

MARCO MAUGERI

**PROXY ADVISORS, ESERCIZIO DEL VOTO E
DOVERI “FIDUCIARI” DEL GESTORE**

1

2016

ISSN 2282 - 667X

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Direzione scientifica: *Francesco Denozza, Carlo Ibba, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Redazione scientifica: *Stefano Cerrato, Philipp Fabbio, Chiara Garilli, Alessio Scano, Andrea Vicari, Alessandra Zanardo*

Revisione scientifica: *Renzo Costi, Vincenzo Calandra Buonauro, Vincenzo Di Cataldo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Giuseppe B. Portale, Paolo Montalenti, Roberto Sacchi, Michele Sandulli, Antonio Serra, Roberto Weigmann*

PROXY ADVISORS, ESERCIZIO DEL VOTO E DOVERI “FIDUCIARI” DEL GESTORE
(*)

MARCO MAUGERI

1. Il problema. – 2. I *proxy advisors* come tecnica di riduzione dei costi transattivi del gestore. – 3. *Proxy advisors* e diritto societario. – 4. *Proxy advisors* e diritto del mercato finanziario: l'azione di concerto. – 5. (Segue): il parallelismo con le agenzie di *rating*. – 6. *Proxy advisors* e diritto della gestione collettiva del risparmio: il voto come dovere «organizzativo» della Sgr. – 7. (Segue): una proposta di disciplina.

1. Il problema.

Il fenomeno della partecipazione della Sgr alle assemblee delle società emittenti i titoli nei quali è investito il patrimonio del fondo esibisce una precisa tensione sistematica: quella originata dalla circostanza secondo cui un atto fondamentalmente libero (nell'an) e discrezionale (nel quomodo) come l'esercizio del diritto di voto ⁽¹⁾ diviene il contenuto di un obbligo di comportamento tipicamente rivolto al perseguimento di un interesse altrui ⁽²⁾. Una consimile tensione pare rintracciabile anche nell'impostazione della recente Proposta di modifica della direttiva sui diritti degli azionisti la quale, muovendosi nel solco del Piano di azione sul diritto europeo delle società del 2012 ⁽³⁾, si prefigge l'obiettivo di «aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate», nel presupposto che un siffatto impegno costituisca «un elemento rilevante del modello di governo delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse» ⁽⁴⁾.

(*) Lo scritto è destinato al volume collettaneo su “*Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*”, a cura di R.D'Apice, Il Mulino, Bologna.

¹ Con il solo vincolo eretto dall'art. 2373 c.c. il quale, tuttavia, non vale a funzionalizzare il voto al conseguimento di un preconstituito interesse della società, ponendosi semmai come limite “esterno” alla possibilità del socio di realizzare le proprie aspettative di rendimento: v., riaffermando l'esclusione «di un dovere dei soci di perseguire attraverso il voto l'interesse della società», A.GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 395.

² Cfr. 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, Bologna, 2010, 444 («l'esercizio dei diritti sociali non è più il libero contenuto di una prerogativa, ma diviene l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione»). Si v. anche F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 202 ss. La posizione funzionale del gestore permea, altresì, l'intero tessuto dei Principi Italiani di *Stewardship* elaborati dalla Assogestioni nel 2015 per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate (il testo dei Principi è consultabile all'indirizzo www.assogestioni.it, nella sezione dedicata alla “Autoregolamentazione”).

³ Cfr. COM (2012), 740 final. Sul punto v. le osservazioni di P.MARCHETTI, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 225 ss.

⁴ Cfr. par. 1 della Relazione alla Proposta COM (2014), 2013 final del 9 aprile 2014 e il considerando n. 8, nel testo che tiene conto sia degli emendamenti proposti dal Consiglio Europeo (c.d. “Coreper” del 25 marzo 2015), sia della posizione espressa dal Parlamento Europeo alla data dell'8 luglio 2015: cfr. il documento del Consiglio Europeo del 28 luglio 2015 (reperibile all'indirizzo <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11243-2015-INIT/en/pdf> e al quale si farà riferimento nel seguito come alla “Proposta”). Per una analisi dell'approccio europeo v. G.BALP, *Regulating proxy advisors*

Alla figura tecnica dell'obbligo di voto del gestore ⁽⁵⁾ viene assegnata, così, una duplice funzione: da un lato, quella di contribuire al monitoraggio sull'andamento della società emittente e di minimizzare i costi di agenzia nascenti dal rischio di un disallineamento tra interessi degli amministratori e interessi dei soci; dall'altro, quella di contribuire ad orientare la strategia di investimento del gestore alle aspettative di rendimento dei partecipanti ai fondi e di minimizzare i costi di agenzia nascenti dal rischio che la Sgr si serva delle prerogative di azionista per perseguire interessi propri o di società del gruppo di appartenenza ⁽⁶⁾, ad es. ove si tratti di consolidare eventuali relazioni d'affari con la società emittente.

Altrettanto note sono, però, le difficoltà alle quali si espone il tentativo di dare concretezza operativa ad un siffatto obbligo.

Tali difficoltà risiedono, in primo luogo, negli elevati oneri economici connessi alla acquisizione ed alla elaborazione delle informazioni necessarie ad un consapevole esercizio dei diritti amministrativi inerenti alle azioni detenute, con i conseguenti problemi di azione collettiva e di *free riding* che insorgono ogni qualvolta i benefici derivanti dalla fruizione di una risorsa non sono ripartiti in modo proporzionale ai costi sostenuti per la sua produzione ⁽⁷⁾: problemi, in vero, tanto più acuti nel caso di gestori di portafogli marcatamente diversificati per i quali, in ragione della ridotta entità media delle partecipazioni detenute, si dimostra del

through transparency: pros and cons of the EU approach, p. 8 ss. del *paper* presentato al VII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma, 26-27 febbraio 2016; A.MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 759 ss., spec. 774 ss.; nonché l'editoriale di F.DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, in questa *Rivista*, n. 1/2015, 9 ss.; ampia documentazione sull'iter legislativo in corso si rinviene nel medesimo numero della *Rivista*, nella sezione "Materiali".

⁵ E' bene far presente che il discorso verrà svolto con specifico riguardo al diritto di voto perché alle valutazioni inerenti al suo esercizio si correla il problema giuridico dei *proxy advisors*. Va tenuto a mente però che l'obbligo fiduciario del gestore si estende anche alle altre prerogative inerenti alla partecipazione sociale: si v., infatti, l'emendamento del luglio 2015 alla definizione di «impegno degli azionisti» contenuta nell'art. 2, lett. b) della Proposta, che fa espressa menzione dell'esercizio «dei diritti di voto e di altri diritti associati alle azioni» (enfasi aggiunta).

Il discorso verrà condotto, inoltre, avendo precipuo riguardo alle Sgr, intese quale archetipo della figura del «gestore», cioè dell'intermediario che amministra un patrimonio nell'interesse di beneficiari «finali» diversi dai propri soci. Sul punto la Proposta limita la definizione di «investitori istituzionali» alle imprese di assicurazione e riassicurazione del ramo vita e agli enti pensionistici aziendali e professionali rientranti nel campo di applicazione della direttiva 2003/41/CE. Tuttavia, non può esservi alcun dubbio sulla necessità conoscitiva di adottare una nozione ampia di «investitore istituzionale» che ricomprenda in primo luogo le Sgr. Del resto, la stessa Proposta include i GEFIA e le società di gestione di OICVM nella definizione di «gestori di attivi» per assoggettarli a vincoli analoghi a quelli pensati per gli investitori istituzionali (cfr. l'art. 3 *nonies*); mentre nel senso di una ampia concezione della figura di investitore istituzionale depone anche l'approccio della Consob, che in quella figura ricomprende, oltre a banche e assicurazioni, sia i fondi «passivi» (fondi pensione e *asset managers*), sia i fondi «attivi» (*private equity*, *hedge funds*, fondi sovrani): v. M.BELCREDI, S.BOZZI, A.CIAVARELLA, V.NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay, Working papers Consob*, Aprile 2015, 16.

⁶ Cfr. M.STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto*, cit., 441; e G.GUIZZI, *La SGR di gruppo tra integrazione e autonomia*, in corso di pubblicazione in "Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio" a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino.

