹⁾ Si v. R.COSTI, *Informazione e contratto*, op. cit., 720 e ss.

Conclusioni

Dal presente lavoro emerge come oramai in tutti i mercati finanziari più evoluti il fenomeno dei *proxy advisors* abbia preso piede e si stia sviluppando in maniera significativa, con la conseguente necessità di un intervento a livello legislativo che sia in grado di fornire risposte a molteplici interrogativi che le attività svolte da tali operatori pongono. Del resto, il legislatore europeo e quello statunitense si stanno attualmente occupando del fenomeno, in Europa, con la proposta di modifica della *shareholders' rights directive* (direttiva 2007/36/CE) e, negli Stati Uniti, con la proposta di legge federale (del maggio 2016), nota come *Financial Choice Act of 2016*.

L'elemento fondamentale che occorre considerare al fine di valutare l'importanza di una regolamentazione del fenomeno è che le raccomandazioni fornite dai *proxy advisors* si collocano quale elemento di intermediazione nel processo di produzione e diffusione dell'informativa in materia finanziaria, che contribuisce a influenzare notevolmente le scelte di investimento dei risparmiatori e, dunque, il successo di determinate iniziative imprenditoriali a dispetto di altre.

Come osservato nel presente lavoro, i *proxy advisors* attraverso la loro attività sono in grado di influenzare il buon esito di intere stagioni assembleari. In termini concreti, tale fenomeno si spiega alla luce di diverse considerazioni, (i) in primo luogo, gli investitori istituzionali sono sempre più propensi ad affidare un incarico di consulenza in materia di voto ai *proxy advisors* anche al fine di non farsi carico di eccessivi oneri in termini di costi e di tempistiche connessi all'attività istruttoria e valutativa delle deliberazioni assembleari su cui si richiede il loro voto; (ii) in secondo luogo, anche le scelte di voto degli investitori *retail* potrebbero comunque essere influenzate dalle linee guida dei *proxy advisors*, che vengono pubblicate annualmente e in cui vi è una

sintesi della *view* di tali operatori sulle principali materie oggetto di deliberazione assembleare; (iii) infine, tenuto conto della recente evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate sempre più partecipate da investitori istituzionali attivi, il ruolo di tali soggetti assume maggior rilievo e forza anche nel dibattito e nelle decisioni assembleari.

In tale prospettiva, si è tentato di dimostrare come l'influenza che i consulenti in materia di voto possono esprimere nelle dinamiche dei mercati finanziari risulta sensibile se si condivide l'idea che il diritto di voto incorpori *ex se* un tangibile valore economico. Al fine di dimostrare la validità di tale tesi, si è ritenuto che i titoli azionari abbiano un valore proprio intrinseco, costituito dalla pretesa economica residuale e proporzionale che essi incorporano. Ciò si spiega alla luce della circostanza che durante la vita della società, la richiamata pretesa economica, incorporata nelle azioni, ha un valore che è misurabile, tipicamente, con i criteri valutativi che il legislatore ha dettato per calcolare il valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso (e cioè, in Italia, l'art. 2437-ter cod. civ.). Tali criteri di valutazione menzionati portano a determinare il valore *intrinseco* della parte di patrimonio rappresentata dalle azioni. Inoltre, come confermato nella normativa sull'OPA obbligatoria, in cui solo le azioni munite del diritto di voto sono beneficiarie del diritto di *exit* in ipotesi di *change of control*, le azioni con diritto di voto, presentano un *plusvalore* rispetto a tutte le altre (per es. rispetto alle azioni di risparmio o a quelle privilegiate), in quanto solo il diritto di voto spettante alle azioni in questione, cumulato con altre posizioni di voto, è suscettibile di radicare, in capo al possessore di tali diritti, una posizione che possa configurare il controllo, e cioè l'esercizio di un'influenza dominante attraverso l'espressione di un numero di voti determinante in sede assembleare. Il voto pertanto ha un valore anche economico, in quanto il soggetto in grado di esercitare il controllo, è in grado di esercitare un'influenza dominante che consiste nel potere di indirizzare la volontà assembleare che ha una valenza economica.

