

**Rivista** **ODC**

NICOLETTA CIOCCA

**I CONSULENTI DI VOTO NEGLI STATI UNITI  
(POSSIBILI INDICAZIONI PER IL LEGISLATORE  
EUROPEO)**

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*

**I CONSULENTI DI VOTO NEGLI STATI UNITI (POSSIBILI INDICAZIONI PER IL LEGISLATORE EUROPEO)**

NICOLETTA CIOCCA

SOMMARIO: 1. La proposta europea sui consulenti di voto. – 2. Il ruolo dei consulenti di voto nel mercato statunitense. – 3. La natura oligopolistica dell’offerta. – 4. La crescita dell’industria della consulenza di voto. I fattori di mercato. – 5. (segue) I fattori normativi. – 6. I limiti dell’attuale inquadramento normativo dei *proxy advisors* negli Stati Uniti. – 7. La *querelle* sull’effettiva influenza dei *proxy advisors*. – 8. Le iniziative statunitensi di (eventuale) riforma dei *proxy advisors*. – 9. Le possibili indicazioni per il diritto europeo in tema di consulenti di voto: l’incerta individuazione degli interessi tutelati. – 10. (segue) Il ruolo del consulente di voto e la diligenza del gestore.

1. *La proposta europea sui consulenti di voto.*

L’Unione Europea propone<sup>1</sup> di introdurre nella c.d. Direttiva azionisti<sup>2</sup> una parziale disciplina per i consulenti di voto (o *proxy advisors*)<sup>3</sup>, ossia, secondo la definizione offerta

---

<sup>1</sup> Il riferimento è al testo del Parlamento europeo in prima lettura *Emendamenti del Parlamento europeo, approvati l’8 luglio 2015, alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, 8 luglio 2015 (P8\_TA-PROV(2015)0257): v. art. 1, 2), lett. i, «consulenti in materia di voto». Per il testo di proposta della Commissione, v. COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document Impact Assessment, Accompanying the Proposal for a Directive on Amending Directive 2007/36, 2014/0121 (COD)*, 9 aprile 2014. Per il documento che contiene anche la posizione del Consiglio dell’Unione Europea del marzo 2015: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11243-2015-INIT/en/pdf>. Da ultimo, il Consiglio dell’Unione Europea ha predisposto un ulteriore testo di proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE, di cui si dà nel prosieguo soltanto conto essendo stato diffuso subito prima della pubblicazione del presente scritto (Consiglio dell’Unione Europea, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of longterm shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. Preparation for an informal trilogue*, 20 maggio 2016, 9029/16, nel testo e di seguito “testo 20 maggio 2016” [<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9029-2016-INIT/en/pdf>]).

<sup>2</sup> Direttiva n. 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’11 luglio 2007 relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

<sup>3</sup> Per un esame delle funzioni e del ruolo dei *proxy advisors* nella condivisibile prospettiva del diritto del mercato finanziario e dei doveri organizzativi delle società di gestione del risparmio, piuttosto che come problema di diritto societario, M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, destinato al volume collettaneo *Profili evolutivi della gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, in corso di pubblicazione, nonché in questa *Rivista*. Per una disamina delle proposte di modifica della Direttiva azionisti in tema di consulenti di voto, anche in una prospettiva di diritto comparato e con particolare riguardo agli Stati Uniti, G. BALP, *Regulating the proxy advisory industry in Europe: the European Commission’s Directive Proposal*, *paper* presentato al VII Convegno Annuale dell’Associazione Orizzonti del Diritto commerciale, 26-27 febbraio 2016; nonché dello stesso Autore, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, Contributo presentato al Convegno “Principio capitalistico. Quo vadis?”, Associazione Gian Franco Campobasso, Pescara 5-6 giugno 2015, in corso di pubblicazione, che non si è potuto consultare. Per un esame dello sviluppo normativo e delle prospettive regolamentari inerenti i consulenti di voto, con particolare riguardo al loro sviluppo negli Stati Uniti, A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 759 ss.

dalle modifiche in discussione, le «persone giuridiche, che a titolo professionale, forniscono raccomandazioni agli azionisti riguardanti l'esercizio dei loro diritti di voto»<sup>4</sup>.

L'intervento è articolato in norme di organizzazione dell'attività, norme di trasparenza, codice di condotta, senza creare una nuova attività riservata, né ricondurre la consulenza di voto ad attività riservate esistenti, come la consulenza in materia di investimenti.

A seguito del Libro Verde sul governo societario del 2011<sup>5</sup> e di una serie di iniziative lanciate dall'ESMA tra il 2011 e il 2013<sup>6</sup>, che hanno sollevato l'attenzione sui consulenti di voto, questi ultimi avevano già adottato un codice di condotta, elaborato nel marzo 2014<sup>7</sup> da esponenti del mondo accademico e del mercato, sulla base di linee guida predisposte dall'ESMA<sup>8</sup>. L'Unione Europea rafforzerebbe il valore di *soft law* di tale testo, o dei successivi che dovessero venire adottati e applicati, mediante la previsione legislativa, e non solo autoregolamentare, del meccanismo c.d. *comply-or-explain* (art. 3-*decies*, comma 1-*bis*, testo 8 luglio 2015; art. 3i, testo 20 maggio 2016).

In punto di organizzazione dell'attività, l'Unione Europea intenderebbe prescrivere ai consulenti di voto misure, rimesse all'intervento degli stati membri, volte a garantire, per quanto possibile, da un lato, che «le ricerche e le raccomandazioni fornite siano accurate ed affidabili e basate su un'analisi approfondita» di tutte le informazioni disponibili, nonché «elaborate nell'esclusivo interesse dei propri clienti», e, dall'altro lato, che i consulenti di voto individuino e comunichino senza indugio ai clienti qualsiasi conflitto di interesse, anche solo potenziale, che possa influenzare la raccomandazione fornita (art. 3-*decies*, 1° comma, e 3° comma, testo 8 luglio 2015; cfr. art. 3i, testo 20 maggio 2016, che limita le prescrizioni organizzative alla sola comunicazione dei conflitti di interesse).

Quanto alla trasparenza, i consulenti di voto dovrebbero pubblicare annualmente, e conservare gratuitamente a disposizione del pubblico per i tre anni successivi, informazioni in sintesi relative a: modalità di formulazione delle raccomandazioni di voto (fonti di informazione utilizzate; rilievo assegnato alle condizioni di mercato e dell'emittente; modelli applicati; eventuale dialogo con le società oggetto di analisi); politiche di voto praticate per ciascun mercato; dimensione dell'attività (sia per risorse impiegate, sia per raccomandazioni annualmente fornite); politiche di prevenzione e gestione di potenziali conflitti di interesse (art. 3-*decies*, 2° comma, testo 8 luglio 2015; cfr. art. 3i, 2° comma, testo 20 maggio 2016,

<sup>4</sup> Art. 1, 2), lett. i, testo 8 luglio 2015. L'art. 1, 2), lett. i, testo 20 maggio 2016, propone una definizione più articolata, di *proxy advisors*, come le «persone giuridiche che esaminano, su base professionale, le informazioni societarie, e, ove rilevanti, altre informazioni relative alle società quotate, con la finalità di informare le decisioni di voto degli investitori fornendo ricerche, consigli, o raccomandazioni relative all'esercizio dei diritti di voto».

<sup>5</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde, Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, 17 [http://ec.europa.eu/internal\_market/company/docs/modern/com2011-164\_it.pdf].

<sup>6</sup> Gli esiti di tali lavori, che hanno incluso una consultazione nel 2012, a seguito di una prima indagine nel 2011, e di una serie di colloqui con gli operatori del settore, sono raccolti nel documento ESMA, *Final Report Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry*, 19 febbraio 2013 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf].

<sup>7</sup> *Best Practice Principles for Shareholder Voting Research*, 5 marzo 2014 [http://bppgrp.info/wp-content/uploads/2014/03/BPP-ShareholderVoting-Research-2014.pdf].

<sup>8</sup> ESMA, *Final Report Feedback*, (nt. 6).

che però elimina la necessità di indicare il numero delle raccomandazioni annualmente fornite).

Con tali disposizioni, se confermate, l'Unione Europea sarebbe la prima istituzione in Europa a disciplinare specificamente i consulenti di voto, che sono al più oggetto di previsioni non imperative in alcuni Stati membri<sup>9</sup>.

Negli Stati Uniti, invece, la figura dei consulenti di voto non è del tutto priva di un inquadramento normativo, ma i tentativi di disciplinarla specificamente sono rimasti parziali, per motivi forse solo in parte contingenti. Alcune indicazioni dagli Stati Uniti sulle ragioni della crescita del ruolo dei consulenti di voto, sugli aspetti critici di tale attività, sulla sua disciplina ed eventuale riforma appaiono utili per valutare la proposta dell'Unione Europea.

## 2. *Il ruolo dei consulenti di voto nel mercato statunitense.*

La figura del *proxy advisor* che, su abbonamento, esamina le proposte di deliberazione assembleari e suggerisce come votare ai soci di una società, non è recente nel mercato statunitense. Il consulente di voto più significativo per quota di mercato, noto con l'acronimo ISS (*Institutional Shareholder Services*), è attivo già dalla metà degli anni Ottanta del Novecento<sup>10</sup>. È tuttavia all'inizio degli anni duemila che, per le ragioni esposte innanzi (§§ 4-5), il ruolo dei consulenti di voto si è consolidato negli Stati Uniti, tanto da far scrivere alla stampa economica di «*racket* dei consulenti di voto»<sup>11</sup>. Il mondo accademico si è diviso fra sostenitori dell'effetto benefico di tali protagonisti<sup>12</sup>, detrattori più severi<sup>13</sup>, alla stregua

---

<sup>9</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document*, (nt. 1), 32, riporta le iniziative di Francia (AMF, *Agences de conseil en vote*, DOC-2011-06, 18 marzo 2011) e Regno Unito (FRC, *The UK Stewardship Code*, settembre 2012, ma in una prima versione già adottato nel 2010). Nel primo caso, si tratta di una raccomandazione dell'autorità di vigilanza; nel secondo di una serie di linee guida del *Financial Reporting Council*, che possono essere disapplicate se si motiva adeguatamente tale scelta. Quanto ai destinatari: nel caso francese, le indicazioni sono dirette ai consulenti di voto; nel caso inglese, principalmente agli investitori istituzionali, e in particolare ai gestori dei fondi, sebbene i principi vengano estesi anche ai consulenti di voto in quanto delegati allo svolgimento di attività di competenza dei primi (FRC, *The UK Stewardship Code*, (nt. 9), 2).

In Francia, la raccomandazione citata stabilisce quattro indirizzi per i consulenti di voto: pubblicare annualmente la politica prescelta sulle raccomandazioni di voto per l'anno successivo; dotarsi di risorse e capacità adeguate allo svolgimento dell'attività; coltivare il dialogo istituzionale con le società emittenti in anticipo rispetto allo svolgimento delle assemblee; gestire adeguatamente i conflitti di interessi, sia mediante l'adozione di un codice di condotta, sia dichiarando l'esistenza di legami con le società emittenti, gli azionisti e i promotori di proposte di deliberazione.

Nel Regno Unito, lo *UK Stewardship Code*, (nt. 9), Principio n. 6, 9 prescrive agli investitori istituzionali di rendere pubblico l'impiego di consulenti di voto, mediante l'indicazione dei fornitori del servizio, di modalità e termini della sua fornitura e del suo utilizzo da parte dell'investitore istituzionale.

<sup>10</sup> L'inizio dell'attività risale al 1985: v. GAO (*United States Government Accountability Office*), *Corporate Shareholder Meetings. Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, Giugno 2007, 7 [<http://www.gao.gov/new.items/d07765.pdf>].

<sup>11</sup> *The Proxy Advisory Racket*, in *The Wall Street Journal*, 20 agosto 2013; *Reforming the Proxy Advisory Racket*, in *The Wall Street Journal*, 22 luglio 2014.

<sup>12</sup> G.W. DENT, *A Defense of Proxy Advisors*, 2014 *Mich. St. L. Rev.* 1287 (2014).