⁷ V. F.VELLA, G.BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, 39. Non sorprende, dunque, che i vantaggi derivanti dall'esercizio informato del voto in assemblea da parte di alcuni investitori istituzionali siano stati paragonati a un bene «pubblico» la cui fruizione è aperta anche agli altri investitori i quali, con scelta opportunistica, non hanno contribuito alla sua produzione: v. M.RÜFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikums-gesellschaft*, Zürich, 2000, 174 ss.

tutto razionale adempiere quell'obbligo di voto mediante una pedissequa adesione alle proposte deliberative sottoposte dagli amministratori ai soci riuniti in sede assembleare⁽⁸⁾.

Vi è inoltre da considerare come la statuizione di un rigoroso obbligo di voto in capo al gestore non coglierebbe il senso stesso della relazione intercorrente tra lo strumento della «voice» e quello dell'«exit» in sede di reazione a disfunzioni dell'organizzazione idonee a comportare una lesione del valore dell'investimento. Una relazione che sembra da intendersi non in termini di alternatività, bensì di *complementarietà*: sia perché, in un sistema normativo ispirato all'obiettivo di realizzare condizioni di efficiente determinazione del valore dei titoli quotati⁽⁹⁾, le iniziative volte a migliorare la qualità del governo dei singoli emittenti possono tradursi in un incremento del prezzo delle azioni e quindi in condizioni più favorevoli per la successiva uscita⁽¹⁰⁾; sia in quanto la stessa scelta di disinvestimento, ove praticata da fondi titolari di pacchetti rilevanti di azioni (c.d. “*blockholders*”) i cui gestori abbiano inutilmente tentato di confrontarsi con il *management* sulla direzione data alle politiche d'impresa, finisce con lo sviluppare una precisa incidenza segnaletica nei confronti degli altri investitori sul futuro andamento del prezzo di quelle azioni: con il tradursi cioè, in una parola, in uno strumento di *voice* sul governo societario dell'emittente⁽¹¹⁾.

Ma le denunciate difficoltà non restano confinate al piano di una distorsione degli incentivi del gestore, estendendosi anche al versante dell'inquadramento concettuale del fenomeno. Se, infatti, si considera la duplicità di ruolo della Sgr quale parte sia del rapporto “esterno” con l'emittente sia del rapporto “interno” con i possessori di quote del fondo, e ci si interroga sugli eventuali riflessi che il dovere di voto inerente a quest'ultimo rapporto è idoneo a sviluppare sul primo, emergeranno chiaramente tutte le aporie ricostruttive cui dà luogo quel cumulo di posizioni (azionista e mandatario). In vero, non solo risulta delicato costruire un interesse “comune” ai diversi fondi gestiti dalla stessa Sgr e quindi assommare il potere di voto immanente alle azioni presenti in quei fondi, stante l'indipendenza che contraddistingue le rispettive strategie di investimento pur con riguardo al medesimo emittente⁽¹²⁾, ma, ed è quel che più conta in questa sede, neppure vi è alcuna garanzia che

⁸ Cfr. S.J.CHOI, J.E.FISCH, M.KAHAN, *Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections*, 2011, p. 3 ss. del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1912772>. La probabilità di accoglimento delle proposte avanzate dal *management* dell'emittente sarà tanto più elevata quanto maggiore è la loro capacità di “estorcere” il consenso degli investitori istituzionali: v. M.RÜFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen*, cit., 177 s. il quale menziona i c.d. “*sweeteners*”, cioè l'ipotesi in cui proposte svantaggiose per la minoranza vengono indissolubilmente combinate con proposte apparentemente vantaggiose (ad es., una distribuzione di dividendi), in modo da indurre l'assemblea alla approvazione unitaria del pacchetto deliberativo.

⁹ Cfr. C.ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 256 ss.

¹⁰ E v. R.LENER, *La Sgr come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno Assogestioni, Roma, 2000, 281 (precisando che «l'investitore istituzionale deve sempre avere aperta la scelta fra *exit* e *voice* e poter prendere l'una o l'altra decisione avendo come unico obiettivo l'interesse alla massima valorizzazione dell'investimento, effettuato per conto della clientela»).

¹¹ Cfr. J.A.MCCAHERY-Z.SAUTNER-L.T.STARKS, *Behind the Scenes: The Coprorate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *Journal of Finance*, June 2015, p. 12 ss. del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1571046>. E v. anche il Principio n. 3 dello *Stewardship Code* di Assogestioni, ove si contempla espressamente l'eventualità che il disinvestimento costituisca «una misura adeguata per tutelare gli interessi degli investitori».

¹² Cfr. D.ZETZSCHE, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Tübingen, 2015, 893 s.

l'interesse dei partecipanti al singolo fondo collimi con quello dei soci della società emittente, atteso che, indipendentemente dalla tesi prediletta in ordine alla interpretazione di quest'ultimo concetto, e quindi anche ove se ne respinga una lettura in termini oggettivi o una focalizzazione sulle sole aspettative di medio e lungo termine dei soci⁽¹³⁾, resterebbe comunque fermo che l'interesse "del" fondo si orienta non al valore e alla redditività della singola partecipazione, bensì a quella dell'intero patrimonio, e quindi all'*insieme* dei titoli che lo costituiscono⁽¹⁴⁾, con conseguente spazio per "arbitraggi" della Sgr nelle scelte di voto da adottare nelle assemblee delle singole società partecipate.

2. I proxy advisors come tecnica di riduzione dei costi transattivi del gestore.

E' nel contesto appena evidenziato che si inserisce l'emersione dei c.d. "consulenti in materia di voto" (*proxy advisors*, di seguito anche "PA"), i quali possono intendersi come una delle istituzioni elaborate spontaneamente dal mercato per risolvere i problemi di azione collettiva e di asimmetria informativa che strutturalmente gravano sulle scelte degli investitori⁽¹⁵⁾. E in vero tali consulenti, fornendo un servizio professionale consistente nell'esaminare le proposte di voto indicate all'ordine del giorno delle assemblee di società aventi sede nei più diversi ordinamenti e nel valutarne la rispondenza alle migliori pratiche di governo societario, consentono agli investitori istituzionali che si avvalgano di quel servizio di risparmiare in misura significativa sui costi, altrimenti proibitivi, di raccolta e analisi delle informazioni necessarie ad un consapevole esercizio del voto e di creare, anzi, la possibilità di un efficace coordinamento assembleare con altri investitori, ove si tratti di osteggiare l'assunzione di deliberazioni potenzialmente pregiudizievoli per il valore della partecipazione: un vantaggio, quello offerto dai PA, tanto più prezioso se si pone mente al fatto che il deciso incremento delle masse gestite può rendere assai impervia alla singola Sgr sia la strada della

¹³ V. C.ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014, I, 255 ss.; ma un cenno indicativo si legge già in C.ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, cit., 271 (per la possibilità di una lettura dell'interesse dei soci «non come interesse di gruppo, bensì di serie»). E v. anche F.DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, cit., 7 ss.

¹⁴ Cfr. V.TROIANO, nel *Commentario al TUF*, a cura di G.Alpa e F.Capriglione, I, Padova, 1998, *sub art.* 40, 419 s., rintracciando l'interesse dei partecipanti nel «valore della quota di propria pertinenza», non invece in quello «alla sorte di una o più delle società i cui titoli *pro parte* compongono il fondo comune» e desumendone, coerentemente, la ammissibilità di un voto divergente da parte della Sgr ove questa si trovi a esercitare il diritto di voto per conto di più patrimoni autonomi i cui rispettivi interessi in relazione a una concreta delibera assembleare si rivelino antitetici (in ragione, ad es., delle diverse politiche di investimento).