Alla luce di quanto precede, l'analisi svolta nel presente lavoro ha avuto ad oggetto la problematica dell'inquadramento

dell'attività dei consulenti di voto, anche al fine di ricondurla nell'alveo delle cc.dd. attività riservate, in particolare alla consulenza in materia di investimenti, di cui all'art. 1, comma 5-*septies* del TUF. A tali fini, poiché per *consulenza in materia di investimenti* si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, *riguardo una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*, si è osservato che seppur in presenza di note di contrasto tra l'attività tipicamente svolta dal *proxy advisor* e la nozione di *consulenza in materia di investimenti*, sussistono elementi per ricondurre la stessa in tale ambito. In generale, infatti, l'attività dei *proxy advisors* potrebbe essere considerata "personalizzata" rispetto alle caratteristiche dell'emittente su cui il consulente formula raccomandazioni di voto e non già rispetto al cliente (*i.e.*, l'investitore istituzionale) che ne richiede la consulenza oppure potrebbe essere considerata "personalizzata" in quanto individualizzata sulla base delle strategie di voto adottate dagli investitori-clienti (ove lo richiedano). Inoltre, ai fini dell'applicazione dell'art. 1, comma 5-*septies* del TUF, si potrebbe ritenere che poiché la raccomandazione di voto riguarda una deliberazione assembleare (e non gli esiti di un investimento), anche l'esercizio di voto abbia rilevanza economica atteso che l'investitore potrebbe decidere di dismettere le proprie partecipazioni ove la società dovesse adottare una delibera che non incontri il proprio favore.

Tale ricostruzione del fenomeno induce pertanto ad interrogarsi anche su quelli che sono gli aspetti connessi all'eventuale responsabilità civile in cui potrebbe incorrere il *proxy advisor* nello svolgimento della propria attività. Posto che, allo stato attuale, la consulenza in materia di voto non costituisce un "consiglio di investimento", né una forma di consulenza finanziaria (*i.e.* raccomandazione di investimento/disinvestimento), e non gode pertanto di una specifica disciplina sulla responsabilità civile, al fine di poter valutare l'eventuale responsabilità dei *proxy advisors*, occorre fare riferimento alle norme di diritto comune, applicando – ove possibile – gli orientamenti ad oggi formati in materia di responsabilità civile di altri *gatekeepers* assimilabili (società di revisione, agenzie di rating e analisti finanziari).

Ebbene, in questa ottica, come osservato nel presente lavoro, le valutazioni dei *proxy advisors* non esauriscono i propri effetti unicamente nella sfera giuridica negoziale delle parti del rapporto contrattuale (cioè *proxy advisor* da un lato e, a seconda dei casi, investitore istituzionale ovvero società quotata dall'altro lato) ma sono idonee a produrre conseguenze anche sulla situazione economica di altri soggetti che, pur essendo terzi rispetto al rapporto negoziale instaurato, subiscono implicazioni da tale attività valutativa.

Ebbene, alla luce di quanto precede, nel presente lavoro si è tentato di dimostrare come al fine di identificare la natura della responsabilità civile del *proxy advisor*, possono, in linea teorica, scindersi tre diversi fasci di rapporti: (a) *proxy advisors* / cliente che abbia pagato il servizio di consulenza (*i.e.*, tipicamente gli investitori istituzionali ma, talvolta e per taluni servizi, anche gli emittenti medesimi); (b) *proxy advisors* / società quotate le cui proposte di deliberazione assembleare sono oggetto di valutazione da parte del consulente di voto medesimo, e (c) *proxy advisors* / soggetti che, in generale, hanno un interesse economico correlato al successo o all'insuccesso di una determinata operazione oggetto di delibera assembleare (ad esempio, gli altri soci dell'emittente valutato).

Dalla ricostruzione menzionata deriva che mentre nel primo dei rapporti sopra indicati (sub (a)) la responsabilità è senza dubbio di natura contrattuale, nel secondo (sub (b)) la responsabilità è da "contatto qualificato", mentre nel terzo (sub (c)) la responsabilità è di natura aquiliana.