<sup>13</sup> T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 384 (2009).

di quanto avvenuto con le agenzie di *rating*<sup>14</sup>, e osservatori più pacati. Questi ultimi, restii a riconoscere l'avvento di un nuovo 'uomo nero' del mercato finanziario, riconducono anche il servizio della consulenza di voto ai meccanismi, premiali o disciplinari, del mercato<sup>15</sup> o, almeno, ne sconsigliano la regolamentazione espressa<sup>16</sup>.

### 3. La natura oligopolistica dell'offerta.

La categoria dei consulenti di voto negli Stati Uniti conta meno di una decina di operatori<sup>17</sup>. Due di questi (il già ricordato ISS, nel Maryland<sup>18</sup>, e il più recente californiano<sup>19</sup> Glass Lewis & Co.<sup>20</sup>), attivi anche in Europa tramite società controllate<sup>21</sup>, detengono ben più della maggioranza del mercato<sup>22</sup>, costituito, dal lato della domanda, prevalentemente da investitori istituzionali<sup>23</sup>. Per tali si intendono (e il punto è rilevante anche ai fini delle proposte di modifica della Direttiva azionisti) soprattutto fondi pensione, fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione, fondi di contribuzione aziendale a favore dei dipendenti. La clientela annovererebbe anche consulenti di investimento e banche attive nella gestione di *trust*.

È quindi un'offerta oligopolistica, se non un duopolio, e non solo per il ristretto numero di operatori. L'attività di esame e analisi delle proposte di deliberazioni assembleari di un numero sufficiente di società da soddisfare la richiesta della clientela istituzionale, con portafogli azionari per natura diversificati, richiede investimenti di studio e ricerca che pos-

<sup>14</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, *How to Fix Our Broken Proxy Advisory System*, Mercatus Research, George Mason University, aprile 2013, 21.

<sup>15</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *Directors Elections and the Role of Proxy Advisors*, 82 *S. Cal. L. Rev.* 649 (2009); S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, 59 *Emory L.J.* 869 (2010).

<sup>16</sup> S. EDELMAN, *Proxy Advisory Firm: A Guide for Regulatory Reform*, 62 *Emory L.J.* 1369 (2013); A. ECKSTEIN, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation*, 40 *Del. J. Corp. L.* 77 (2015).

<sup>17</sup> Nel 2007 l'industria della consulenza del voto coincideva sostanzialmente con l'offerta di cinque società: ISS, dominante con poco meno di duemila clienti investitori istituzionali; seguito da Glass Lewis & Co.; Proxy Governance, Inc. (attiva dal 2004, v. GAO, (nt. 10), 8); Egan-Jones Proxy Services (attiva dal 2002, v. GAO, (nt. 10), 8); Marco Consulting Group (di più risalente costituzione, perché attiva dal 1988, ma con clientela per lo più ristretta ai c.d. Taft-Hartley Funds, ossia a fondi di contribuzione e previdenza per lavoratori costituiti da più datori di lavoro ai sensi dell'omonima disciplina laburistica: v. GAO, (nt. 10), 8). Per una descrizione dell'offerta, v. anche J. SLAGHT, *Whatever Happened to the Prudent Man? The Case for Limiting the Influence of Proxy Advisors through Fiduciary Duty Law*, 9 *Rutgers Bus. L. Rev.*, 1 (2012), 11 ss. Sulle linee guida dei *proxy advisors* statunitensi per le raccomandazioni di voto del 2016, A. BORSELLI, *Raccomandazioni di voto dei proxy advisors negli Stati Uniti: le novità per il 2016*, in *Riv. Soc.*, 2016, 216 ss.

<sup>18</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 871 s.

<sup>19</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, loc. ult. cit.

<sup>20</sup> La società, costituita nel 2003, fu acquistata nel 2007 da una società finanziaria cinese (Xinhua Finance Limited; v. ancora GAO, (nt. 10), 8; S. EDELMAN, (nt. 16), 1388) generando preoccupazioni di tipo 'nazionalista'. Attualmente, la società è partecipata da Ontario Teachers' Pension Plan Board (si veda <http://www.glasslewis.com/company-overview/>). Del rilievo di tale operatore, che insieme agli altri *proxy advisors*, contribuisce alla convergenza degli investitori istituzionali su politiche di voto comuni, o molto simili, dà conto per l'Italia M. STELLA RICHTER, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, Utet, 2010 (II ed.), 791 ss., 807.

<sup>21</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document*, (nt. 1), 32, nt.193.

<sup>22</sup> Circa il 97% del mercato: *Edward Knight: Raising the Curtain on Proxy Advisors*, *The Wall Street Journal*, 7 ottobre 2013.

<sup>23</sup> T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 399, precisa che ISS non offre servizi a investitori singoli.

sono costituire barriere all'entrata e generare anche "effetti di rete" così da rendere ancor più difficoltoso l'ingresso di nuovi concorrenti<sup>24</sup>. La limitata concorrenza tra consulenti di voto è una delle ragioni per cui parte della dottrina<sup>25</sup> ne auspica la regolamentazione.

#### 4. *La crescita dell'industria della consulenza di voto. I fattori di mercato.*

Le ragioni del diffondersi della consulenza al voto consistono in fattori di mercato, ma anche di natura regolamentare, ulteriormente stimolati dall'orientamento favorevole all'attivismo degli azionisti<sup>26</sup>.

La diffusione del servizio di consulenza al voto coincide con il rafforzarsi dell'attività degli investitori istituzionali<sup>27</sup>. Questi detengono portafogli di partecipazioni in numerose società e difficilmente sono in grado, se non a costi superiori ai benefici in rapporto alla percentuale di azioni detenute, di assumere in proprio decisioni di voto consapevoli e ponderate, con riguardo a un ampio numero di assemblee delle partecipate<sup>28</sup>. Di qui l'economia per tali investitori di affidarsi a un consulente per servizi che vanno dall'analisi degli argomenti all'ordine del giorno delle assemblee allo scrutinio delle proposte di deliberazione presentate, al suggerimento sulla posizione di voto (almeno in ipotesi) più conveniente per il cliente, fino (in taluni casi minoritari<sup>29</sup>) alla cura degli adempimenti preliminari alle operazioni di voto e, eventualmente, all'esercizio del voto per delega<sup>30</sup>.

La tipologia di servizi offerti individua anche gli estremi della possibile qualificazione normativa del consulente di voto nel contesto statunitense: da un lato, l'eventuale qualità di consulente di investimento, ai sensi delle norme federali dell'*Investment Adviser Act* del 1940; dall'altro lato, l'eventuale applicazione della regolamentazione federale in tema di *proxy solicitation*<sup>31</sup>. Peraltro, come si illustrerà appresso (§ 6), sono pochi i consulenti di voto che rientrano nell'applicazione piena dell'uno o dell'altro regime.

#### 5. (segue) *I fattori normativi.*

<sup>24</sup> T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 413; v. anche L. KLÖHN, P. SCHWARZ, *The Regulation of Proxy Advisors*, 7 giugno 2012, 3 ss. [<http://ssrn.com/abstract=2079799>].

<sup>25</sup> T. BELINFANTI, (nt. 13), 411 s.

<sup>26</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 872; S. EDELMAN, (nt. 16), 1370, secondo cui il ruolo dei *proxy advisors* è la conseguenza del rafforzamento del voto degli azionisti, propugnato dai fautori della necessità di tale attivismo, e la critica a tale ruolo è la risposta dell'orientamento tradizionale di diritto societario, avverso al maggior potere degli azionisti a detrimento degli amministratori, per mettere in luce la debolezza della teoria dell'attivismo degli azionisti.

<sup>27</sup> M. KAHAN, E. ROCK, *Embattled CEOs*, 88 *Tex. L. Rev.* 987 (2010), 1005.

<sup>28</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, 58 *J. Law & Econ.* 173 (2015), 176 s.; sui *proxy advisors* come tecnica di riduzione dei costi transattivi del gestore, M. MAUGERI, (nt. 3), 5 ss.; G. BALP, (nt. 3), 3; cfr., sul ruolo «metainformativo» dei consulenti di voto, A. MORINI, (nt. 3), 767 s.

<sup>29</sup> Secondo G.W. DENT, (nt. 12), 1307, solo il 20% dei clienti dei consulenti di voto affida a questi ultimi anche il compito di votare per proprio conto.

<sup>30</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 871.

<sup>31</sup> 15 U.S.C. § 78n, *Proxies*, vieta la sollecitazione di deleghe di voto relative a strumenti finanziari registrati (15 U.S.C. § 78l) se non nel rispetto delle norme stabilite dalla SEC (codificate al 17 C.F.R. 240.14A, *Solicitation of Proxy*).

Oltre ai fattori di mercato il ruolo crescente dei consulenti di voto è attribuito ad alcune disposizioni in tema di diritto del mercato finanziario e di diritto societario<sup>32</sup>.

Sono chiamati in causa<sup>33</sup> due interventi normativi della SEC del 2003, volti ad aumentare la trasparenza nell'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi comuni di investimento<sup>34</sup>, sulla scorta di una normativa precedente in tema di fondi pensione<sup>35</sup>, nonché da parte degli intermediari, delegati al voto dalla clientela, a propria volta istituzionale o meno. La conseguenza di tali interventi, secondo alcuni<sup>36</sup> indesiderata e non adeguatamente considerata, è stata l'espansione delle attività di consulenza di voto.

Con riguardo ai fondi comuni, la SEC ha imposto alle società di gestione dei fondi (*management investment company*) di pubblicare entro il 31 agosto di ogni anno una relazione sull'esercizio del voto nei dodici mesi precedenti (fino al 30 giugno)<sup>37</sup>.

Inoltre, nella documentazione periodica fornita<sup>38</sup> dai fondi la SEC prescrive la descrizione delle politiche e delle procedure predisposte dal fondo per decidere come votare con i propri strumenti finanziari, con particolare attenzione alle cautele per gestire eventuali conflitti di interesse. Il fondo deve altresì precisare se si avvale di un *investment adviser* o di

---

<sup>32</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 26, affermano che l'industria della consulenza di voto è figlia essenzialmente della regolamentazione, senza la quale non sarebbe esistita.

<sup>33</sup> T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 392; A. ECKSTEIN, (nt. 16), 92; D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, *Outsourcing*, (nt. 28), 176 s.

<sup>34</sup> Nell'intento della SEC tale disciplina di trasparenza avrebbe la funzione di rendere gli investitori nei fondi edotti tanto di eventuali conflitti di interessi in capo ai gestori, quanto di un eventuale atteggiamento passivo da parte di questi ultimi a favore degli amministratori delle società partecipate: sul punto, K.J. CREMERS, R. ROMANO, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, *Am Law Econ Rev* (2011) 13 (1): 220, che peraltro reputano fallimentare l'intervento normativo rispetto alle finalità individuate, perché non solo l'appoggio solitamente prestato dai fondi agli amministratori delle società partecipate dal fondo stesso non è diminuito, ma in taluni casi è addirittura aumentato.

<sup>35</sup> Con riguardo ai fondi pensione (soggetti all'*Employee Retirement Income Security Act* "ERISA", del 1974), una precedente comunicazione del Ministero del lavoro, nota come Avon Letter, aveva già stabilito nel 1988 che il soggetto (ad esempio, sindacato o società di gestione) che si occupa della gestione del fondo deve votare con gli strumenti finanziari di quest'ultimo sulla base di un'analisi accurata, in mancanza della quale si assiste alla violazione di un dovere fiduciario: v. A. ECKSTEIN, (nt. 16), 92. Nel luglio 1994, il Ministero del lavoro ha emanato un documento interpretativo (poi codificato in 29 CFR 2509.94-2) delle sezioni 402-404 dell'ERISA (29 U.S.C. § 1102-1104), che qualifica l'esercizio del voto delle azioni incluse in un fondo pensione come parte dei doveri fiduciari del gestore, che deve mantenere anche un registro dei voti esercitati e assume la responsabilità esclusiva per l'esercizio del voto espresso: T. W. BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, 32 *Iowa J. Corp. L.* 681 (2007), 692; J.C. COFFEE, 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, i quali però segnalano come sia per lo meno discutibile che tali disposizioni e documenti interpretativi determinino un vero obbligo all'esercizio del diritto di voto.