¹⁵ Cfr. D.F.LARCKER, A.L.MCCALL, G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, in 58 *J. L. & Econ.* (2015), 173 ss.; e v., nel senso di caratterizzare i *proxy advisors* come «*specialized informational intermediary*», già B.BLACK, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, 1997, p. 7 del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=45100>. Nella nostra dottrina si v. P.MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 s.; A.MORINI, *Proxy advisors*, cit., 764 ss.; G.BALP, *Regulating proxy advisors through transparency*, cit.; N.CIOCCA, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (Possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in corso di pubblicazione in questa *Rivista*. Nella versione iniziale della Commissione, il "consulente in materia di voti" viene definito come «una persona giuridica che fornisce, a titolo professionale, raccomandazioni agli azionisti riguardanti l'esercizio dei loro diritti di voto» (art. 2, lett. i). Più articolata la posizione del Consiglio, secondo cui «'proxy advisor' means a legal person that provides analyses, on a professional and commercial basis, the corporate disclosures of listed companies with a view to informing investors' voting decisions by providing research, advice or voting recommendations to shareholders on that relate specifically to the exercise of their voting rights».

sistematica partecipazione a quelle assemblee (spesso concentrate in un solo periodo dell'anno, specialmente quando si tratti di rinnovo dell'organo amministrativo), sia la strada del disinvestimento, se non a prezzi e termini penalizzanti per il fondo ⁽¹⁶⁾.

Vi è anzi da considerare come il ruolo dei PA quali intermediari dell'informazione societaria sia, in realtà, duplice. Essi, infatti, non solo permettono, come si è appena visto, di risparmiare sui costi transattivi indotti dalla esigenza di valutare qualità e contenuti delle proposte deliberative formulate dagli amministratori, così canalizzando un flusso informativo *verso gli investitori istituzionali*, ma fungono nel contempo da meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi ultimi in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di remunerazione, così canalizzando un flusso informativo *verso gli emittenti* e orientandone le determinazioni finali su quei temi ⁽¹⁷⁾.

3. Proxy advisors e diritto societario.

A questa funzione di contenimento dei costi transattivi corrisponde, tuttavia, anche l'eventualità che i *proxy advisors* rendano più acuti i costi di agenzia immanenti sia al rapporto sociale ⁽¹⁸⁾, in ragione della separazione tra potere di gestione (spettante agli amministratori) e rischio di perdita dell'investimento (gravante sui soci), sia al rapporto di partecipazione al fondo, in ragione, ancora una volta, della separazione tra potere di gestione (spettante alla Sgr) e rischio di perdita dell'investimento (gravante sui partecipanti al fondo). Da un lato, infatti, è stata da tempo registrata la tendenza degli investitori istituzionali ad adempiere i propri doveri fiduciari in materia di voto mediante una recezione acritica delle raccomandazioni formulate dai PA ⁽¹⁹⁾; dall'altro, si è sottolineato come tali raccomandazioni siano suscettibili di essere viziate da situazioni di conflitto di interessi ogni qualvolta il PA che le ha rilasciate abbia attribuito, dietro compenso, un *rating* al modello di governo societario dell'emittente cui quelle raccomandazioni di voto si riferiscono o presti addirittura in suo favore servizi di assistenza nella definizione di quel modello ⁽²⁰⁾.

¹⁶ V., per una descrizione delle ragioni alla base della comparsa sul mercato dei *proxy advisors*, L.KLÖHN, P.SCHWARZ, *The Regulation of Proxy Advisors*, 2012, p. 5 ss. del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2079799>; S.EDELMAN, *Proxy Advisory Firms: A Guide for Regulatory Reform*, in 62 *Emory L. J.* (2012-2013), 1369 ss., 1374 ss. e 1393 ss.; G.W.DENT Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, in *Mich. St. L. Rev.* (2014), 1287 ss.

¹⁷ Cfr. D.F.LARCKER, A.L.MCCALL, G.ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisors*, cit., 173 ss. anche per la definizione dei consulenti in materia di voto come «*informative conduit between institutional investors and firms*». Si v. anche S.J.CHOI, J.E.FISCH, M.KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in 59 *Emory L. J.* (2009-2010), 884 e 906, sottolineando come la natura di ISS quale «*information agent*» derivi dalla sua capacità di basare le proprie raccomandazioni di voto su criteri considerati importati dai clienti istituzionali e di identificare decisioni di voto coerenti con le preferenze di questi ultimi.

¹⁸ V., per il tentativo di inquadrare i problemi giuridici sollevati dal ricorso degli investitori istituzionali all'ausilio di PA nello schema concettuale dei costi di agenzia, lo studio di T.C.BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* (2008-2009), 384 ss., spec. 406 ss.; L.KLÖHN, P.SCHWARZ, *The Regulation of Proxy Advisors*, cit., p. 9 ss.

¹⁹ Cfr. S.J.CHOI, J.E.FISCH, M.KAHAN, *Voting Through Agents*, cit., p. 18 ss.

²⁰ Si tratta di osservazione diffusa: v., per tutti, H.FLEISCHER, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *ZGR*, 2011, 155 ss., spec. 170 ss.

Ne consegue, stando a queste impostazioni, uno scenario nel quale i PA finiscono con l'esercitare indirettamente una influenza significativa sugli esiti stessi del procedimento assembleare, con il rischio che ciò avvenga ora in senso pregiudizialmente favorevole alle proposte articolate dall'organo amministrativo della società emittente, ove questa si avvalga delle prestazioni offerte dai PA, ora in senso pregiudizialmente contrario, in assenza di ogni relazione commerciale con questi ultimi. Si comprende, pertanto, alla luce delle superiori considerazioni la tendenza di taluni Autori ad allocare il nucleo logico dei problemi sollevati dall'utilizzo dei *proxy advisors* nel campo del *diritto societario* e ad evocare ora un fenomeno di scissione tra voto e interesse analogo a quello che si suole comunemente definire di “*empty voting*”⁽²¹⁾, ora a porsi l'interrogativo se sia configurabile una forma di responsabilità “deliberativa” del *proxy advisor* che abbia emanato raccomandazioni di voto inesatte in quanto prive di uno specifico riscontro nelle caratteristiche operative dell'emittente o nel contesto giuridico di riferimento⁽²²⁾.

In realtà, il fenomeno di dissociazione tra interesse e potere cui darebbe luogo la sistematica adesione dei fondi alle raccomandazioni provenienti dai PA non sembra manifestare autonomia concettuale rispetto ad altre situazioni nelle quali la direzione del voto è tracciata da un soggetto diverso dal titolare della sfera giuridica nella quale sono destinati a prodursi gli esiti dell'investimento: come è a dirsi, in particolar modo, per la rappresentanza assembleare⁽²³⁾ e come accade oggi con la regola della *record date*, la quale non a caso può essere (ed è stata) avvicinata alla materia delle deleghe di voto e che, in ogni caso, attesta come l'ordinamento societario tolleri ipotesi in cui il voto è esercitato da chi non abbia alcuna esposizione al rischio economico della partecipazione⁽²⁴⁾. Vi è anzi da sottolineare come quel fenomeno di dissociazione, al pari della consulenza professionale prestata dai *proxy advisors*, possa servire a ridurre il problema dell'apatia razionale degli investitori nella misura in cui, ponendo le basi per la instaurazione di un mercato dei voti societari, concorre a convogliare

²¹ Cfr. H.FLEISCHER, *Zur Rolle und Regulierung von Stimmrechtsberatern (Proxy Advisors) im deutschen und europäischen Aktien- und Kapitalmarktrecht*, in *AG*, 2012, 4 s.; L.KLÖHN-P.SCHWARZ, *The Regulation of Proxy Advisors*, cit., p. 10.

²² C.F.VAUPEL, *Ansprüche von Aktiengesellschaften gegen Stimmrechtsempfehlungen institutioneller Stimmrechtsberater*, in *AG*, 2011, 63 ss., evocando sia la possibilità di allegare la violazione da parte del consulente nel voto del principio di correttezza e buona fede in materia societaria (*mitgliedschaftliche Treupflicht*), sia una sua responsabilità extracontrattuale per fatto illecito (*deliktische Haftung aus unerlaubter Handlung*).

²³ E v. H.-U.WILSING, *Corporate Governance in Deutschland und Europa. Die Rolle der institutionellen Investoren, der Proxy Advisors und die der Aktionäre*, in *ZGR*, 2012, 305; nonché C.OSTERLOH, KONRAD, *Gefährdet „Empty Voting“ die Willensbildung in der Aktiengesellschaft? Überlegungen zur Proportionalität zwischen Stimmrechtseinfluss und wirtschaftlicher Betroffenheit der Aktionäre*, *ZGR*, 2012, 64.