Bibliografia

- C.R.ALEXANDER, M.A.CHEN, D.J.SEPPi e C.S.SPATT, *The Role of Advisory Services in Proxy Voting*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 15143, luglio 2009.
- G.ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, 2009, 83 e ss.
- G.ALPA, *Nuovi profili della responsabilità della società di revisione*, in *Econ. dir. terziario*, 2007, 683 e ss.
- G.ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Utet, Torino, 2010.
- S.ALVARO e B.LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico CONSOB n. 3, 2013.
- C.ANGELICI, *La società per azioni. I principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da A.Cicu, F.Messineo e L.Mengoni e continuato da P.Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2012.
- F.ANNUNZIATA, sub art. 114 TUF, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Utet, Torino, 1493 e ss.
- ASSONIME, *Il testo unico della revisione legale*, Circolare n. 16 del 3 maggio 2010.
- T.ATRIGNA, sub art. 1 comma 5-septies TUF, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Utet, Torino, 2012, I, 62 e ss.
- M.BARCELLONA, *Trattato della responsabilità civile*, Utet, Torino, 2011.
- E.BATTS, *Yet Another Congressional Proposed Corporate Reform: Proxy Advisory Firms in the Crosshairs*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, del 20 luglio 2016.
- L.A.BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Discussion Paper n. 500, 12/2004, in *Harvard Law Review*, 2005, 833 e ss.
- L.A.BEBCHUCK, A.COHEN e COD. CIV.Y.WANG, *Staggered boards and the wealth of shareholders: evidence from two natural experiments*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 17127, giugno 2011.
- L.A.BEBCHUK e J.M.FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003, 71 e ss.
- L.A.BEBCHUK e J.M.FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation. The unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004.
- M.BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 e ss.
- M.BELCREDI, S.BOZZI, A.CIAVARELLA e V.NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, Working papers Consob, Aprile 2015.
- T.C.BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Journal of Law Business & Finance*, 2009, 385 e ss.

- A.BENEDETTI, *Certezza pubblica e "certezze" private. Poteri pubblici e Certificazioni di mercato*, Giuffrè, Milano, 2010.
- A.BERLE e G.MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.
- K.BERTSCH, *The Regulation of Proxy Advisory Firms*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, del 26 settembre 2016.
- J.E.BETHEL e S.GILLIAN, *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, University of Delaware Working Paper No. 2002-002, Newark, Del., 2002.
- F.BIANCONI, *Proxy Season 2014. Partecipazione ed attivismo delle minoranze*, 2 luglio 2014.
- B.BLACK, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in 44 *Loy. U. Chi. L.J.*, 2013, 1423 e ss.
- A.L.BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005.
- G.BONANTE e M.GALLICCHIO, *MiFID 2 e MiFIR, recenti sviluppi*, 2014, in www.dirittobancario.it.
- F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 202 e ss.
- A.BORSELLI, *Raccomandazioni di voto dei proxy advisors negli Stati Uniti: le novità per il 2016*, in *Riv. soc.*, 2016, 216 e ss.
- A.BORSELLI, *Progetto di legge federale negli Stati Uniti per la regolazione dell'attività dei proxy advisors*, in *Riv. soc.*, 2016, 750 e ss.
- T.W.BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, 32 *Iowa J. Corp. L.*, 2007, 681 e ss.
- S.BRUNO e F.BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 e ss.
- F.BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 1991, 539 e ss.
- G.M.BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2005.
- M.CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 702 e ss.
- F.CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa) (Preliminary considerations on the MiFID II Directive (between investors' expectations and actual legal framework))*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, 2015, 72 e ss.
- F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *BBTC*, 2008, 20 e ss.
- F.CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013.

F.CAPRIGLIONE, *L'attività di ricerca degli analisti finanziari. Definizioni, contenuti e regole nel sistema normativo italiano*, in *BBTC*, 2004, 129 e ss.

C.CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 1997.

F.CAVAZZUTI, *La CONSOB e i problemi posti dalla internazionalizzazione dei mercati borsistici*, 28 novembre 2000, intervento al seminario organizzato dall'Istituto di studi e di analisi economica.

S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *59 Emory Law Journal*, 2010.