<sup>36</sup> T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 392 s., ove anche il riferimento a L.A. STOUT, *Why Should ISS Be The New Master Of The Corporate Governance Universe?*, *Corporate Governance (Dow Jones Financial Information Services, New York, N.Y.)*, 2006, 14.

<sup>37</sup> 17 CFR 270, 30b1-4, *Report of proxy voting record*. A tali fini le società si avvalgono di un apposito modulo ("Form N-PX").

<sup>38</sup> Una serie di moduli, collettivamente definiti *Statement of Additional Information*: "Form N-1a" (richiesto da 17 CFR 239, 15A e 274.11A), "Form N-2" (richiesto da 17 CFR 239, 14 e 274.11a-1), "Form N-3" (richiesto da 17 CFR 239, 17A e 274, 11b), tutti relativi ai fondi aperti (*mutual funds*); nonché il "Form N-CSR" (richiesto da 17 CFR 249, 331 e 274, 128) relativo ai fondi chiusi (*closed-end funds*).



una parte terza per stabilire come votare<sup>39</sup> e deve informare della possibilità di ottenere la documentazione relativa all'avvenuto esercizio del diritto di voto nell'ultimo anno senza costi, tra l'altro sul sito *internet* del fondo e della SEC.

Con riguardo all'esercizio del voto per delega da parte di un intermediario<sup>40</sup> la SEC ha precisato<sup>41</sup> che i consulenti di investimento (*investment advisers*), delegati al voto dai loro clienti, sono autorizzati a esercitare tale potere solo se dotati di politiche e procedure scritte (descritte al cliente e su richiesta fornite in copia), che precisino come sono gestiti eventuali conflitti di interesse e assicurino che il voto sia espresso nel miglior interesse del cliente. Inoltre, il cliente deve essere reso edotto su come ottenere informazioni con riguardo all'esercizio del voto rispetto ai propri strumenti finanziari<sup>42</sup>. In assenza di tali adempimenti organizzativi e informativi, l'esercizio del voto delegato da parte dell'intermediario costituisce una pratica fraudolenta, sviante o manipolatoria vietata<sup>43</sup>.

Tali interventi promuovono il ricorso ai consulenti di voto per predisporre le politiche e le procedure di voto richieste dalla legge. Ma l'impatto è stato ulteriormente amplificato, perché è prevalsa l'interpretazione secondo cui sussisterebbe, anche alla luce delle norme richiamate, un obbligo da parte dei gestori di votare con le azioni del fondo<sup>44</sup>. Solo di recente la SEC ha precisato che gli intermediari finanziari non sono sempre obbligati a votare su ogni questione<sup>45</sup>.

Un impulso ancor più significativo al ruolo dei *proxy advisors* è scaturito dall'interpretazione di tali disposizioni data dalla SEC. Essa ha finito per rendere il ricorso al consulente di voto un criterio di deresponsabilizzazione del gestore del fondo o dell'intermediario delegato al voto.

La Commissione ha affermato che per dimostrare di avere accuratamente gestito eventuali conflitti di interesse nell'esercizio del voto l'intermediario può dare prova di avere seguito un meccanismo "informazione-consenso" del cliente, ovvero di aver adottato politiche di voto che lascino ben poca discrezionalità al delegato, o, ancora, di aver seguito «una politica di voto predeterminata, per la cui formulazione si è avvalso delle raccomandazioni

---

<sup>39</sup> "Form N-1a", punto 13.

<sup>40</sup> Di per sé, l'investitore istituzionale potrebbe non affidarsi a un *proxy advisor*, ma invece delegare il proprio voto ad un altro soggetto, appunto un intermediario, il quale a propria volta si avvale di un consulente di voto per stabilire come esercitare le deleghe ricevute: SEC, *Concept release on the U.S. Proxy System*, 14 luglio 2010, 25 [<https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>]. Pertanto, tra la clientela dei *proxy advisors* potrebbero esserci *investment advisers* delegati al voto da investitori istituzionali.

<sup>41</sup> Il potere regolamentare discende dalla sec. 206(4) *Investment Adviser Act*, che rimette alla SEC di stabilire disposizioni volte ad evitare che nello svolgimento della propria attività un *investment adviser* metta in atto pratiche fraudolente, decettive o manipolative.

<sup>42</sup> 17 CFR 275, 206(4)-6, *Proxy Voting*, con l'obbligazione di tenere copia della relativa documentazione (17 CFR 275, 204-2(a)(17)(i) e 204-2(c)(2)(i)).

<sup>43</sup> Ai sensi della sec. 206 (4) *Investment Adviser Act*.

<sup>44</sup> J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35),18, i quali segnalano come la portata precettiva di tali norme sia dibattuta, sebbene l'impatto concreto sugli investitori istituzionali sia stato quello di un richiamo all'esercizio del voto.

<sup>45</sup> 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 [<https://www.sec.gov/interps/legal/cfs1b20.htm>], domanda e risposta n. 2.

di una terza parte indipendente»<sup>46</sup>. In altri termini, l'*investment adviser* che si affidi a un consulente di voto per stabilire come votare per conto dei clienti si libera dal rischio che gli venga contestato un esercizio del voto in conflitto di interesse.

Il ricorso al consulente di voto come prova liberatoria da eventuali conflitti di interesse nel voto dell'intermediario è stato ancor più esplicitamente dichiarato dalla SEC in due pareri rilasciati nel 2004 a due consulenti di voto<sup>47</sup>. La SEC ha affermato espressamente che la raccomandazione di voto di un terzo soggetto (diverso dal delegante e dal delegato), purché indipendente, «può depurare il voto dal conflitto di interesse» del delegato<sup>48</sup>. A ben vedere, l'obbligazione dell'*investment adviser* nei confronti del cliente, che la Corte Suprema ha qualificato di natura fiduciaria<sup>49</sup>, passa dal dover votare (in proprio o per delega) in assenza di conflitti di interesse al dover accertare che il consulente di voto sia indipendente. Così, in una sorta di rincorsa all'adozione di appropriate misure organizzative, l'intermediario deve dotarsi di politiche e procedure di voto nell'interesse del cliente scevre da conflitti di interesse. Per farlo può rivolgersi a un consulente di voto, a condizione però che si doti di procedure per verificare l'assenza di conflitti di interesse in capo a tale consulente.

Un altro impulso regolamentare è la modifica delle disposizioni del NYSE<sup>50</sup> (approvata nel 2009 dalla SEC ed efficace dal 2010<sup>51</sup>), per effetto del quale la nomina degli amministratori, in assenza di candidati avversari degli amministratori uscenti (c.d. *uncontested elections*), è divenuta una materia «non di routine». Poiché sulle materie non di routine i *broker* (membri del NYSE<sup>52</sup>) non possono esercitare il voto per delega con le azioni dei propri

---

<sup>46</sup> SEC, *Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers* [Release No. IA-2106; File NO. S7-38-02], gennaio 2003 [https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm].

<sup>47</sup> La prima comunicazione (SEC, *Investment Advisers Act of 1940 – Rule 206(4)-6 Egan Jones Proxy Services*, 27 maggio 2004) risponde a una richiesta di Egan Jones Proxy Services [https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/egan052704.htm]; la seconda a una richiesta di ISS (SEC, *Investment Advisers Act of 1940 – Rule 206(4)-6 Institutional Shareholder Services, Inc.*, 15 settembre 2004, [https://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/iss091504.htm]).

<sup>48</sup> SEC, *Investment Advisers Act of 1940 – Rule 206(4)-6 Egan Jones Proxy Services*, (nt. 47).

<sup>49</sup> *SEC v. Capital Gain Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

<sup>50</sup> NEW YORK STOCK EXCHANGE, *Rule 452*: il *broker* può votare senza istruzioni specifiche dal cliente se il materiale relativo all'assemblea e alla delega è stato messo a disposizione del cliente, questi non ha fornito indicazioni nel termine comunicato, e il *broker*, intenzionato ad esercitare il voto, «non ha notizia di alcuna battaglia con riguardo alle azioni da intraprendere all'assemblea». Quest'ultimo requisito è chiarito tramite un elenco di deliberazioni, che non possono essere votate in assenza di istruzioni del cliente, tra queste, ora (n. 19, para. 10) anche la nomina degli amministratori.

Nel frattempo, a luglio 2010, il *Dodd Frank Act* (sec. 957 che modifica la sec. 6b del *Securities Exchange Act*) ha prescritto ai mercati regolamentati di proibire ai *broker* di votare con gli strumenti finanziari dei clienti in assenza di istruzioni in caso di deliberazioni di nomina degli amministratori (oltre che di remunerazione degli amministratori delegati e di ogni altra materia significativa), ma ha fatto espressamente salva (pertanto ammettendo il voto in assenza di istruzioni) la nomina di amministratori in assenza di avversari. Tuttavia, la norma consente ai mercati di vietare il voto dei *broker* senza istruzioni della clientela anche in casi diversi da quelli elencati.

<sup>51</sup> M. KAHAN, E. ROCK, *Embattled CEOs*, (nt. 27), 1015 s.

<sup>52</sup> La disposizione vale per ogni *broker* che sia membro del NYSE, con riguardo alle azioni dei propri clienti, a prescindere dalla circostanza che la società emittente sia quotata sullo stesso o su altro mercato: M. VENTURUZZO ET AL., *Comparative Corporate Law*, St. Paul, Mn, 2015, 256.

clienti senza specifiche istruzioni di voto, è fisiologico attendersi che il bacino di consensi per la conferma degli amministratori uscenti non sia più costituito in percentuale significativa dai *broker*. Ne deriva un aumento del peso relativo del voto degli investitori istituzionali, che più si rivolgono ai consulenti di voto, la cui influenza viene quindi rafforzata<sup>53</sup>.

Sul fronte del diritto societario l'impulso al ruolo dei consulenti di voto appare invece una conseguenza della sollecitazione all'attivismo degli azionisti: più gli azionisti sono chiamati a votare, più i consulenti di voto hanno campo per offrire i propri servizi e esercitare la propria influenza.

L'esempio più significativo<sup>54</sup> è l'introduzione del voto consultivo in tema di politiche di remunerazione degli amministratori richiesto, di solito annualmente<sup>55</sup>, all'assemblea delle società quotate che superino determinate soglie di flottante (il c.d. *say-on-pay* introdotto dal *Dodd Frank Act*<sup>56</sup>). Il *say-on-pay* costituisce una materia di rilievo rispetto alla quale gli investitori istituzionali sono chiamati a prendere posizione e conseguentemente i *proxy advisors* a fornire la propria consulenza, peraltro in tali casi particolarmente necessaria considerato il complesso contenuto tecnico dei piani di remunerazione<sup>57</sup>.

Un diverso stimolo al ricorso ai consulenti di voto viene dal recente abbandono del sistema di nomina degli amministratori di tipo 'pluralistico' (c.d. *plurality vote*) – che nel Delaware<sup>58</sup> e nel *Model Business Corporation Act*<sup>59</sup> è ancora la regola di applicazione automatica – a favore di un sistema di nomina schiettamente maggioritario (c.d. *majority vote*)<sup>60</sup>. Nel primo caso, un candidato può essere nominato amministratore anche con un solo voto a favore, mentre astensioni e voti contrari sono insignificanti. Con il sistema maggioritario, invece, l'amministratore viene eletto solo se ha ottenuto il voto favorevole della maggioranza delle azioni presenti o rappresentate in assemblea, e i voti contrari e, a seconda di come viene risolta la questione nello statuto, le astensioni, possono precludere la nomina del consigliere.

<sup>53</sup> J.E. BETHEL, S. GILLIAN, *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, University of Delaware Working Paper No. 2002-002, Newark, Del., 2002, <http://papers.ssrn.com>; S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 874; J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 27.