²⁴ Cfr. F.DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, cit., 6; C.ANGELICI, *La “record date”, in Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M.Maugeri, Milano, 2015, 67 ss.; nonché, volendo, M.MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.; si v. pure, correttamente evidenziando l'esigenza di una disciplina in termini di trasparenza del fenomeno, G.SANDRELLI, *Empty voting, dalla teoria ai rimedi. La trasparenza dell'“esposizione economica” degli azionisti tra diritto europeo, disciplina nazionale e autonomia statutaria*, paper presentato al VII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, Roma, 26-27 febbraio 2016.

tali diritti in capo a quegli azionisti che sono disposti a sostenere i costi per la ricerca e la elaborazione delle informazioni necessarie a un loro consapevole esercizio ⁽²⁵⁾.

A non minori perplessità si espone, d'altro canto, il tentativo di fondare una responsabilità dei PA nei confronti dell'emittente per "illecita" influenza sul procedimento assembleare, ove la raccomandazione di voto (e la conseguente convergenza dei voti dei fondi nel senso indicato da tale raccomandazione) si sia tradotta nel rigetto di una deliberazione potenzialmente vantaggiosa per il patrimonio sociale. Se si considera, infatti, che il *proxy advisor* è parte di un rapporto giuridico con l'investitore istituzionale ed esclusivamente a quest'ultimo si volgono le sue prestazioni, l'unica fattispecie di responsabilità delineabile appare quella del contratto con effetti di protezione verso il terzo: ma di tale fattispecie mancano gli elementi costitutivi e, in particolar modo, sia il profilo della *Leistungsnähe*, sia quello della *Gläubignähe* in capo all'emittente ⁽²⁶⁾. La evocazione in capo al *proxy advisor* di una simile figura di responsabilità avrebbe, invece, maggior pregio se si identificasse il beneficiario di quegli effetti protettivi non nella società partecipata bensì nell'insieme dei partecipanti al fondo: se cioè, come si osserverà oltre (v. spec. paragrafi 6 e 7), si ponesse al centro della ricostruzione il rapporto tra Sgr e consulente e si riconducesse quindi l'esigenza di disciplina sollecitata dall'attività dei PA non all'area tematica del diritto societario bensì a quella della gestione collettiva del risparmio.

4. Proxy advisors e diritto del mercato finanziario: l'azione di concerto.

Volendo spostare il discorso sul terreno della potenziale rilevanza dell'attività dei PA per il diritto del mercato finanziario, ci si potrebbe interrogare sulla eventualità che l'adesione degli investitori istituzionali alle raccomandazioni espresse dallo stesso *proxy advisor* realizzi gli estremi di una «azione di concerto» ai sensi della disciplina europea e domestica delle offerte pubbliche di acquisto. Come noto, tale eventualità costituisce uno dei principali ostacoli alla instaurazione di forme di coordinamento tra gli azionisti di minoranza titolari di partecipazioni significative ⁽²⁷⁾: non è un caso, del resto, che negli ordinamenti in cui la

²⁵ V., per una esposizione delle ragioni che potrebbero deporre in senso favorevole alla legittimità di una negoziazione autonoma dei diritti di voto, R.L.HASEN, *Vote Buying*, in 88 *Cal. L. Rev.* (2000), 1323 ss., spec. 1350 ss.; C.OSTERLOH, KONRAD, *Gefährdet „Empty Voting“ die Willensbildung in der Aktiengesellschaft?*, cit., 53. Cfr. però anche le perplessità di M.RÜFNER, *Die ökonomischen Grundlagen*, cit., 179 s.

²⁶ E v., infatti, respingendo sia la possibilità di ricorrere alla figura del "*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*", sia la possibilità di immaginare l'esistenza di un affidamento dell'emittente legalmente protetto ("*gesetzliches Vertrauensverhältnis*"), K.LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, in *Festschrift für M.Hoffmann-Becking*, München, 2013, 735 ss.

²⁷ E v. le attente osservazioni di G.GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M.Maugeri, Milano, 2015, 109 ss.; nonché C.MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 ss. e M.GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Liber amicorum* Pietro Abbadessa, 3, Torino, 2014, 2097 ss. Si tratta, evidentemente, di problema avvertito anche all'estero: cfr., in luogo di molti, U.-H.SCHNEIDER, *Abgestimmtes Verhalten durch institutionelle Anleger: Gute Corporate Governance oder rechtspolitische Herausforderung?*, in *ZGR*, 2012, 518 ss. E si tratta di problema avvertito, ovviamente, dalla stessa industria del risparmio gestito: v., dunque, il Principio n. 4 dello *Stewardship Code* di Assogestioni, ove la prospettiva di un *engagement* "collettivo", fondato cioè sulla collaborazione della Sgr con altri investitori istituzionali, è caldeggiata nei limiti in cui si «presti particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto».

nozione normativa di concerto appare affievolita e comunque meno stringenti risultano essere gli obblighi giuridici conseguenti al suo accertamento l'evidenza empirica attesti un dinamismo assai più accentuato dei fondi speculativi attivisti ⁽²⁸⁾.

Qualunque sia la effettiva portata pratica del problema appena menzionato, deve escludersi, per gli scopi di queste brevi riflessioni, che il rapporto di consulenza intercorrente tra il PA e la Sgr sia idoneo a integrare la fattispecie dell'«accordo» prevista dall'art. 101 *bis*-comma 4, TUF. Gli è infatti che: (i) da un lato, le raccomandazioni di voto rivenienti dall'*advisor* rimangono confinate al rango di una mera proposta la quale, lasciando del tutto libero il destinatario di aderirvi, impone di escludere la sussistenza dell'elemento costitutivo del concerto, vale a dire l'impegno delle parti a dare attuazione a un programma preventivamente concordato ⁽²⁹⁾, mentre (ii) dall'altro, l'«intesa» tra PA e investitore istituzionale alla base del rapporto di consulenza si presenta tipicamente rivolta all'abbattimento delle asimmetrie informative immanenti all'esercizio dei diritti di voto attribuiti dalle partecipazioni gestite dall'investitore istituzionale per conto altrui: una funzione, dunque, ben lontana da quella finalità di acquisizione, rafforzamento o conservazione del controllo che è alla base della figura di accordo rilevante per la disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto e scambio obbligatorie ⁽³⁰⁾.

5. (Segue): il parallelismo con le agenzie di rating.

Sotto altro profilo, vengono spesso sottolineate le similitudini esistenti tra i servizi di *proxy advisory* e quelli forniti dalle agenzie di *rating*, non solo sul piano funzionale, trattandosi in entrambi i casi di intermediari dell'informazione, ma anche sul piano strutturale, attesa la natura sostanzialmente oligopolistica dei due mercati ⁽³¹⁾ e il pericolo che la concentrazione di potere negoziale che ne consegue induca sia una eccessiva standardizzazione delle valutazioni espresse («*one-size-fits-all*»), sia una mancanza di trasparenza delle metodologie impiegate per la formulazione di quelle valutazioni. Non sorprende, pertanto, che per il servizio di consulenza nel voto si ipotizzino schemi disciplinari in larga misura modellati sul calco delle proposte di volta in volta delineate per regolamentare l'attività delle agenzie di

²⁸ Cfr., con peculiare riguardo alla tattica del «branco di lupi», J.C. COFFEE JR., D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 2015, spec. p. 28 ss. del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2656325>.

²⁹ E v. nuovamente K. LANGENBUCHER, *Stimmrechtsberater*, cit., 739 s. Ed è ovviamente appena il caso di sottolineare la necessità, logica prima ancora che giuridica, di non confondere l'influenza che le raccomandazioni dei PA sono in grado di esercitare *in fatto* sulla condotta di voto degli investitori istituzionali, con l'esistenza di un vincolo giuridicamente rilevante in capo a questi ultimi di aderire a quelle raccomandazioni.

³⁰ Se si vuole, dunque, una funzione di *coordinamento* che non attinge alla soglia concettuale del *concerto*: sulla centralità della distinzione tra questi due aspetti dell'interlocuzione extrassembleare dei soci v. G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali*, cit., 111; nonché, per la constatazione secondo cui «il concerto ha quale requisito indefettibile la presenza di un accordo» e sulla rilevanza dell'«elemento teleologico», M. GARGANTINI, *op. cit.*, 2137 e 2142.