S.J.CHOI, J.E.FISCH e M.KAHAN, *Directors Elections and the Role of Proxy Advisors*, in *82 S. Cal. L. Rev.*, 2009, 869 e ss.

N.CIOCCA, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016.

J.C.COFFEE JR., *Turmoil in the U.S. markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "banking, housing and urban affair" costituito presso il Senato statunitense).

J.C.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, University Press, 2004.

J.C.COFFEE JR., *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, Columbia University Law School, The Centre for Law and Economic Studies, Columbia Law School Working Paper N. 191, maggio 2001.

J.C.COFFEE JR. e D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, Columbia Law School Working Paper Series, Working paper no. 521, Settembre 2015.

R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2016.

R.COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, 313 e ss.

M.V.COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2001.

K.J.CREMERS e R.ROMANO, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, in *Am. Law Econ. Rev.*, 2011.

V.CUFFARO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Giuffrè, Milano, 1988, 1265 e ss.

K.DENNIS, *The Ratings Game: Explaining Rating Agency Failures in the Build up to the Financial Crisis*, in *University of Miami Law Review*, 2009.

G.W.DENT, *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 *Mich. St. L. Rev.*, 2014.

A.DI AMATO, *Informazione economica e responsabilità civile*, in *AGE*, 2006, 303 ss.

L.DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating, Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Cedam, Padova, 2012.

T.DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholder Rights Directive*, in *European Company Law*, 12, 1, 2015.

F.EASTBROOK e D.FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Cambridge and London, 1991.

- S.EDELMAN, *Proxy Advisory Firm: A Guide for Regulatory Reform*, 62 *Emory L.J.*, 2013.
- A.ECKSTEIN, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, in 40 *Del. J. Corp. L.*, 2015.
- L.ENRIQUES, *Il ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari nelle controversie economiche*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, 695 e ss.
- L.ENRIQUES e A.ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, 775 e ss.
- M.EREDE e G.SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento "short-term": note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. Soc.*, 2013, 931 e ss.
- G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 164 e ss.
- G.FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009.
- G.FERRARINI e P.GIUDICI, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Atti del Convegno (Napoli 27 – 28 maggio 2005), Giuffrè, Milano, 2006, 115 e ss.
- M.FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro Paese?*, in *Assicurazioni*, 2005, 97 e ss.
- G.FERRARINI e M.C.UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 431 e ss.
- G.FERRARINI, N.MOLONEY e M.C.UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010.
- G.FERRARINI, N.MOLONEY e M.C.UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in *ECGI-Law*, WP N. 126/2009.
- P.FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 2001.
- M.FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Giuffrè, Milano, 1959.
- M.FRANZONI, *L'illecito*, in *Tratt. resp. civ.*, diretto da M.Franzoni, Giuffrè, Milano, 2004.
- FRONTIS GOVERNANCE, *Principi di corporate governance e politiche di voto per il mercato italiano*, Stagione assembleare 2016.
- A.FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impresa*, 2012, 181 e ss.
- A.FUSARO, *Informazioni economiche e "reputazione d'impresa" nell'orizzonte dell'illecito civile*, Giappichelli, Torino, 2010.
- F.GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Il Mulino, Bologna, 2005.
- F.GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. e impresa*, 2008, 73 e ss.

F.GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. e impresa*, 1985, 1 e ss.

D.M.GALLAGHER, *Outsized Power & Influence: The Role of Proxy Advisers*, in *Washington Legal Foundation*, 2014.

C.GARILLI, *Il coinvolgimento dei soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Rivista ODC*, 2016.

G.GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, Quaderno giuridico n. 4 pubblicato dalla Consob.

F.GHEZZI, *La "corporate governance" nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, 1196 e ss.

S.GILOTTA, sub art. 114, in *Commentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F.Vella, Giappichelli, Torino, 2012, 1151 e ss.

R.J.GILSON e R.H.KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984.

R.J.GILSON e R.H.KRAAKMAN, *Market efficiency after the financial crisis: it's still a matter of information costs*, in *Virginia Law Review*, Vol. 100, No. 2, 2014.

R.J.GILSON e J.N.GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013.

R.J.GILSON e J.N.GORDON, *Research Handbook on Shareholders Power*, Cheltenham, Edward Elgard Publishing Limited, 2015.