<sup>54</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 871 s.

<sup>55</sup> La frequenza è di uno, due o tre anni a seconda di quanto stabilito con una deliberazione assembleare da assumere ogni sei anni.

<sup>56</sup> Sec. 951, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010), che inserisce nel *Securities Exchange Act* del 1934 la sec. 14A (15 U.S.C. § 78n), poi attuata da 17 C.F.R. 240.14a-21.

<sup>57</sup> Per un esame delle posizioni assunte dai consulenti di voto sulle politiche di remunerazione: per l'Italia, M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement*, Quaderni di Finanza, Consob, n. 81, aprile 2015, 11 ss.; per gli Stati Uniti, Y. ERTIMUR, F. FERRI, D. OESCH, *Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay*, 2 agosto 2013, [<http://ssrn.com/abstract=2019239>]; D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, B. TAYAN, *The Influence of Proxy Advisory Firm Voting Recommendations on Say-on-Pay and Executive Compensation Decisions*, *Director Notes*, marzo 2012.

<sup>58</sup> § 216 Del C.: *In the absence of such specification in the certificate of incorporation or bylaws of the corporation ... (3) 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.*

<sup>59</sup> § 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.*

<sup>60</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 873; S. EDELMAN, (nt. 16), 1373; J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 28.

Il meccanismo maggioritario comporta la necessità di un maggior coinvolgimento da parte degli azionisti, e quindi, indirettamente, più spazio per i consulenti di voto.

Un ulteriore rafforzamento del ruolo dei consulenti di voto viene dall'opzione, oramai quasi prevalente<sup>61</sup>, in favore di consigli di amministrazione rinnovati annualmente per intero, in luogo dei consigli di amministrazione, c.d. *classified* o *staggered*, nei quali ogni anno viene rinnovata solo parte dell'organo<sup>62</sup>. L'abbandono dello *staggered board* viene salutato quale scelta di buon governo societario perché favorisce la contendibilità della società<sup>63</sup>, laddove il rinnovo periodico parziale costituisce una tipica *poison pill*, ma tale passaggio è in parte da attribuirsi<sup>64</sup> all'attivismo dei consulenti di voto, che, si potrebbe sospettare, in questo modo si procaccerebbero un'altra occasione di offerta di servizi.

In conclusione, se la congiuntura economica che ha rafforzato il risparmio gestito e i richiamati interventi normativi in tema di esercizio del voto da parte dei fondi comuni e degli intermediari hanno creato le condizioni per il fiorire dell'industria dei consulenti di voto, quest'ultima avrebbe trovato ulteriore linfa vitale nella filosofia dell'attivismo degli azionisti. I consulenti di voto offrono terreno di scontro tra i fautori dell'attivismo degli azionisti<sup>65</sup> e i campioni del diritto societario americano in senso tradizionale<sup>66</sup>. Questi ultimi, restii ad ampliare il ruolo degli azionisti ai danni del potere del consiglio di amministrazione, osteggiano i fautori di tale ampliamento per il timore che si finisca per consegnare il potere nelle mani non degli azionisti, bensì delle imprese di consulenza di voto<sup>67</sup>, a cui si imputa di decidere come votare senza avere partecipazioni nelle imprese in cui si vota<sup>68</sup>. Altri affermano all'opposto che tra l'autocrazia del consiglio di amministrazione e l'influenza dei consulenti di voto, la seconda opzione sarebbe sebbene imperfetta preferibile<sup>69</sup>.

<sup>61</sup> J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 18, riferiscono che, nel 2013, solo sessanta società dell'indice S&P500 hanno ancora uno *staggered board* contro le trecento del 2000.

<sup>62</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, (nt. 15), 873; S. EDELMAN, (nt. 16), 1373.

<sup>63</sup> J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 18, attribuiscono il successo nella progressiva eliminazione degli *staggered board* alla campagna lanciata dal prof. L.A. Bebchuk e dal centro *Harvard Law School Shareholder Right Project*, le cui iniziative hanno determinato numerose polemiche (su cui A. GUACCERO, *Verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, relazione al Convegno "Principio capitalistico. Quo vadis?", Associazione Gian Franco Campobasso, Pescara 5-6 giugno 2015, mimeo, 5, nt. 14).

<sup>64</sup> P. ROSE, *On the Role and Regulation of Proxy Advisors*, 109 *Mich. L. Rev. First Impressions* 62 (2011), 62; J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 18.

<sup>65</sup> B.S. BLACK, *The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence*, 38 *UCLA L. Rev.* 871, 895 (1992); L.A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005).

<sup>66</sup> L.E. STRINE JR., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Lucian's Solutions for Improving Corporate America*, 119 *Harv. L. Rev.* 1759, 1765, 2006, in risposta a L.A. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 833, 2005. Nel senso che il rafforzamento dei *proxy advisors* contribuisce a ridefinire il modello di governo societario americano nella sua tradizionale impostazione «board-centric», M. LIP-TON, *Some Thoughts for Boards of Directors*, in 2008, *Briefly*, gennaio 2008, 1.

<sup>67</sup> L.E. STRINE, (nt. 66); T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 394.

<sup>68</sup> Secondo T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 388, con i consulenti di voto si realizza un altro caso di scissione tra potere di decidere e conseguenze della decisione assunta in una versione aggiornata, moderna e più complessa dei noti problemi di *agency*, che non sarebbero più limitati alla versione di Berle e Means della scissione tra proprietà e controllo. Per quanto suggestiva la ricostruzione non appare pienamente convincente, perché nel caso dei consulenti di voto, per quanto con qualche costo aggiuntivo, la delega di potere appare rinunciabile in ogni momento.

<sup>69</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1306.

6. *I limiti dell'attuale inquadramento normativo dei proxy advisors negli Stati Uniti.*

La figura del consulente di voto non è priva di qualificazioni normative, per di più di rango federale. Essa rientra sia nella definizione di soggetto che svolge una sollecitazione di deleghe, sia nella definizione di *investment adviser*. Senonché, nella maggior parte dei casi, i singoli consulenti di voto godono di un'esenzione parziale dalle relative discipline.

Nel contesto statunitense la consulenza al voto è inclusa nella nozione di sollecitazione delle deleghe di voto: costituisce sollecitazione anche una raccomandazione che abbia ragionevolmente l'effetto di provocare l'affidamento, la revoca o la sospensione di una delega di voto<sup>70</sup>. Ne discenderebbe l'applicazione delle relative norme federali per la raccolta delle deleghe, che constano sia di un regime di registrazione e informazione<sup>71</sup>, sia del divieto di dichiarazioni false o decettive nello svolgimento della sollecitazione<sup>72</sup>.

Tuttavia il consulente di voto va esente almeno dal primo gruppo di norme<sup>73</sup> se: la consulenza è fornita nel corso della propria attività ordinaria di impresa; è remunerata esclusivamente da chi la riceve e non da terzi; non è offerta per conto di un soggetto che abbia lanciato una sollecitazione di deleghe; è 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<sup>74</sup>. Si applica comunque il divieto di comportamenti mendaci, fraudolenti o decettivi, che vale per i consulenti di voto anche se esonerati dal resto della disciplina federale in tema di sollecitazione di deleghe<sup>75</sup>.

---

<sup>70</sup> 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». La SEC ha affermato che la consulenza di voto costituisce una sollecitazione, soggetta in linea di principio alle norme federali, salvo che non ricorrano una o più delle esenzioni previste da 17 CFR 240.14a-2: SEC, *Concept release*, (nt. 40), 108 (che richiama anche il precedente SEC, *Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*, Release No. 34-16104, 13 agosto 1979); 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 [<https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>].

<sup>71</sup> 15 U.C.C. § 78n, *Proxies*.

<sup>72</sup> 17 CFR 240.14a-9 (c.d. Rule 14a-9, *False or misleading statements*).

<sup>73</sup> SEC, *Concept release*, (nt. 40), 1081 s.

<sup>74</sup> 17 C.F.R. 240.14a-2(b)(3) (c.d. Rule 14a-2(b)(3)): «(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 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)».

<sup>75</sup> 17 C.F.R. 240.14a-9, che non è esclusa dall'esenzione altrimenti prevista da 17 C.F.R. 240.14a-2(b)(3) ai sensi di quanto esposto nel testo e nella nota precedente.

Similmente, i consulenti di voto rientrano anche nella qualificazione di *investment adviser*, dalla quale discendono obblighi federali di registrazione<sup>76</sup>, trasparenza e organizzazione dell'attività<sup>77</sup>, nonché divieti di iniziative fraudolente o decettive<sup>78</sup>, e, più in generale, obblighi fiduciari nei confronti della clientela<sup>79</sup>.

È *investment adviser* ogni 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»<sup>80</sup>. Poiché la consulenza di voto è resa in favore di clienti interessati al valore degli strumenti finanziari la qualificazione di *investment adviser* non è controversa<sup>81</sup>.

Tuttavia se, come è frequente, il consulente di voto non gestisce beni di clienti per un valore superiore ai venticinque milioni di dollari, non deve procedere alla registrazione federale come *investment adviser*. Tale registrazione gli è anzi vietata a livello federale<sup>82</sup>, a meno che il soggetto non rientri in un altro gruppo di casi stabiliti dalla SEC<sup>83</sup>, in cui la registrazione federale gli sarebbe consentita. Così, per esempio, possono registrarsi a livello federale i consulenti di voto che abbiano tra i propri clienti fondi pensione che gestiscono beni oltre determinate soglie. Sono tuttavia pochi i consulenti di voto che si registrano come *investment adviser* a livello federale<sup>84</sup>. È significativo però che il maggiore tra essi, ISS, sia registrato come tale.

In sintesi, il fatto che un consulente di voto rientri tanto nella definizione di soggetto che realizza una sollecitazione di deleghe di voto, quanto nella definizione di *investment adviser*, si risolve nella maggior parte dei casi nell'applicazione, in ragione dell'una<sup>85</sup> o dell'altra<sup>86</sup> qualificazione, del solo divieto federale di rendere la consulenza di voto in modo fraudolento o decettivo, senza obblighi di registrazione per svolgere l'attività e con modesti 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.

<sup>76</sup> 15 U.S.C. § 80b-3(a).

<sup>77</sup> 17 C.F.R. 275.203-1; 275.204-1(c); 275.204-2; 275.206(4)-7(c); 15 U.S.C. § 80b-4a: SEC, *Concept release*, (nt. 40), 113 s.

<sup>78</sup> 15 U.S.C. § 80b-6 (sec. 206 *Investment Adviser Act* del 1940). Peraltro la norma antifrode si applica a tutti gli *investment advisers* a prescindere dal fatto che siano anche registrati come tali: SEC, *Concept release*, (nt. 40), 110.

<sup>79</sup> Oltre alla già citata, *SEC v. Capital Gain Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963), v. anche *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979).

<sup>80</sup> 15 U.S.C. § 80b-2(a)11 (sec. 202.11 *Investment Adviser Act* del 1940).

<sup>81</sup> SEC, *Concept release*, (nt. 40), 109 s.

<sup>82</sup> 15 U.S.C. § 80b-3a(a) (sec. 203A, *Investment Adviser Act* del 1940). La soglia definisce la divisione fra competenze federali e statali. Cionondimeno, la SEC può consentire la registrazione federale a un *investment adviser* cui sarebbe altrimenti preclusa qualora tale preclusione sia ingiusta, o costituisca un aggravio al commercio tra stati, o sia altrimenti incongruente con le finalità della disciplina (15 U.S.C. § 80b-3a-(c)): v. il caso citato alla nt. seguente.

<sup>83</sup> 17 C.F.R. 275.203A-2, *Exemptions from prohibition on Commission registration*.

<sup>84</sup> Nel 2007, solo tre consulenti di voto (ISS, Proxy Governance, e Marco Consulting) erano registrati come *investment advisers*, mentre non lo erano Glass Lewis e Egan Jones: GAO, (nt. 10),12. Nel 2012, il numero sembrerebbe sceso a due (ISS e Marco Consulting): CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS, *Consultation Paper 25-401: Potential Regulation of Proxy Advisory Firms*, 21 giugno 2012, 35 OSCB 5681, 5687.