³¹ Su origine, rilievo pratico e politiche di voto dei due principali operatori statunitensi, vale a dire *Institutional Shareholder Service* («ISS») e *Glass Lewis*, v., in luogo di molti, T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry*, cit., 390 ss.; e, prestando peculiare attenzione alle raccomandazioni di voto elaborate con riferimento alle politiche di remunerazione degli emittenti, v. Y. ERTIMUR, F. FERRI, D. OESCH, *Shareholder Votes and Proxy Advisors: Evidence from Say On Pay*, 2013, p. 7 ss. del *paper* disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2019239>.

rating: dalla costituzione di un organo pubblico deputato a fornire ai privati il medesimo servizio di *advisory* offerto da ISS e *Glass Lewis*, al fine di incrementare il tasso di concorrenza nel mercato, alla istituzione di una vera e propria Autorità di Vigilanza sull'attività dei PA; dalla adozione di codici di comportamento recanti l'individuazione delle *best practices* condivise dagli operatori del settore⁽³²⁾, alla imposizione di obblighi di trasparenza sulle procedure e i metodi applicati nella elaborazione delle raccomandazioni di voto e sulle principali fonti informative utilizzate⁽³³⁾, sino ad arrivare alla configurazione di principi di separazione "soggettiva" della divisione preposta alla prestazione dei servizi di consulenza in materia di voto in favore dei clienti istituzionali dalla divisione preposta alla prestazione di servizi di assistenza agli emittenti in materia di valutazione della qualità del sistema di governo societario adottato⁽³⁴⁾.

E tuttavia neppure l'equivalenza funzionale istituita con le agenzie di *rating* appare sino in fondo convincente. Non solo, infatti, è diverso l'oggetto della valutazione, trattandosi, in un caso (quello del *rating*), di valutare il grado di solvibilità futura dell'emittente e quindi la qualità del suo capitale "di debito", nell'altro (quello dei PA) il contenuto di una deliberazione assembleare e quindi la qualità (del governo) del suo capitale "di rischio". Radicalmente diverso è anche il modo con il quale agenzie di *rating* e PA intervengono a colmare le asimmetrie informative presenti sul mercato: in vero, mentre le prime operano per conto dell'emittente e svolgono dunque il ruolo di «segnalarne» all'esterno il merito di credito (c.d. "signaling"), i PA operano tipicamente per conto della parte *meno informata*, ossia l'investitore istituzionale che sia azionista di quell'emittente, e assolvono allora il compito di «controllare» l'affidabilità della proposta deliberativa sottoposta ai fondi dall'organo amministrativo della società partecipata (c.d. "screening")⁽³⁵⁾. Il che induce a nutrire dubbi sulla efficienza di soluzioni che intendano far transitare nel campo dei PA modelli disciplinari elaborati per le agenzie di *rating*, se non altro in quanto tali modelli potrebbero generare indebite aspettative

³² E' la soluzione contenuta nei "Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis" del marzo 2014 elaborati dal "Best Practice Principles Group", il Gruppo di lavoro istituito dai principali operatori del settore; soluzione prima auspicata e poi condivisa dall'ESMA: cfr. il *Final Report* del 19 febbraio 2013, recante il "Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry" (ESMA/2013/84) e il *Report* del 18 dicembre 2015, recante "Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis" (ESMA/2015/1887). V, anche D.ZETZSCHE, *Report of the Chairman of the Best Practice Principles Group developing the Best Practice Principles for Shareholder Voting Research & Analysis*, 12 maggio 2014.

³³ E' la soluzione fatta propria dalla Proposta: cfr. Part. 3 *decies*. V. ampiamente G.BALP, *Regulating proxy advisors through transparency*, cit., p. 8 ss. del *paper*.

³⁴ E' la soluzione adottata, su base volontaria, da ISS che, per far fronte alle censure di conflitto di interessi, ha conferito in una controllata ("ISS Corporate Services") il ramo d'azienda relativo alla attività di misurazione della qualità del governo delle società emittenti: v. T.C.BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry*, cit., 400.

³⁵ La contrapposizione tra l'"issuer-pay model" adottato dalle agenzie di rating e il "buyer-pay model" adottato dai PA è ben evidenziata da T.LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, Finance Working Paper ECGI, Novembre 2013, 3, nt. 6; da M.BELCREDI, S.BOZZI, A.CIAVARELLA, V.NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, cit., 8, nt. 3; e da G.W.DENT Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, cit., 1328 il quale sottolinea la maggiore intensità dei conflitti di interessi in cui verserebbero le agenzie di rating, atteso che la valutazione dei prodotti finanziari operata da queste ultime sarebbe utilizzata dagli investitori ma commissionata dall'emittente, mentre la consulenza dei PA sarebbe resa ai, e utilizzata dai, clienti che hanno conferito loro l'incarico. Sulla caratterizzazione dei *proxy advisors* come strumenti di "screening" v. anche K.LANGENBUCHER, *op. cit.*, 738 s.

sulla loro idoneità a contenere i costi di agenzia sollecitati dall'impiego dei servizi di consulenza nel voto da parte degli investitori istituzionali con il conseguente rischio, puntualmente osservato, di una sostanziale immunizzazione di questi ultimi dal rischio di incorrere in responsabilità per inesatta esecuzione della prestazione di voto dovuta nei confronti dei partecipanti al fondo ⁽³⁶⁾.

6. Proxy advisors e diritto della gestione collettiva del risparmio: il voto come dovere «organizzativo» della Sgr.

Proprio quest'ultimo rilievo induce a spostare il centro logico della analisi sul significato di quel dovere di voto e a porre, quindi, in relazione con le modalità del suo adempimento il conferimento da parte della Sgr di un incarico di consulenza al *proxy advisor*. In questa prospettiva, dovrebbe risultare evidente come l'interesse meritevole di essere protetto da una (qualsiasi) disciplina dei PA non possa intestarsi né all'emittente, né all'investitore istituzionale ⁽³⁷⁾, bensì solo ed esclusivamente in capo ai clienti finali di quest'ultimo: ciò che induce a sottolineare come la dimensione operativa del problema sollevato dall'impiego dei PA non sia quella del diritto societario (e neppure quella, generica, del mercato finanziario) bensì quella della disciplina della gestione collettiva del risparmio.

Per rendersi conto di tale affermazione pare opportuno prendere le mosse dalla peculiare tecnica di cui si avvale l'ordinamento per conformare l'obbligo di voto del gestore nelle assemblee delle società partecipate dal fondo. A differenza di quanto è a dirsi per altri vincoli di comportamento della Sgr – e, segnatamente, per i limiti alla concentrazione funzionali ad assicurare la diversificazione del rischio – i quali si traducono in precetti caratterizzati da una specifica individuazione della fattispecie (*rule*), il dovere di voto della Sgr viene delineato dalla legge mediante ricorso a una clausola generale (*standard*) e allora in termini di inevitabile elasticità della fattispecie ⁽³⁸⁾.

Ma quel che più interessa rilevare è che, in piena coerenza con una simile conformazione tecnica della fattispecie, l'ordinamento delinea l'esercizio del voto da parte della Sgr nelle assemblee delle società partecipate dal fondo alla stregua di un dovere di tipo *organizzativo*: se si vuole, come una obbligazione di mezzi e non di risultato.

Si consideri, in primo luogo, il dato ricavabile dall'art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), TUF a mente del quale le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «*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*» (enfasi aggiunta) ⁽³⁹⁾.

³⁶ V. ora A.ECKSTEIN, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, in 40 *Del. J. Corp. L.* (2015), 77 ss., spec. a p. 160 («Expectations Gaps are created in the regulatory context when the expectations created by the regulatory signal do not align with the regulation's true effect»). In senso analogo, nella nostra dottrina, A.MORINI, *Proxy advisors*, cit., 779 s.

³⁷ E v. H.-U.WILSING, *Corporate Governance in Deutschland und Europa*, cit., spec. 294 ss. e 302 ss.

³⁸ Analoga osservazione si legge, per il diritto statunitense, in A.PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why not Disclose?*, in 23 *Cardozo L. Rev.* 1419 (2001-2002), 1445 («*heavy-handed regulation*» sui limiti alla concentrazione, a fronte di «*vague, virtually unenforced rules*» in materia di esercizio del voto).