P.GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008.

J.K.GLASSMAN e H.PEIRCE, *How Proxy Advisory Services Became So Powerful*, in *Mercatus on Policy*, giugno 2014.

J.K.GLASSMAN e J.W.VERRET, *How to Fix Our Broken Proxy Advisory System*, *Mercatus Research*, George Mason University, aprile 2013.

P.A.GOMPERS, J. L.ISHII e A.METRICK, *Corporate governance and equity Prices*, in *Quarterly Journal of Economics* 118(1), febbraio 2003.

Z.GOSHEN e A.HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *Yale Law Journal*, 2016.

A.GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 e ss.

F.GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004.

G.GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir. (Aggiornamento V)*, Milano, Giuffrè, 2001, 758 e ss.

H.HANSMANN e R.KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*, New York, Oxford University Press, 2004, 21 e ss.

L.J.HOARD, *Federal Courts -- Implied Rights of Action: Transamerica Advisers, Inc. v. Lewis*, in *21 B.C.L. Rev.*, 1980.

D.A.KATZ e L.A.MCINTOSH, *Holding Activists and Proxy Advisory Firms Accountable?*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 31 maggio 2016.

N.IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Editori Laterza, Bari, 1998.

N.IRTI, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 625 e ss.

M.LACCHINI, T.ONESTI e G.ZANDA, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013.

D.F.LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, 58 *J. Law & Econ.*, 2015.

D.F.LARCKER, A.L.MCCALL e G.ORMAZABAL, *The Economic Consequences of Proxy Advisor Say-on-Pay Voting Policy*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Working Paper No. 119, Stanford, CA, 2012.

M.LA ROCCA, *L'influenza della corporate governance sulla relazione fra struttura del capitale e valore*, in *Sinergie*, 2005, 105 e ss.

G.LEGGIERI, sub art. 40 del TUF, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Torino, Utet, 2012, 602 e ss.

R.LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali, Quaderno Assogestioni*, Roma, 2000, 283 e ss.

T.LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest within the Proxy Advisory Industry*, 2016, in corso di pubblicazione in *Management Science*.

P.G.MARCHETTI, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 225 e ss.

P.G.MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 e ss.

N.MALENKO e Y.SHEN, *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, 2016, in corso di pubblicazione in *Review of Financial Studies*.

M.MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2012, 352 e ss.

M.MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Edizioni del mondo giudiziario, Roma, 2004.

M.MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M.Campobasso, V.Cariello, F.Guerrera e A.Sciarrone Alibrandi, Utet, Torino, 2014, 819 e ss.

M.MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016.

A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, 621 e ss.

A.MAZZONI, *Le lettere di patronage*, Giuffrè, Milano, 1986.

S.MEUCCI, *La protezione dell'investitore nel quadro dei più recenti interventi comunitari: la proposta di direttiva MiFID 2 ed il regolamento Emir*, in *Persona*

e Mercato, 2013, 321 e ss.

A.MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in Riv. not., 1973, 1043 e ss., ora in *La società per azioni. Problemi - letture - testimonianze*, I, Giuffrè, Milano, 2002, 81 e ss.

P.MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in Riv. soc., 2015, 957 e ss.

U.MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in AGE, 2009, 77 e ss.

U.MORERA, *Psicologia dell'investitore retail e disciplina di protezione*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 239 e ss.

A.MORINI, *Proxy advisor: attività e prospettive regolatorie*, in BBTC, 2015, 759 e ss.

C.MOSCA e A.GIANNELLI, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, paper presentato al Convegno organizzato dalla Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale "La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza", Roma, 10-11 febbraio 2012.

C.MOSCA, *Il Final Report del European Securities and Markets Authority (ESMA) sull'attività dei proxy advisor*, in Riv. soc., 2013, 593 e ss.

A.NUZZO, *Parmalat, Alitalia e simili: occupazione, risparmio e via italiana nella gestione delle crisi d'impresa*, in AGE, 2009, 105 e ss.

M.ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in Banca impr. soc., 2009, 5 e ss.

A.R.PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why not Disclose?*, in 23 Cardozo L. Rev., 2002, 1419.