<sup>85</sup> 17 CFR 240.14a-9 *False or misleading statements*.

<sup>86</sup> 15 U.S.C. § 80b-6 (sec. 206 *Investment Adviser Act* del 1940).

Nel contesto europeo né l'una né l'altra qualificazione sarebbe invece prospettabile. Entrambe le nozioni di sollecitazione delle deleghe e di consulenza in materia di investimenti hanno contenuto più ristretto. La sollecitazione consiste nella «richiesta di conferimento di deleghe di voto» su specifiche proposte (art. 136, lett. c, t.u.f.). Salvi i casi in cui al consulente sia anche conferita la delega di voto, si prescinde dall'applicazione della relativa disciplina. La nozione di consulenza in materia di investimenti è più ampia, ma anche in questo caso non idonea a includere la consulenza di voto. L'una e l'altra consulenza consistono nella prestazione di un consiglio di natura personalizzata, ma il tratto qualificante della consulenza in materia di investimenti è dato dal suo oggetto, che riguarda espressamente «una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario» (art. 1, comma 5-*septies*, t.u.f., in attuazione dell'art. 4, 1° comma, n. 4, Direttiva n. 2004/39), per tali intendendosi operazioni che consistono nella vendita o nell'acquisto di strumenti finanziari o l'esercizio di diritti che ne comportino vendita o acquisto<sup>87</sup>.

La diversa impostazione non implica però che i consulenti di voto vadano esenti in Europa dal divieto di frode nell'attività resa: nei confronti degli investitori istituzionali loro clienti, ciò è implicito nel principio di adempimento diligente delle obbligazioni contrattuali assunte; nei confronti del mercato, è assicurato almeno nei termini della normativa contro la manipolazione del mercato<sup>88</sup> e più in generale penalistica.

#### 7. *La querelle sull'effettiva influenza dei proxy advisors.*

Sulla base di tale contesto normativo, il ricordato sviluppo dell'industria dei *proxy advisors* ha stimolato studi empirici che ne hanno misurato l'influenza, in termini di capacità sia di determinare larghe percentuali di voto nelle assemblee, sia di costringere i consigli di amministrazione a rivedere le proprie scelte in vista delle raccomandazioni che i *proxy advisors* potrebbero esprimere.

Con misurazioni diverse e con dati numerici non sempre coincidenti, tali contributi convengono<sup>89</sup> almeno che: i consulenti di voto coinvolgono quote significative delle compagnie sociali delle società quotate; in caso di dissenso dei consulenti di voto su una proposta dell'organo amministrativo, la società può aspettarsi – ma il punto non è pacifico<sup>90</sup> – almeno una riduzione (tra il 13% e il 20%) dei voti a favore di tale proposta<sup>91</sup>, se non circa un 20% di voti contrari<sup>92</sup>; nelle società partecipate da investitori con forte diversificazione

---

<sup>87</sup> V. art. 52, Direttiva 2006/73/CE che fornisce la definizione di consulenza in materia di investimenti ai sensi dell'art. 4, 1.4, Direttiva 2004/39/CE, nonché sulla base delle citate disposizioni europee per l'interpretazione della norma italiana, A. ATRIGNA, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, tomo I, 67.

<sup>88</sup> Reg. UE n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014.

<sup>89</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 11 ss.

<sup>90</sup> S. EDELMAN, (nt. 16), 1389.

<sup>91</sup> J.E. BETHEL, S. GILLIAN, *The Impact of the Institutional*, (nt. 53), 25.

<sup>92</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, 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, <http://papers.ssrn.com>.

dei portafogli, più inclini ad affidarsi ai consulenti di voto<sup>93</sup>, l'influenza di questi ultimi è ancor più significativa<sup>94</sup>; le deliberazioni sulla remunerazione degli amministratori sono più di altre determinate dalle posizioni dei consulenti di voto<sup>95</sup>. Altri concludono più nettamente, senza l'ausilio di dati empirici, che una raccomandazione favorevole di voto da parte di ISS è spesso indispensabile per vincere<sup>96</sup>.

Un'autorevole dottrina<sup>97</sup> ha però messo in discussione tali studi, ai quali contesta di confondere la mera correlazione fra consulenza di voto e risultati delle assemblee con la determinazione causale di tali risultati. Secondo questa tesi, i consulenti influenzano gli esiti del voto<sup>98</sup>, ma non ne sono l'esclusiva causa efficiente<sup>99</sup>. In particolare i consulenti di voto formulano le proprie raccomandazioni sulla base degli stessi fattori che sarebbero comunque presi in considerazione dagli azionisti e dal mercato<sup>100</sup>. La loro consulenza non sarebbe quindi determinante<sup>101</sup>. In ogni caso non vi sarebbe nulla da temere nel potere dei *proxy advisors* fintanto che essi fondano la propria consulenza su elementi e criteri essenziali per i loro clienti<sup>102</sup>.

Ancor più complesso è verificare se l'influenza dei consulenti di voto sia o meno benefica per le società. Alcuni studi<sup>103</sup> hanno rilevato una riduzione di valore delle azioni in casi in cui gli investitori istituzionali hanno votato secondo le raccomandazioni dei consulenti di voto; altri all'opposto segnalano<sup>104</sup> un incremento del valore delle azioni nei casi in cui ISS esprime raccomandazioni di voto contrarie alla posizione del consiglio di amministrazione della società.

---

<sup>93</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting*, (nt. 28), 183, si tratta di investitori definiti «quasi-indexers», con forte diversificazione dei portafogli ma scarso *turnover* degli stessi ovvero di investitori definiti «transient institutions», con forte diversificazione e alto *turnover* dei portafogli e politiche di investimento di breve termine.

<sup>94</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, (nt. 92).

<sup>95</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, B. TAYAN, *The Influence of Proxy Advisory*, (nt. 57), *passim*.

<sup>96</sup> T.W. BRIGGS, (nt. 35), 693; v. anche il rilievo sull'influenza dei *proxy advisors* svolto dalle corti del Delaware in *Yucapia American Alliance Fund II v. Riggio*, 1 A.3d 310 (Del. Ch. 2010), 357.

<sup>97</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 878.

<sup>98</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 887, segnalano che, 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.

<sup>99</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 882.

<sup>100</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *Directors Elections*, (nt. 15), *passim*.

<sup>101</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 881.

<sup>102</sup> S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, *The Power*, (nt. 15), 884; v. anche J.C. COFFEE, D. PALIA, (nt. 35), 22, i quali attribuiscono il persistente dominio di ISS e Glass Lewis alla soddisfazione della clientela; nello stesso senso, già G.W. DENT, (nt. 12), 1320.

<sup>103</sup> D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, *Outsourcing Shareholder Voting*, (nt. 28), 176 s.

<sup>104</sup> C.R. ALEXANDER ET AL., *The Role of Advisory Services in Proxy Voting*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 15143, luglio 2009.



Al di là di tali dati empirici, vanno poste in luce, da un lato, le criticità che possono mettere a repentaglio la qualità del servizio reso dai consulenti di voto e, dall'altro lato, l'individuazione di possibili correttivi.

Sul fronte delle criticità<sup>105</sup>, si sottolineano i vincoli di risorse nell'offerta della consulenza di voto. I due consulenti più rilevanti vantano diverse migliaia di clienti cui suggeriscono come votare su decine di migliaia di deliberazioni assembleari, per lo più concentrate nella stagione primaverile<sup>106</sup>, il tutto affidato a qualche centinaio di dipendenti.

A causa di tali vincoli strutturali, i consulenti di voto non sarebbero in grado di formulare raccomandazioni di voto specifiche. Essi offrirebbero raccomandazioni di voto "a taglia unica", senza valorizzare le specificità delle singole società in cui si deve votare<sup>107</sup>, oppure utilizzerebbero automatismi, quali apposite "check list", che, ad esempio, suggeriscono di votare contro la conferma di un amministratore il quale abbia rifiutato di dare corso a una proposta degli azionisti nell'anno precedente. A riprova della scarsa lungimiranza dei consulenti di voto viene ricordato come alcuni consulenti avessero sconsigliato la conferma di Warren Buffett nell'*audit-committee* di Coca Cola<sup>108</sup>, consiglio ignorato dal mercato. In senso opposto, altri ricorda<sup>109</sup> che ISS ha contribuito a far desistere Carl Icahn dalla sua campagna per costringere Apple a un enorme piano di riacquisto di azioni proprie, che avrebbe indebolito la società.

Alcuni studi hanno censurato<sup>110</sup> sia l'opacità delle informazioni fornite dai *proxy advisors* sulle metodologie seguite per formulare le loro raccomandazioni finali, spesso coperte da diritti di autore sui *software* utilizzati, sia la correttezza di tali metodologie.

L'operato dei *proxy advisors* è inoltre criticato<sup>111</sup> perché le raccomandazioni di voto vengono rese note con scarso anticipo rispetto alle assemblee, con l'effetto che la società non è in condizione di obiettare o di fornire chiarimenti.

Soprattutto, ai *proxy advisors* viene contestato di essere afflitti a propria volta da conflitti di interessi, di almeno due generi.

Il primo ordine di conflitti concerne il più importante dei consulenti, ISS, che offre sia servizi di consulenza di voto a favore degli investitori, sia servizi di consulenza a favore

---

<sup>105</sup> Per un esame approfondito di tali criticità tenuto conto sia del contesto statunitense sia del contesto europeo, G. BALP, (nt. 3) 5 ss.; H. FLEISCHER, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichträte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in ZGR, 2011, 155 ss., 170 s.

<sup>106</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 7.

<sup>107</sup> *Contra* S. EDELMAN, (nt. 16), 1391; G.W. DENT, (nt. 12), 1316, i quali rilevano invece che sia ISS sia Glass Lewis, a dispetto da quanto affermato dalla SEC (*Concept release*, (nt. 40), 119), offrono ai clienti opzioni di voto flessibili.

<sup>108</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 18 s.

<sup>109</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1321; M.J. DE LA MERCED, *Icahn Ends Call for Apple Stock Buyback*, *NY Times*, 10 febbraio 2014.

<sup>110</sup> A. ECKSTEIN, (nt. 16), 95; D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, B. TAYAN, *And Then A Miracle Happens!: How Do Proxy Advisory Firms Develop Their Voting Recommendations*, *Stanford Closer Look Series*, 2013, 1 ss., 2 s.

<sup>111</sup> A. ECKSTEIN, (nt. 16), 95.

degli emittenti sulle politiche di governo societario<sup>112</sup>. Si determina così una situazione nella quale è per lo meno possibile che il consulente di voto suggerisca di sostenere le proposte di deliberazione che più interessano alla società emittente, così da ottenere o conservare il contratto di consulenza con quest'ultima; o viceversa che la società emittente finisca con l'assoldare ISS quale consulente in tema di governo societario per ottenerne l'appoggio in assemblea<sup>113</sup>. Peraltro, ISS proclama di utilizzare il sistema delle muraglie cinesi per ovviare al conflitto di interessi, sistema che il mercato degli investitori ha giudicato, almeno in passato, sufficiente<sup>114</sup>.

Il secondo ordine di conflitti di interesse viene ricondotto alla tipologia della clientela di investitori o all'assetto proprietario del *proxy advisor*<sup>115</sup>. Vi è la possibilità che i consulenti di voto si facciano sostenitori di proposte di deliberazioni congeniali alla quota più significativa della loro clientela (per esempio i fondi pensione), sacrificando le ragioni di clienti investitori di altra natura<sup>116</sup>. Il conflitto è accentuato quando lo stesso consulente di voto sia partecipato, o addirittura controllato, da investitori istituzionali appartenenti a una determinata tipologia. È il caso del secondo consulente di voto per quota di mercato, Glass Lewis & Co., in larga misura partecipato da un fondo pensione di insegnanti canadesi<sup>117</sup>, che si teme consigli di votare in modo conforme ai desiderata del proprio socio di maggioranza<sup>118</sup>.