³⁹ Sebbene tale disposizione si presti in astratto a una interpretazione che ne allochi il senso solo sul piano dei rapporti esterni tra *emittente e gestore*, al fine di individuare in quest'ultimo l'unico soggetto investito della *legittimazione* a prender parte al procedimento assembleare, non vi è dubbio che la lettura della disposizione

Si consideri, soprattutto, l'indicazione ricavabile dal Regolamento delegato UE n. 231 del 19 dicembre 2012, recante integrazioni alla direttiva 2011/61/UE in materia di gestori di fondi di investimento alternativi⁽⁴⁰⁾, il cui art. 37 – al quale rinvia l'art. 34 del Regolamento Congiunto Consob-Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 (come aggiornato con atto del 19 gennaio 2015) in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio – prescrive al gestore sia l'obbligo di 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», sia l'obbligo di mettere a disposizione degli investitori, su loro richiesta, «una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie»⁽⁴¹⁾.

Ebbene, tale prescrizione, la quale ricalca in larghissima misura⁽⁴²⁾ quella già contenuta nell'art. 21 della direttiva 2010/43/UE del 1° luglio 2010 (recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE), pone l'accento sulla elaborazione di una *strategia*, ossia di una *procedura* idonea a disciplinare le ipotesi (“quando”) e le modalità (“come”) di partecipazione alle assemblee delle società i cui titoli figurano nel fondo, nonché a prevenire o gestire i conflitti di interessi potenzialmente sollecitati dalle scelte di voto⁽⁴³⁾. Una prospettiva, questa,

da accogliere sia un'altra: quella, cioè, che ne colloca la portata sul piano del rapporto tra *Sgr e partecipanti al fondo* e individua nel voto il referente di un obbligo della prima derivante dal mandato conferito dai secondi mediante adesione al regolamento del fondo. In questa direzione depone il confronto con la norma dell'art. 24, comma 1, lett. c), TUF, dettata in tema di gestione di portafogli, la quale, nel disporre che «la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita (...) alla società di gestione del risparmio (...)», mostra di voler risolvere, appunto, unicamente un problema di intestazione della legittimazione al voto, radicata in capo al cliente, senza che si delinei alcun dovere di condotta *primario* sulla Sgr (se non in presenza di una procura conferita dal cliente, ma allora secondo le istruzioni ivi contenute): sul punto v. il cenno in G.LEGGIERI, nel *Commentario al TUF* diretto da M.Fratini-G.Gasparri, Torino, 2012, *sub* art. 40, 625, nt. 88.

⁴⁰ Come noto, la partizione fondamentale alla base della rinnovata disciplina europea dei fondi comuni di investimento è quella tra fondi che ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE, ai quali l'ordinamento domestico fa riferimento come «OICVM» [poi “italiani” o “UE” a seconda che siano stati costituiti in Italia o in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia: v. Part. 1, comma 1, lett. m) e m-bis), TUF], e fondi che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE, ai quali l'ordinamento domestico fa riferimento come «Oicr alternativi» o FIA [poi, nuovamente, “italiani” o “UE” a seconda che siano stati costituiti in Italia o in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia: v. Part. 1, comma 1, lett. m-ter) e m-quinqies), TUF]. Per un compiuto inquadramento di tali nozioni v. i contributi di F.ANNUNZIATA, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie* e di R.LENER, C.PETRONZIO, *I gestori di diritto italiano e la riserva di attività*, in corso di pubblicazione in “*Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*” a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino.

⁴¹ La previsione è completata dalla tipizzazione delle finalità delle «misure» e delle «procedure» nelle quali si risolve il contenuto delle strategie di voto e che vengono rintracciate nello scopo di: a) monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (c.d. *corporate action*); b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato; c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto». In termini analoghi si esprime, anche in ordine alla funzionalizzazione della strategia di voto all'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR, il Principio n. 5 dello *Stewardship Code* di Assogestioni.

⁴² Tra i due enunciati vi è infatti una pressoché integrale corrispondenza letterale, fatta eccezione per l'oggetto della attività di monitoraggio contemplata dalla strategia di voto la quale, nel caso degli Oicvm, concerne in modo ampio «gli eventi pertinenti all'attività della società», mentre nel caso dei Fia, come osservato nella nt. che precede, essa viene circoscritta alle «pertinenti operazioni sul capitale».

⁴³ Cfr., nuovamente, l'art. 21, par. 2, lett. c). Si tratta della soluzione predicata anche negli Stati Uniti dalla SEC: v. *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records By Registered Management Investment Companies*, Investment Company Act Release No. 25922, 17 C.F.R. 239, 249, 270, 274 (Jan. 31, 2003).

nella quale tali scelte costituiscono, a ben vedere, attuazione dei criteri secondo cui la Sgr intende *organizzare* la prestazione del servizio di gestione collettiva ⁽⁴⁴⁾ e che impone di contestare non solo la legittimità di una condotta meramente passiva, che si traduca cioè nel “disinteresse” sistematico per l’esercizio del voto ⁽⁴⁵⁾ o, il che è lo stesso, in una sistematica ed acritica adesione alle proposte dell’organo amministrativo, ma anche il fondamento di una soluzione che metta capo all’obbligo della Sgr di esercitare *sempre e comunque* il voto inerente alle azioni e agli strumenti finanziari in portafoglio. Una prospettiva che apre spazio, allora, a una considerazione *differenziata* della misura di diligenza professionale richiesta nell’adempimento della prestazione di voto ⁽⁴⁶⁾ 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 ⁽⁴⁷⁾, nonché della rilevanza della materia posta all’ordine del giorno ai fini della attuazione di quella strategia ⁽⁴⁸⁾.

Da quanto osservato discende altresì che, se all’esercizio del voto da parte della Sgr si vuole conservare il significato tecnico di una *regola di comportamento* (e v., appunto, la rubrica dell’art. 35-*decies* TUF), il referente di tale obbligo non può essere rinvenuto *nell’interesse della società partecipata* a un efficiente monitoraggio dell’azione dei suoi amministratori,

⁴⁴ E v., infatti, segnalando la tendenza dei gestori a considerare l’esercizio del diritto di voto come un problema di *compliance*, più che come un segmento del processo di investimento idoneo a incrementare il valore del patrimonio del fondo, M.BELCREDI, S.BOZZI, A.CIAVARELLA, V.NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement*, cit., 7. Nello stesso solco concettuale si muove anche la Proposta: cfr. i considerando nn. 11 e 12 e l’art. 3-*septies*.

⁴⁵ E v. R.LENER, *La SGR come socio*, cit., 283 s.; G.LEGGIERI, *op. cit.*, 626; A.ZIZZI, nel *Commentario al TUF*, a cura di C.Rabitti, Milano, 1998, *sub* art. 40, 316. 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 prestatore»: 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*, cit., 445).

⁴⁶ Cfr., per una conferma particolarmente indicativa sul piano comparatistico della flessibilità che deve connotare l’obbligo del gestore di esercitare il potere di voto nell’interesse della propria clientela, 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).

⁴⁷ Qualsiasi impostazione legislativa che miri a stimolare l’impegno degli investitori istituzionali non può prescindere, infatti, dalla constatazione che tale espressione designa in realtà un insieme assai *eterogeneo* di soggetti in termini di politiche d’investimento, di preferenze in chiave di liquidità e di esposizione al rischio: con l’ovvia conseguenza di una diversa attitudine ad esercitare in modo efficiente forme di controllo sull’attività delle società partecipate.

⁴⁸ E v. S.J.CHOI, J.E.FISCH, M.KAHAN, *Voting Through Agents*, cit., 8 i quali sottolineano come, ad es., la materia della elezione delle cariche sociali sia «*much more information intensive*».

indipendentemente da ogni valutazione sul fenomeno dell'“attivismo”⁴⁹), bensì solo nell'interesse dei partecipanti al fondo a una efficiente gestione del loro investimento⁵⁰).