M.T.PARACAMPO, *L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Cacucci, Bari, 2008.

F.PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in Giur. comm., 2010, 121 e ss.

F.PARMEGGIANI e A.SACCO GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in NLCC, 2012, 45 e ss.

A.PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in BBTC, 2015, I, 31 e ss.

L.PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in BBTC, 2004, 234 e ss.

A.PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in BBTC, 2005, 760 e ss.

C.PISTOCCHI, *Mifid2 e Mifir: quo vadis?*, in Consumerism 2014. Settimo rapporto annuale, consultabile al seguente link www.consumersforum.it, 334 e ss.

L.PITT, *Prepared Statement*, in *The Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives* 2, 5 giugno 2013.

- S.POTTINO, *Gli analisti finanziari e le agenzie di rating*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, nel *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F.Galgano, Cedam, Padova, 2009, 244 e ss.
- E.ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015.
- R.RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 773 e ss.
- G.ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, 963 e ss.
- G.ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, 1443 e ss.
- A.SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di V.Troiano e R.Motroni, Cedam, Padova, 2016, 471 e ss.
- A.SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di*, paper presentato in occasione del convegno annuale ADDE, *Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy*, Milano, 2-3 dicembre 2016.
- V.SALAFIA, *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Soc.*, 1999, 1029 e ss.
- D.U.SANTOSUOSSO, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Giappichelli, Torino, 2010.
- D.U.SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 341 e ss.
- C.SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impresa*, 2011, 764 e ss.
- M.SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2003, 224 e ss.
- C.SGOBBO, *Mifid2 e Mifir: fra legislazione dell'emergenza e prospettive di continuità*, in *Consumerism 2014. Settimo rapporto annuale*, consultabile in www.consumersforum.it, 321 e ss.
- F.SGUBBI, *Il risparmio come oggetto della tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, 340 e ss.
- L.SPAVENTA, *Internazionalizzazione dei mercati finanziari e dei capitali*, Intervento al Convegno Assiom-Associazione Italiana Operatori Mercati dei Capitali, *Corporate Governance e strutture del mercato*, Montecatini, 19 ottobre 2002.
- A.STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *BBTC*, 1999, 314 e ss.
- M.STELLA RICHTER JR., *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R.D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, 437 e ss.
- G.STRAMPELLI, *L'informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 311 e ss.

- T.STRAND, *Re-thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive*, 2015.
- L.E.STRINE JR., *The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face*, in *Washington Legal Foundation*, 2005.
- T.TOMASI, sub art. 15 d.lgs. 39/2010, in *Commentario TUF*, a cura di F.Vella, Giappichelli, Torino, 2012, 2001 e ss.
- U.TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *BBTC*, 2008, 65 e ss.
- M.TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 930 e ss.
- V.TROIANO, sub art. 40, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G.Alpa e F.Capriglione, Cedam, Padova, 2012, 421 e ss.
- A.TROISI, *Attività e regolamentazione delle agenzie di rating*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F.Capriglione, Cedam, Padova, 2015, 485 e ss.
- N.E.UNDERWOOD, *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis: An Analysis of the Supreme Court's Definition of an Implied Right of Action*, in *7 Pepp. L. Rev.* 3, 1980, 533 e ss.
- G.VEGAS, *Una governance bancaria di qualità passa anche per una buona product governance. Product governance, a key factor in banking and financial markets*, in *Bancaria*, 2014, 11 e ss.
- L.VIOLA, *Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali*, Halley, Metelica, 2007.
- U.VIOLANTE, *Principio causalistico e declino del principio di autoresponsabilità*, in *Danno e resp.*, 2010, 790 e ss.
- G.VISINTINI, *La responsabilità della banca per false informazioni nel quadro dei servizi ai clienti*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio. Trattato di dir. comm. e di dir. pubbl. dell'ec.*, a cura di F.Galgano e G.Visentini, 2006, Cedam, Padova, 107 e ss.
- S.WALKER, *Corporate Governance: Its effect on Share Price*, 2013.
- A.ZIZZI, sub art. 40, in *Commentario al TUF*, a cura di C.Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 309 e ss.