Un orientamento<sup>119</sup> rimane scettico sull'opportunità di un intervento normativo per ovviare a tali problemi. Il solo approccio percorribile a costi accettabili per i destinatari sarebbe un incremento del livello di trasparenza richiesto ai consulenti. Ma in tal modo anziché accrescerne la responsabilità si finirebbe per allentare il controllo da parte del mercato. Si creerebbe un divario tra aspettative ed efficacia di tale intervento regolamentare (un c.d. «*expectations gap*»): nella convinzione che i consulenti di voto siano oggetto di controlli di legge, l'affidamento ai loro servizi avverrebbe con verifiche meno attente da parte degli operatori di mercato.

All'opposto si osserva<sup>120</sup> che le criticità segnalate non possono essere ovviate dal mercato. La minaccia da parte degli investitori istituzionali di cambiare consulente di voto sarebbe vana, considerata la natura oligopolistica dell'offerta e i costi sia di verificare con assiduità l'operato dei consulenti prescelti, sia di cambiare consulente. Lo stesso autore

---

<sup>112</sup> I servizi offerti agli emittenti includono la consulenza in materia di *corporate governance*, con particolare riguardo alla remunerazione degli amministratori, ma anche l'emissione di giudizi e *rating* sull'assetto di governo societario e sulle politiche del singolo emittente: SEC, *Concept release*, (nt. 40), 25 e 107.

<sup>113</sup> È stato osservato che non è nemmeno chiaro in questo caso chi, tra emittente e consulente di voto, sia il vero autore dell'implicito intento 'estorsivo': G.W. DENT, (nt. 12), 1324.

<sup>114</sup> GAO, (nt. 10), 10; ma per una lettura secondo cui la verifica da parte degli investitori istituzionali dell'assenza, a loro giudizio, di conflitti di interesse in capo al consulente di voto, consisterebbe semplicemente nella dichiarazione di quest'ultimo dell'assenza di conflitti, P. ROSE, (nt. 64), 67.

<sup>115</sup> GAO, (nt. 10), 11 s.; P. ROSE, (nt. 64), 67 s.

<sup>116</sup> J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 22 s.

<sup>117</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board [<http://www.glasslewis.com/company-overview/>].

<sup>118</sup> A. ECKSTEIN, (nt. 16), 95.

<sup>119</sup> A. ECKSTEIN, (nt. 16), 114 s.

<sup>120</sup> T.C. BELINFANTI, (nt. 13), 432 ss.

propone pertanto tre opzioni: imporre ai consulenti di voto di rendere note le informazioni e le metodologie adoperate per formulare le raccomandazioni di voto e di conservare la documentazione relativa a tutte le raccomandazioni espresse, alla stregua di quanto previsto per le agenzie di *rating*; istituire un apposito organismo di vigilanza indipendente sui consulenti di voto; chiarire che il ricorso al consulente di voto non ha l'effetto automatico di esimersi l'intermediario da responsabilità per l'esercizio del diritto di voto con gli strumenti finanziari del fondo o della clientela.

Una posizione intermedia<sup>121</sup> conviene sull'opportunità di tale chiarimento ed eventualmente sulla necessità di migliorare alcuni profili di trasparenza, con l'argomento che il solo divieto di comportamenti mendaci non garantisce informazioni adeguate. Tale orientamento esclude però ogni soluzione che renda la consulenza di voto attività riservata soggetta a registrazione o ad apposita vigilanza. L'impostazione appare condivisibile soprattutto per il fatto che il consulente di voto più importante è già registrato come *investment adviser* a livello federale, proprio in ragione della dimensione della sua attività, sicché invocare una riserva di attività per tutti i consulenti di voto finirebbe per aggravare i consulenti di più ridotte dimensioni, con un'ulteriore contrazione della concorrenza<sup>122</sup>.

#### 8. *Le iniziative statunitensi di (eventuale) riforma dei proxy advisors.*

Anche in base agli studi citati, la SEC ha intrapreso iniziative per valutare l'opportunità di un intervento regolamentare in tema di *proxy advisors*, dopo che una relazione del Gao<sup>123</sup> del 2007 aveva dato conto delle criticità richiamate, ma le aveva ritenute superabili con correttivi di mercato<sup>124</sup>.

Nel 2010 la SEC ha promosso una consultazione pubblica<sup>125</sup> per stabilire se fosse necessario modificare la disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto per imporre ai consulenti di voto una più estesa informativa sui conflitti di interesse, oppure, in aggiunta o in alternativa, incrementare il numero di casi in cui richiedere ai consulenti di voto la registrazione federale per l'esercizio dell'attività oppure, in via più generale, se tale figura necessitasse di una normativa *ad hoc* volta a proibire specifici conflitti di interesse e comunque a fornire un'informazione periodica relativa a tali conflitti.

La consultazione è sfociata in nulla di fatto, accantonata dal complesso lavoro di attuazione del *Dodd-Frank Act* nel frattempo emanato<sup>126</sup>.

Nel 2013 il tema è stato ripreso con un'audizione dinanzi al Congresso a giugno<sup>127</sup> e con una tavola rotonda organizzata dalla SEC a dicembre<sup>128</sup>.

<sup>121</sup> S. EDELMAN, (nt. 16), 1406 s.

<sup>122</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1323.

<sup>123</sup> *Government Accountability Office*: è un'agenzia indipendente, non aderente ad alcun partito politico, che coadiuva il Congresso americano fornendo su richiesta dati, relazioni, indagini, ricerche indipendenti e obiettive.

<sup>124</sup> GAO, (nt. 10), 17, conclude che l'influenza dei *proxy advisors* possa considerarsi limitata, perché il campione di investitori verificato non farebbe esclusivo affidamento sui consulenti di voto.

<sup>125</sup> SEC, *Concept release*, (nt. 40), 120 ss.

<sup>126</sup> A. ECKSTEIN, (nt. 16), 96.

Tali iniziative hanno portato solo all’emanazione, nel 2014, da parte della SEC<sup>129</sup> di linee guida per risolvere singole questioni controverse in tema di affidamento dell’incarico di consulente di voto.

In particolare, la SEC ha chiarito<sup>130</sup> i termini dell’informativa che, per avvalersi dell’esenzione dalla disciplina delle deleghe di voto, il *proxy advisor* deve rendere al cliente sull’esistenza di relazioni significative con l’emittente o con il proponente della deliberazione o di altri interessi rilevanti con riguardo alla materia oggetto della consulenza. Da un lato, la valutazione sulla natura significativa o rilevante di tali circostanze è rimessa al consulente sulla base di ogni elemento a tale fine utile; dall’altro lato, la relativa informazione, da rendersi pubblicamente o in via riservata al cliente, non può avvalersi di formule generiche, ma deve specificare natura e termini di tali relazioni e interessi.

Inoltre la SEC ha precisato<sup>131</sup> che, al di fuori di tale caso di esenzione, la possibilità per un *proxy advisor* di avvalersi di un’altra ipotesi di esenzione costituita dal fatto di non richiedere in alcun modo il rilascio di deleghe di voto è in sostanza circoscritta al solo caso in cui il *proxy advisor* si limiti a fornire un *report* con l’elenco delle proprie raccomandazioni di voto. Diversamente, le norme sulla sollecitazione delle deleghe tornano ad applicarsi anche nel caso in cui il cliente abbia stabilito preventivamente i criteri di voto per il consulente.

Infine, la SEC ha affermato che l’intermediario finanziario il quale si affidi a un consulente di voto per stabilire come votare nell’interesse dei propri clienti ha il dovere di selezionare il consulente sulla base della capacità e della competenza (dimostrata da criteri quali le dimensioni della struttura, la professionalità degli impiegati, la qualità delle metodologie). L’intermediario ha poi il dovere di vigilare adeguatamente e senza soluzione di continuità sull’attività del consulente, tra l’altro mediante la richiesta di chiarimenti in caso di errori commessi e di aggiornamenti sugli eventi che possano comprometterne la competenza o l’indipendenza.

#### 9. *Le possibili indicazioni per il diritto europeo in tema di consulenti di voto: l’incerta individuazione degli interessi tutelati.*

Se negli Stati Uniti un impulso al ruolo dei consulenti di voto è dovuto all’affermazione, per quanto non del tutto pacifica, di un obbligo degli investitori istituzionali, in particolare dei fondi, di votare con le proprie azioni, l’Unione Europea e l’Italia vanno incontro allo stesso scenario.

La norma italiana stabilisce che gli investitori istituzionali italiani «provvedono, nell’interesse dei partecipanti, all’esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari

<sup>127</sup> *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. 2 (2013): [<http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/113-27.pdf>] (v. A. ECKSTEIN, (nt. 16), 96).

<sup>128</sup> Reperibile alla pagina <https://perma.cc/Z57U-QNGW> (v. A. ECKSTEIN, (nt. 16), 96).

<sup>129</sup> 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 [<https://www.sec.gov/interps/legal/cfs1b20.htm>].

<sup>130</sup> SEC, *Proxy Voting*, (nt. 45), domande e risposte n. 6, 9, 10, 11, 12, 13.

<sup>131</sup> SEC, *Proxy Voting*, (nt. 45), domande e risposte n. 7, 8.

di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge<sup>132</sup>, operando «secondo diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato» (art. 35-*decies*, lett. e ed a, t.u.f.). Per esercitare tali diritti, i gestori si dotano<sup>133</sup> di «strategie di voto adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto» ad esclusivo beneficio dei partecipanti.

La previsione del t.u.f. – anche nelle versioni precedenti sostanzialmente identiche<sup>134</sup> – è stata per lo più interpretata<sup>135</sup> nel senso di escludere un obbligo di voto in capo ai gestori.

La conclusione sarebbe confermata dalle norme europee<sup>136</sup> attualmente in vigore. Esse richiedono ai gestori, tanto degli organismi di investimento collettivo del risparmio<sup>137</sup>

<sup>132</sup> La norma è disposta per le Sgr, le Sicav e le Sicaf dall'art. 35-*decies*, lett. e), t.u.f.

<sup>133</sup> L'art. 34 del *Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio*, di Banca d'Italia e Consob, del 29 ottobre 2007, modificato con atto del 19 gennaio 2015 (di seguito, Reg. Congiunto Banca d'Italia-Consob) stabilisce che le «strategie adottate dai gestori per l'esercizio dei diritti di voto sono disciplinate dall'art. 37, Reg. UE n. 231/2013». A propria volta, l'art. 37, Reg. UE, n. 231/2013 del 19 dicembre 2012 stabilisce che: il GEFIA elabora 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. Tale strategia definisce misure e procedure per: a) monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (*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. Una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie sono messi a disposizione degli investitori su loro richiesta.

<sup>134</sup> La norma ha due antecedenti. Il primo in ordine di tempo era costituito dall'art. 4, l. n. 77 del 1983 (modificato dal d.lgs. n. 8 del 1992), secondo cui «la società di gestione provvede nell'interesse dei partecipanti ... all'esercizio dei diritti inerenti ai valori mobiliari», con previsione pertanto non limitata ai soli diritti di voto. Il secondo è costituito dalla precedente formulazione dell'art. 40, 2° comma, t.u.f. secondo cui «la società di gestione del risparmio provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti, salvo diversa disposizione di legge».

<sup>135</sup> Il dibattito è ricordato da: M. STELLA RICHTER, (nt. 20), 800; G. LEGGIERI, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, vol. 1, 2012, *sub art.* 40, 602 ss., 625. Nel senso dell'assenza di un obbligo, R. COSTI, *Risparmio gestione e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss., 322, che sottolinea l'impossibilità di stabilire a priori il comportamento (mancato intervento, voto contrario, astensione, voto favorevole) dovuto dal gestore; F. VELLA, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, 2002, 357 ss., 361; A. ZIZZI, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 314 ss., 316; V. TROIANO, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, I, 1998, 416 ss., 419, con la precisazione che se la s.g.r. esercita un diritto proprio non è un esercizio libero, perché da esercitare nell'interesse dei partecipanti; F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 202 ss., 207 s. Cfr. R. LENER, *Le SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderno di documentazione e ricerca di Assogestioni, 2000, n. 23, 283 ss., 281 e 284, il quale sottolinea come il gestore deve avere sempre aperta la strada tra *exit* e *voice* e, nell'ambito di quest'ultima, l'adozione, funzionale all'interesse dei partecipanti, di scelte che vanno dal mancato intervento, all'astensione, al voto di adesione o di assenso; P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 329 ss., 348, che auspica un ruolo attivo del gestore nelle società partecipate tramite un attento uso del diritto di voto.