Si tratta, insomma, ancora una volta di tenere nettamente separato il piano del rapporto sociale da quello del rapporto di gestione e di collocare la specificità giuridica del voto della Sgr sul secondo versante, traendone anche le conseguenti implicazioni operative, come è a dirsi, ad es., per l'irrilevanza, ai fini della validità della deliberazione assembleare, sia di un esercizio del voto lesivo dell'interesse dei partecipanti al fondo⁵¹ sia, specularmente, dell'ipotesi in cui il perseguimento di tale interesse possa collidere con quello della società i cui titoli figurano nel fondo: l'applicazione dell'art. 2373 c.c. dovendo restare, piuttosto, circoscritta al caso in cui l'interesse extrasociale abbia natura *diversa dall'interesse dei partecipanti*

⁴⁹ Un fenomeno da sempre al centro delle analisi della letteratura statunitense e che ancora di recente si mostra suscettibile di sollecitare prese di posizione tra loro ben diverse: v. così, da un lato, L.A.BEBCHUCK, A.BRAV, W.JIANG, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Col. L. Rev.* (2015), 1085 ss. (per un giudizio sostanzialmente positivo); e, dall'altro, J.C.COFFEE JR., D.PALIA, *The Wolf at the Door*, cit., spec. 100 ss. (per un giudizio sostanzialmente critico, soprattutto in ordine alla incidenza negativa dell'attivismo dei fondi speculativi sulle spese in ricerca e sviluppo della target). Nella nostra dottrina v. le riflessioni di C.TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005, spec. 72 ss.; e, più di recente, i contributi raccolti nel volume *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015, a cura di M.Maugeri.

⁵⁰ E v. infatti P.O.MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*², München, 1996, 138 (ove il rilievo secondo cui, nella prospettiva dell'investitore istituzionale, «i diritti amministrativi assolvono una funzione strumentale, essi servono all'amministrazione dell'investimento nel suo interesse») e 143 (ove l'osservazione secondo cui «i diritti amministrativi, in un diritto organizzativo orientato all'investitore, servono a una amministrazione dell'investimento che ne massimizzi l'utilità»); cfr. anche F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 210 e 221 ss. (il quale peraltro riconosce in capo all'investitore istituzionale un dovere di correttezza nei confronti della società partecipata e dei relativi soci). 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 (v. infatti V.TROIANO, *op. cit.*, 421, sottolineando la «coerenza tra i compiti di gestione e l'esercizio dei diritti di voto relativi agli strumenti finanziari ricompresi nel fondo»). Essa emerge con altrettanta chiarezza, nel sistema riformato della gestione collettiva del risparmio, nel precetto che funzionalizza il voto all'«interesse esclusivo» degli investitori finali: cfr. il considerando n. 16 («interesse esclusivo degli OICVM») e l'art. 21, par. 1, («esclusivo beneficio dell'OICVM») della direttiva 2010/43/UE, nonché 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»). E in una prospettiva simile si muovono anche i Principi di *Stewardship* di Assogestioni, i quali hanno lo “scopo”, tra l'altro, di «garantire un solido legame fra *governance* e processo d'investimento».

⁵¹ 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: cfr. V.TROIANO, *op. cit.*, 421. Più in generale, sul problema della responsabilità (sia patrimoniale, sia risarcitoria) della Sgr nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio v. G.FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in corso di pubblicazione in “*Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*” a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino; P.SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1138 ss.

al fondo ⁽⁵²⁾ in quanto intestabile alla stessa Sgr (“per conto proprio”) o ad altra entità del gruppo di appartenenza (“per conto di terzi”) ⁽⁵³⁾.

7. (Segue): una proposta di disciplina.

Se si condivide quanto precede, e cioè che l’interesse alla cui tutela dovrebbe volgersi una qualsiasi disciplina dell’attività dei PA è in realtà quello dei clienti finali dei gestori che si avvalgono dei loro servizi, possono forse immaginarsi modelli di regolamentazione alternativi rispetto a quelli sinora avanzati e consistenti preminentemente, come si è visto, nell’impiego di regole autodisciplinari o nella imposizione di obblighi di trasparenza ⁽⁵⁴⁾.

Una prima possibilità consiste nel riportare la prestazione di raccomandazioni in materia di voto entro l’alveo della disciplina europea dei servizi di investimento e, più in particolare, nell’assoggettarla alle regole di comportamento previste dalla direttiva MiFID e dalle misure di secondo livello in ordine alla «consulenza in materia di investimenti» ⁽⁵⁵⁾. Come noto, la nozione europea di consulenza ruota intorno al concetto di «raccomandazione» e ne presuppone la rilevanza ai fini della disciplina MiFID quando, per un verso, essa presenti natura “personalizzata”, tenga cioè conto delle «caratteristiche del

⁵² In senso contrario R.COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.; A.ZIZZI, *op. loc. ultt. citt.*; V.TROIANO, *op. cit.*, 420, per il caso di presenza nei fondi gestiti dalla medesima società di azioni di società tra loro in conflitto; F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 219. Ma v. R.LENER, *op. cit.*, 284, nt. 17 il quale giustamente sottolinea la rilevanza della «natura della attività esercitata» dal gestore di patrimoni altrui per limitare l’applicazione della norma codicistica al solo caso «limite di conflitto tra interesse dell’emittente e interesse della società di gestione del risparmio (es., in deliberazioni concernenti negozi che vedano i due soggetti come parti correlate o contrapposte, ovvero relative a operazioni che investano la società controllante la SGR)». Sul punto v. anche le considerazioni di C.TEDESCHI, “Potere di orientamento” dei soci, cit., 261 ss.

⁵³ Nella prospettiva delineata nel testo, pertanto, l’art. 2373 c.c. costituisce un limite all’esercizio dell’attività di impresa della Sgr, mentre non può condizionare il suo obbligo di dare piena esecuzione al contratto di gestione concluso con i partecipanti al fondo esercitando il voto nell’interesse esclusivo di questi ultimi (obbligo che, si è visto, trae fonte direttamente dalla legge: art. 35-*decies* TUF). V. anche G.GUIZZI, *La SGR di gruppo tra integrazione e autonomia*, cit., p. 10 s. del dattiloscritto.

⁵⁴ Per una critica a tali schemi v. L.KLÖHN, P.SCHWARZ, *op. cit.*, 16 s. i quali giustamente osservano come, per un verso, la adozione di un codice di condotta ben poco aggiunga alle misure di pubblicità delle proprie linee guida e di gestione dei conflitti di interessi che già oggi sono adottate sia da ISS (cfr. l’*Executive Summary* del 20 novembre 2015, recante “Proxy Voting Guideline Updates and Process” per il 2016), sia da Glass Lewis (cfr. le *Guidelines* 2016 elaborate specificamente per l’Italia), mentre, per altro verso, l’imposizione di doveri di trasparenza eccessivamente pervasivi potrebbe ridurre l’incentivo dei PA a sostenere i costi legati alla ricerca di nuove informazioni sulle società emittenti e alla individuazione di metodi per migliorare le proprie raccomandazioni di voto. Quest’ultima critica si legge anche in G.W.DENT Jr., *A Defense of Proxy Advisors*, cit., 1312, il quale però sembra ritenere sufficiente, come forma di controllo sull’attività dei PA, l’operare delle forze di mercato: il che pare quanto meno ottimistico in ragione della mancanza di una effettiva concorrenza nel settore e delle elevate barriere all’entrata (cfr. T.C.BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry*, cit., 429 ss.). L’incidenza anticoncorrenziale di una disciplina dei servizi di consulenza nel voto eccessivamente pervasiva è sottolineata, nella nostra dottrina, da G.BALP, *Regulating proxy advisors through transparency*, cit., p. 13 ss. e 27 ss. la quale, nel propendere per una regolamentazione imperniata su regole di trasparenza, sottolinea come l’impatto di tali regole dipenda comunque dalla disponibilità degli investitori istituzionali a vigilare attivamente sulla qualità dei servizi che essi acquistano dai *proxy advisors*.

⁵⁵ Si tratta di un approccio che presenterebbe assonanze con quanto accade negli Stati Uniti ove la SEC ha imposto il vincolo della registrazione ai PA, nell’assunto che la loro attività costituisca “sollecitazione”, anche se poi ha annacquato la portata dell’obbligo con una serie di esenzioni: v. A.MORINI, *Proxy advisors*, cit., 772 ss.

cliente» e, per altro verso, abbia a oggetto «una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario»⁽⁵⁶⁾.