<sup>136</sup> Sull'assenza di un obbligo di voto in capo al gestore nella normativa italiana, che l'Unione Europea ha fatto propria: G. LEGGIERI, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, vol. 1, 2012, *sub art.* 40, 602 ss., 625 s.; ricorda M. STELLA RICHTER, (n. 20), 801, nt. 26, che tanto l'*High Level Group of Company Law Experts (Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, 57, [http://www.ecgi.org/publications/documents/report\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf))*, quanto la successiva Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo del 21 maggio 2003 (*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea – Un piano per progredire, 3.1.1, 14*) hanno ritenuto opportuno non imporre agli investitori istituzionali di votare sistematicamente.

quanto dei fondi di investimento alternativi<sup>138</sup>, di «elaborare *strategie* adeguate ed efficaci per determinare *quando e come* vadano esercitati i diritti di voto», connessi con gli strumenti finanziari del fondo e a esclusivo beneficio dei partecipanti. Si ammette pertanto che il voto possa anche non essere esercitato.

Tuttavia, la proposta di modifica della Direttiva azionisti chiama gli investitori istituzionali<sup>139</sup> a dotarsi di un'organizzazione e documentazione dell'attività di voto molto simile a quella statunitense<sup>140</sup>. Il testo proposto, infatti, senza affermare la natura obbligatoria dell'esercizio del diritto di voto<sup>141</sup>, richiede agli investitori istituzionali (di sviluppare «*politiche di impegno*»<sup>142</sup>, i cui risultati debbono essere annualmente pubblicati, che stabiliscano tra l'altro come si esercitano i diritti di voto e se vengono utilizzati consulenti di voto (art. 3f, 9 aprile 2014; art. 3-*septies*, 8 luglio 2015)<sup>143</sup>.

Peraltro, Assogestioni già suggerisce alle proprie associate una «*politica documentata*», a disposizione del pubblico, che illustri la strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti di pertinenza degli Oicr e dei portafogli gestiti e raccomanda di informare il pub-

---

<sup>137</sup> Art. 21, par. 1, Dir. n. 2010/34/UE della Commissione del 31 maggio 2010, secondo cui «Gli Stati membri prescrivono alle società di gestione di elaborare strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto connessi agli strumenti detenuti nei portafogli gestiti, ad esclusivo beneficio dell'OICVM». Tale strategia definisce misure e procedure per: a) monitorare eventi pertinenti all'attività della società; b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento dell'OICVM; c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto. Ai detentori di quote dell'OICVM sono messi gratuitamente a disposizione i relativi dettagli della strategia, mentre agli investitori è consentito accedere gratuitamente a una sintesi della medesima.

<sup>138</sup> Art. 37, Reg. delegato UE n. 231/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012; v. anche P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, 216.

<sup>139</sup> La politica di impegno è richiesta (fatta salva la possibilità di non adottarne una motivando la scelta, art. 3-*septies*, 1° e 4° comma, testo 8 luglio 2015; art. 3f, 1° comma, testo 20 maggio 2016) a investitori istituzionali e gestori di attivi. Per «investitori istituzionali» la proposta di modifica della Direttiva azionisti intende imprese di assicurazione e riassicurazione del ramo vita e enti pensionistici aziendali o professionali (di cui alla direttiva 2003/41/CE); per «gestori di attivi» si intendono le imprese di investimento che prestino gestione di portafogli in favore di investitori istituzionali (ai sensi della direttiva n. 2014/65/UE), i Gefia (ai sensi della direttiva n. 2011/61/UE), le società di gestione di un fondo comune di investimento (ai sensi della direttiva n. 2009/65/CE, ovvero una società di investimento autorizzata ai sensi della medesima direttiva): v. art. 1, 2), che introduce l'art. 2, lett. f, e lett. g, testo 8 luglio 2015 e testo 20 maggio 2016.

<sup>140</sup> Peraltro, se l'obbligo di mettere a disposizione degli investitori il documento sulle strategie di voto è comune alla disciplina italiana e a quella statunitense, la prima non prevede allo stato un obbligo di rendicontazione dei voti esercitati nell'anno precedente, imposto dalla seconda.

<sup>141</sup> L'investitore istituzionale o il gestore che non ritenga di sviluppare una politica di impegno o di non rendere noti gli esiti di tale politica resta libero di non farlo a condizione di fornire una spiegazione motivata e chiara di tale scelta: art. 3-*septies*, 4° comma, testo 8 luglio 2015, e art. 3f, 1° comma, testo 20 maggio 2016.

<sup>142</sup> Le proposte di modifica della Direttiva azionisti, alla stregua di quanto avviene negli Stati Uniti, richiedono di adottare e pubblicare non più una «*strategia*», ossia un documento descrittivo dei profili organizzativi e procedurali di un atteggiamento attivo nell'esercizio del diritto di voto, ma «*vere e proprie politiche di voto*», che, allo stato attuale invece «non devono essere dichiarate nel documento sulla strategia di voto; ma ovviamente lo possono»: per la distinzione tra strategie e politiche di voto nei fondi comuni, M. STELLA RICHTER, (nt. 20), 807.

<sup>143</sup> Cfr. l'art. 3f, 1° comma, lett. b, testo 20 maggio 2016, che limita l'informazione a una «generale descrizione dei comportamenti di voto e dell'impiego di consulenti di voto», salvo prescrivere una specifica indicazione dei voti espressi nelle società nelle quali gli investitori istituzionali e i gestori di attivi detengono più dell'1% dei diritti di voto.

blico su come tali diritti vengono esercitati e di precisare se la strategia adottata si avvalga o meno di «servizi di consulenza al voto»<sup>144</sup>.

D'altra parte, la possibilità che un fondo adotti una strategia di voto completamente passiva è scarsa: una scelta di disinteresse sistematico al voto difficilmente supererebbe il vaglio di un esercizio diligente e corretto dell'incarico di gestione, a meno che il gestore riesca a dimostrare che tale costante disimpegno sia davvero nell'esclusivo interesse dei partecipanti<sup>145</sup>.

Infine, se pure non vi è espresso obbligo di votare, nel momento in cui il gestore esercita il diritto di voto tale esercizio cessa di essere «il libero contenuto di una prerogativa, ma diviene l'oggetto di un potere in senso tecnico, di una funzione»<sup>146</sup>, e un comportamento in quanto tale doveroso<sup>147</sup>. Per altro verso, l'esercizio del diritto di voto costituisce espletamento dell'obbligazione gestoria, pertanto soggetta alle regole di diligenza e trasparenza e di perseguimento dell'interesse esclusivo dei partecipanti, sancite dall'art. 35-*decies* t.u.f.

Si riscontra quindi anche in Europa la correlazione tra investitori istituzionali ed esercizio (normalmente) necessario del diritto di voto, che incentiva il ricorso ai consulenti di voto e ne esalta ruolo e limiti.

In aggiunta, i documenti preparatori della proposta di Direttiva descrivono<sup>148</sup> anche per l'Europa caratteristiche dell'attività dei consulenti di voto analoghe a quelle oggetto di critica negli Stati Uniti (concentrazione dell'offerta tra pochi operatori; limitate risorse umane e tempo ristretto dedicati alla formulazione delle raccomandazioni di voto; rischi della presenza di conflitti di interesse).

La circostanza che, nonostante tali somiglianze, gli Stati Uniti non abbiano predisposto una regolamentazione dei consulenti di voto dovrebbe però essere meditata, per verificare se non vi sia una latente incertezza sugli interessi che tale disciplina dovrebbe tutelare.

Al riguardo, il nuovo testo di Direttiva azionisti appare laconico, là dove afferma che le prescrizioni relative ai consulenti di voto avrebbero «il fine di migliorare l'informazione nella catena dell'investimento azionario» (considerando n. 14).

È eccessiva la posizione statunitense più apertamente contraria a ogni intervento<sup>149</sup>, in quanto lo scopo implicito di un tale intervento sarebbe quello di proteggere gli amministratori delle società che, temendo di finire detronizzati, cercano di mutilare l'attività dei consulenti di voto per frustrare l'attivismo degli azionisti.

---

<sup>144</sup> ASSOGESTIONI, *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2015, Principio n. 1 e relative raccomandazioni. Si tratta di principi non vincolanti, ma ai quali le società di gestione dichiarano pubblicamente di aderire. Qualora aderiscano, si impegnano anche a pubblicare annualmente una relazione contenente informazioni di agevole comprensione sui comportamenti attraverso i quali tali principi sono stati posti in essere nel periodo di riferimento.

<sup>145</sup> R. LENER, (nt. 135), 284.

<sup>146</sup> M. STELLA RICHTER, (nt. 20), 801.

<sup>147</sup> R. COSTI, (nt. 135), 320.

<sup>148</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working*, (nt. 1), 32 e 63.

<sup>149</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1319.

All'opposto però non è neppure persuasiva (o per lo meno richiederebbe di essere dimostrata sul piano della complessiva riduzione dei costi) la tesi secondo cui al fine di incentivare l'attivismo degli azionisti, e fra questi in particolare degli investitori istituzionali, sia necessario un intervento normativo, specie consistente in regole di trasparenza a carico dei consulenti di voto, sebbene l'incentivo al maggiore impegno dei soci ricorra in tutti i documenti relativi alle proposte di modifica<sup>150</sup>.

Le norme di trasparenza dei consulenti di voto hanno un costo, per quanto probabilmente inferiore a quello che deriverebbe da un intervento normativo in termini di riserva di attività. Tale costo, sopportato dai consulenti di voto, se destinatari diretti della disciplina, verrà poi ribaltato sui gestori clienti dei consulenti. Senonché il gestore di per sé incline a una politica di impegno attiva probabilmente già richiede al proprio consulente le informazioni necessarie a vagliarne caratteristiche e operato, sopportandone il relativo costo: in questo caso, quindi, la convenienza di una disciplina normativa sussisterebbe solo se le regole di trasparenza imposte per legge fossero in grado di ridurre tale costo. Diversamente, per i gestori meno inclini a una politica di impegno attiva, l'imposizione di regole di trasparenza sui consulenti di voto non costituisce di per sé uno sprone al maggior impegno del gestore, salvo che, ancora una volta, tali disposizioni riducano il costo dell'informazione e tale costo sia il solo ostacolo all'attivismo del gestore.

Ancora meno convincente sarebbe la lettura secondo cui l'opportunità di disciplinare i consulenti di voto deriva dalla necessità di tutelare gli investitori istituzionali, che si affidano a tale consulenza.

Non risulta – come è stato osservato – che «gli investitori istituzionali si lamentino delle politiche di ISS» o di Glass Lewis e «se non lo fanno loro, non dovrebbe farlo nessun altro»<sup>151</sup>. Soprattutto se affidarsi a un consulente di voto è una scelta razionale per un investitore istituzionale, non è una scelta obbligatoria<sup>152</sup>. Per quanto l'offerta sia ristretta, si tratta pur sempre di una relazione contrattuale, dove è possibile negoziare i termini del servizio e cambiare fornitore, come dimostra il fatto che alcuni investitori istituzionali assoldano più consulenti di voto<sup>153</sup>. La prescrizione di alcuni obblighi informativi (come quelli proposti dall'Unione Europea con riguardo alle modalità e ai criteri di formulazione delle raccomandazioni, alle risorse impiegate e alla gestione dei conflitti di interesse) agevola gli investitori istituzionali nella selezione e nella verifica dei propri consulenti di voto. Non sembra tuttavia una prescrizione indispensabile, perché non elimina il costo di tali informazioni, che l'investitore potrebbe in ogni caso contrattualmente richiedere e che comunque già appaiono tra quelle che il codice di condotta del 2014 suggerisce di fornire.