Una tale qualificazione richiede, peraltro, un espresso intervento del legislatore, poiché, allo stato attuale, non sembra possibile far ricadere la raccomandazione di voto del *proxy advisor* entro i confini del servizio di consulenza. Da un lato, infatti, la raccomandazione di voto si presta ad esser considerata “personalizzata” solo in quanto tenga conto delle *caratteristiche del singolo emittente* cui si riferisce, e non invece di quelle del cliente che l’ha sollecitata (secondo quanto previsto, invece, dalla disciplina in materia di consulenza agli investimenti); dall’altro, essa si incentra sugli esiti di una deliberazione assembleare, cioè su di un valore giuridico, non invece sugli esiti di una operazione di investimento, cioè su un valore economico⁽⁵⁷⁾.

Il trattamento giuridico del servizio di *proxy advisory* in chiave di «servizio di investimento» consentirebbe, comunque, di porre le premesse per imporre al *proxy advisor* il rispetto di quei requisiti di *indipendenza* e di *adeguatezza* nonché di registrazione presso la Consob che gravano oggi su chiunque presti il servizio di consulenza in materia di investimenti, indipendentemente dal fatto che si tratti di un soggetto abilitato. E consentirebbe, altresì, di offrire risposta ai problemi centrali che, si è visto, solleva l’attività dei *proxy advisors*, ossia la mancanza di trasparenza nel processo di elaborazione delle raccomandazioni di voto e il pericolo di conflitti di interessi, ove l’*advisor* presti consulenza all’emittente in ordine alla qualità del suo assetto di governo societario. L’applicazione della disciplina sulla consulenza in materia di investimenti comporterebbe, infatti: (i) in ordine al primo versante, la soggezione dell’*advisor* ai doveri di informativa preventiva e periodica previsti dagli artt. 27 ss. del Regolamento Consob n. 16190/2007 e (ii) in ordine al secondo profilo, l’obbligo del *proxy advisor* di dotarsi di procedure idonee alla gestione del conflitto (ad es., mediante una separazione organizzativa della struttura deputata alla ricerca, analisi e elaborazione delle raccomandazioni di voto, rispetto alla struttura deputata al rilascio di *rating* sul governo societario degli emittenti), al fine di soddisfare al meglio gli interessi del cliente⁽⁵⁸⁾.

In assenza di norme di diritto positivo che regolino il rapporto esistente tra il gestore e il *proxy advisor* ci si potrebbe chiedere, d’altro canto, se sia al riguardo invocabile la disciplina dettata in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali essenziali o importanti dagli artt. 19 ss. del Regolamento Congiunto⁽⁵⁹⁾.

⁵⁶ Cfr. la definizione offerta dall’art. 1, comma 5-*septies*, TUF e le considerazioni di F.PARRELLA, *Consulenza in materia di investimenti*, in *L’attuazione della MiFID in Italia* a cura di R.D’Apice, Bologna, 2010, 183 ss.

⁵⁷ Anche se, naturalmente, i risultati di una deliberazione assembleare, ove contrari agli obiettivi perseguiti dall’investitore attivista, potrebbero confluire nel processo decisionale che lo induce a optare per l’*exit* e quindi porsi come antecedente di una operazione di disinvestimento.

⁵⁸ Su tali obblighi si rinvia nuovamente a F.PARRELLA, *op. cit.*, 190 ss.

⁵⁹ Se si vuole, induce a porsi un siffatto interrogativo anche il frequente uso, principalmente da parte della letteratura economica, del concetto di “*outsourcing*” per connotare il ricorso dell’investitore istituzionale ai servizi di uno o più *proxy advisors*: v., tra i molti, T.LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, Finance Working Paper ECGI, Novembre 2013. Sul tema della esternalizzazione di funzioni aziendali «essenziali o importanti» v. il contributo di L.PICARDI, *La delega di funzioni*

In senso contrario sembrerebbe deporre l'art. 20, comma 2, del predetto Regolamento il quale sottrae al novero delle funzioni aziendali considerate “essenziali” o “importanti” sia la prestazione all'intermediario «di servizi di *consulenza* e di altri servizi che non rientrino nell'ambito delle attività di investimento» (lett. *a*), sia «l'acquisto di servizi *standardizzati*, compresi quelli relativi alla fornitura di *informazioni di mercato* e di informazioni sui prezzi» (lett. *b*); e non vi è dubbio che le raccomandazioni di voto dei *proxy advisors* si prestino, in principio, ad esser considerate alla stregua di una consulenza offerta elaborando, il più delle volte, proprio informazioni in veste *standardizzata* ⁽⁶⁰⁾.

Anche in tal caso, dunque, pare necessario un esplicito intervento del legislatore volto ad estendere al rapporto tra Sgr e *proxy advisor* la disciplina in materia di *outsourcing*. Una simile scelta normativa avrebbe il pregio di imporre al PA l'obbligo di ordinare le raccomandazioni di voto sulla base delle *specifiche* esigenze del gestore e delle caratteristiche del suo processo di investimento: in definitiva, dunque, di tener conto in via esclusiva dell'interesse dei partecipanti ai fondi amministrati dalla Sgr. Tale opzione legislativa consentirebbe, inoltre, di rafforzare l'obbligo del gestore di esercitare un controllo sull'operato del *service provider*, non solo riaffermando il divieto di una acritica adesione alle proposte di voto ricevute come pure di una delega spoliativa delle valutazioni relative all'esercizio dei diritti corporativi inerenti alle partecipazioni gestite, ma anche quello di verificare nel tempo che il PA di cui ci si avvale abbia adottato e mantenga adeguate misure per la identificazione e il trattamento di eventuali situazioni di conflitto di interessi ⁽⁶¹⁾. E si tratterebbe, infine, dell'unico approccio normativo davvero coerente con il significato che in queste pagine si è inteso ascrivere al rapporto di *proxy advisory*: quello, cioè, di rappresentare un modo attraverso il quale la Sgr è abilitata a organizzare le proprie strategie di investimento e quindi, in definitiva, la prestazione del servizio di gestione nei confronti del pubblico.

del gestore e il principio della “letter box entity”, in corso di pubblicazione in “Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio” a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino.

⁶⁰ In ciò risolvendosi, come già osservato, una delle più ricorrenti critiche all'operato dei PA, il fatto cioè di elaborare e divulgare informazioni eccessivamente standardizzate, le quali non tengono conto delle peculiarità del contesto normativo ed economico nel quale operano gli emittenti alle cui assemblee si riferiscono le raccomandazioni di voto.

⁶¹ E' certamente vero che la soluzione immaginata nel testo potrebbe frustrare le ragioni stesse del ricorso della Sgr ai servizi dei PA: ragioni che, si è detto, risiedono principalmente nello scopo di conseguire risparmi sui costi che dovrebbero altrimenti essere sostenuti per condurre l'analisi delle proposte di voto. Tuttavia, non si può escludere in linea di principio l'incentivo del singolo investitore istituzionale a svolgere quel tipo di attività di ricerca, almeno in presenza di un investimento dimensionalmente rilevante, come attesta l'evidenza empirica: v. M.BELCREDI et al., *op. cit.*, 2015, 26 («the sensitivity to PA recommendations depends on the incentives of institutional investors to gather and process information independently, which in turn have been proved to depend on the size of their holdings») e 30 (ove l'osservazione secondo cui, in Italia, l'influenza dei PA si manifesta più intensa nel caso dei fondi internazionali ampiamente diversificati). E v., nel senso di affermare chiaramente in capo al gestore sia l'obbligo sia di valutare la capacità e la competenza del *proxy advisor* nel rilasciare raccomandazioni di voto accurate e affidabili, sia l'obbligo di adottare politiche e procedure idonee ad assicurare che le raccomandazioni di voto rispondano al miglior interesse della propria clientela, SEC, *Staff Legal Bulletin* n. 20, cit., Q&A nn. 3 ss. In dottrina, sulla centralità dell'obbligo del gestore di verificare la conformità delle raccomandazioni di voto ricevute ai propri doveri fiduciari, v. S.EDELMAN, *Proxy Advisory Firms*, cit., 1407.