---

<sup>150</sup> Per una rivisitazione critica di tale ricorrente prospettiva, F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance*, in questa *Rivista*, 1/2015, 9 s.

<sup>151</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1319 e 1326.

<sup>152</sup> G.W. DENT, (nt. 12), 1326.

<sup>153</sup> S.G. EDELMAN, (nt. 16), 1404.



Gli obblighi di trasparenza così imposti ai consulenti di voto non appaiono neppure funzionali a proteggere gli interessi dei beneficiari ultimi dei fondi comuni o degli altri investitori istituzionali.

A questo scopo sarebbe preferibile un intervento sull'attività di questi ultimi (come nel caso della prescrizione della pubblicazione delle politiche di voto), piuttosto che sui consulenti di voto. Sul punto l'intervento statunitense e quello europeo differiscono. Nel primo caso, è l'investitore istituzionale che è gravato del compito di accertare come il consulente svolge la propria attività; nel caso europeo, è il consulente che deve fornire tali informazioni.

Si può allora ipotizzare che vi sia un ulteriore possibile interesse che si vorrebbe tutelato dalla proposta di regolamentazione, che è quello più genericamente del mercato.

Tuttavia, se per interesse del mercato si intende l'interesse a conoscere la dislocazione dei centri in cui si decide l'esercizio del diritto di voto e pertanto i luoghi di formazione delle volontà di voto, come sembra suggerire il considerando n. 14 della proposta di modifica della Direttiva, che richiama l'opportunità di migliorare l'informazione nella catena dell'investimento azionario, i destinatari dell'intervento dovrebbero essere piuttosto gli investitori istituzionali e non i consulenti di voto. Ai primi peraltro, già Assogestioni chiede di fornire informazioni sul ricorso a un consulente di voto. La proposta di Direttiva esalta tale profilo, con la richiesta agli investitori istituzionali di pubblicare nella c.d. «politica di impegno» informazioni relative all'impiego di consulenti di voto (art. 3-*septies*, testo 8 luglio 2015; art. 3f, 1° comma, lett. b, testo 20 maggio 2016).

Se invece per interesse del mercato si intende l'interesse generale a un elevato *standard* qualitativo delle raccomandazioni di voto, per garantirne la bontà e l'imparzialità, la finalità del proposto intervento normativo sembra mal posta, perché volta a tutelare investitori diversi dai clienti del servizio di consulenza di voto. Al contrario, la raccomandazione di voto dovrebbe essere personalizzata, in ragione dell'investitore che la richiede, oltre che della società in cui si vota. Non si tratta quindi di garantire la qualità delle raccomandazioni verso terzi, che non siano clienti del servizio e i cui interessi nel voto potrebbero essere del tutto diversi. Tale distonia appare dovuta a un accostamento non convincente tra consulenti di voto e agenzie di *rating*, basato sulla considerazione che entrambi sarebbero collettori di informazioni e produttori di informazioni sintetiche. Sussiste però una rilevante differenza, poiché le agenzie di *rating* rilasciano, in genere su richiesta dello stesso emittente, un giudizio sintetico sul merito del credito di quest'ultimo, non facilmente surrogabile con altre informazioni, e astrattamente fruibile dai diversi investitori, per l'assunzione di scelte di vendita o di acquisto di strumenti finanziari. Diversamente la consulenza sul voto, se bene esercitata, non può non tenere conto della specifica posizione del singolo investitore e del suo specifico interesse alla gestione dell'investimento.

La considerazione dei diversi interessi coinvolti convince pertanto dell'opportunità di una regolamentazione incentrata sugli investitori istituzionali e i loro gestori, in funzione della correttezza del loro operato ed in particolare sull'esercizio del diritto di voto da parte del gestore, piuttosto che sui consulenti di voto; come in effetti è stato negli Stati Uniti.

10. (segue) *Il ruolo del consulente di voto e la diligenza del gestore.*

Nonostante l'opacità nell'identificazione degli interessi che la proposta di Direttiva vorrebbe perseguire, i contesti europeo e italiano rispetto a quello statunitense possono offrire un diverso approccio al tema probatorio della cura diligente degli interessi della clientela nell'esercizio del diritto di voto, che può scongiurare gli effetti distortivi invece segnalati negli Stati Uniti. Difficilmente si potrebbe ascrivere valore probatorio dell'assenza di colpa nell'esecuzione dell'incarico del gestore del fondo al fatto che il gestore, per votare, abbia seguito, pedissequamente, i suggerimenti di un consulente di voto.

Osterebbe a tale automatismo innanzitutto il principio della valutazione caso per caso della diligenza nell'adempimento all'incarico di gestione, nell'ambito del quale, verso i sottoscrittori del fondo, l'elezione di un soggetto qualificato per la definizione delle politiche di voto contribuisce ad alleggerire la responsabilità del gestore, nella misura in cui l'affidamento ad un esperto per lo svolgimento di una funzione tecnica costituisce uno degli indici per verificare l'accuratezza nell'espletamento delle funzioni gestorie, ma non ne esaurisce la prova. La valutazione della diligenza in questo caso dovrebbe includere non solo le modalità con le quali il gestore abbia individuato il consulente prescelto e lo abbia mantenuto nell'incarico, ma anche le modalità con le quali il gestore abbia recepito le raccomandazioni di voto formulate per verificarne l'effettiva congruenza con l'interesse dei partecipanti al fondo. Significativamente, le raccomandazioni francesi e inglesi in tema di consulenti di voto hanno cura di chiarire espressamente che l'incarico a un consulente di voto non ha alcun valore esimente da responsabilità per l'investitore istituzionale nello svolgimento del proprio incarico di gestore<sup>154</sup>. Si tratta però di una conclusione che dovrebbe discendere di per sé dall'esatta individuazione delle funzioni del gestore e della valutazione della sua diligenza. Se l'esercizio del diritto di voto nell'interesse dei partecipanti con gli strumenti di pertinenza del fondo è parte dei compiti del gestore (art. 35-*decies*, lett. e, t.u.f.), votare è una forma del gestire e pertanto o il gestore è all'altezza dell'esercizio della funzione con la diligenza e la correttezza professionali, nel miglior interesse del fondo e dei partecipanti, ovvero non lo è e come tale è inadempiente.

Un supporto in tale senso potrebbe venire anche dalle norme, di derivazione europea, sull'affidamento a terzi di funzioni di competenza del gestore. Secondo l'art. 33, 4° comma, t.u.f., Sgr, Sicav e Sicaf possono delegare a soggetti terzi specifiche funzioni inerenti alla prestazione dei propri servizi, e quindi anche funzioni relative all'esercizio del voto per gli strumenti finanziari dell'Oicr. Ma la delega, per un verso, è «effettuata con modalità tali da evitare lo svuotamento di attività della società stessa ed è esercitata nel rispetto delle disposizioni in materia di esternalizzazione di funzioni»; per altro verso, non esonera da responsabilità la Sgr, Sicav o Sicaf «nei confronti degli investitori per l'operato dei soggetti delegati»<sup>155</sup>. Resterebbe quindi a carico del gestore l'onere di provare la specifica diligenza richiesta, che non potrebbe esaurirsi nell'allegazione di aver affidato la determinazio-

<sup>154</sup> FRC, *The UK Stewardship Code*, (nt. 8), 2; AMF, *Agences de conseil en vote*, (nt. 9), 1.

<sup>155</sup> V. anche artt. 19 e 21, Reg. Congiunto Banca d'Italia-Consob. P. SFAMENI, A. GIANNELLI, (nt. 138), 212 e 222.

ne delle scelte di voto a un apposito consulente di cui abbia pedissequamente seguito le indicazioni.

È stato tuttavia segnalato<sup>156</sup> che un ostacolo attuale alla possibilità di fare leva anche sulla disciplina dell'esternalizzazione di funzioni verrebbe dalle disposizioni di attuazione dell'art. 33, 4° comma, t.u.f., in base alle quali tale disciplina è circoscritta alle sole «funzioni operative essenziali o importanti» e tali non sono né i «servizi di consulenza e gli altri servizi che non rientrino nelle attività di investimento», che l'intermediario si procuri da terzi, né l'acquisto da parte del medesimo di «servizi standardizzati, compresi quelli relativi alla fornitura di informazioni di mercato o di informazioni sui prezzi»<sup>157</sup>. L'inclusione, almeno di principio, della consulenza al voto (quando consistente nella formulazione della raccomandazione di voto e senza espletamento delle operazioni di voto) nell'una o nell'altra categoria di attività non la qualificerebbe come funzione essenziale, con la conseguente incerta applicabilità del presidio della permanente responsabilità del delegante di funzioni importanti o essenziali. Di qui l'opportunità – comunque condivisibile – secondo l'orientamento richiamato di un chiarimento legislativo. In assenza di quest'ultimo, tuttavia, vi è da chiedersi se, nel caso della consulenza di voto, la natura essenziale della funzione non possa essere comunque ricavata dalla definizione generale, secondo cui una funzione operativa è importante quando, tra l'altro, una sua anomalia comprometterebbe gravemente la capacità dell'intermediario di conformarsi agli obblighi in materia di servizi e attività di investimento<sup>158</sup>. Ciò tenuto anche conto del fatto che la consulenza al voto non dovrebbe avere carattere standardizzato, ma al contrario personalizzato, sicché non sembra di per sé rientrare tra i servizi standardizzati di cui fa menzione la norma regolamentare. Per altro verso, la consulenza ha un connotato specifico inerente la gestione, tale per cui forse essa costituisce una tipologia di servizio diverso «dalla consulenza e d[agli] altri servizi che non rientr[a]no nelle attività di investimento» e che non sono funzioni essenziali o importanti. Più in generale, la definizione della posizione di voto e il suo esercizio possono avere ricadute significative sul valore della partecipazione, quindi sul valore del fondo: in tal modo costituiscono una componente essenziale dell'attività di investimento affidata al gestore. Incaricare il consulente della determinazione del voto implica esternalizzare una delle funzioni in cui si concreta l'attività di investimento, che pertanto assume carattere essenziale o almeno importante.

Le informazioni dai *proxy advisors*, che l'Unione Europea vorrebbe pubbliche, dovrebbero allora servire per un scrutinio più attento dell'attività del gestore (su che uso ne abbia fatto per scegliere il consulente, per negoziare i termini della consulenza, per verificarne l'operato e per rinnovarne l'incarico), e non per liberarlo dall'onere di aver agito diligentemente.

---

<sup>156</sup> M. MAUGERI, (nt. 3), 21, il quale sottolinea comunque l'opportunità di estendere la disciplina della esternalizzazione di funzioni alla consulenza di voto.

<sup>157</sup> Art. 20, Reg. Congiunto Banca d'Italia-Consob.

<sup>158</sup> Art. 19, Reg. Congiunto Banca d'Italia-Consob.

In questa ottica, secondo cui la trasparenza che l'Europa propone di prescrivere ai consulenti di voto, unitamente ad alcune regole di condotta, dovrebbe essere funzionale alla verifica dell'operato dei gestori e quindi alla tutela dei clienti di questi ultimi, lascia perplessi l'impostazione della proposta di modifica della Direttiva, che restringe la nozione di consulente di voto (e quindi l'applicazione del regime relativo) alle «persone giuridiche» che prestino professionalmente tale servizio. La limitazione della forma organizzativa appare impropria. Essa sarebbe coerente se l'impostazione della proposta di regolamentazione fosse quella di una riserva di attività, nella quale al modello della persona giuridica si assegna valore indicativo di una maggiore solidità, per lo meno organizzativa, dell'iniziativa e selettivo dell'accesso allo svolgimento dell'attività. Al contrario, se il modello di persona giuridica è – come si propone nella modifica alla Direttiva – presupposto applicativo delle disposizioni in tema di trasparenza e informazione, esso è facilmente eludibile, così frustrando l'intento protettivo perseguito.

NICOLETTA CIOCCA