Rivista **ODC**

1

2016

EDITORE: ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE

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*

ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE

Rivista Telematica

ISSN 2282 - 667X

Sommario del numero 1 / 2016

SAGGI

Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte.
Paolo Montalenti

Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore

Marco Maugeri

I consulenti di voto negli Stati Uniti (Possibili indicazioni per il legislatore europeo)

Nicoletta Ciocca

Il coinvolgimento di soci e *stakeholders* nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori

Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive

Chiara Garilli

The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance

Corrado Malberti

TEMI E DIBATTITI D'ATTUALITÀ

Il recepimento della Direttiva 2013/34/UE: il progressivo allineamento delle disposizioni contabili racchiuse nel Codice civile ai principi *IAS / IFRS*

Giulia Garesio

**INVESTITORI ISTITUZIONALI E AMMINISTRATORI NELLE SOCIETÀ QUOTATE:
PROBLEMI E PROPOSTE.**

PAOLO MONTALENTI

SOMMARIO: 1. Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate. Il quadro internazionale. – 2. Il quadro europeo. La Proposta di Direttiva sull'impegno degli azionisti *long term*: conferme neo-istituzionalistiche. – 3. Gli emendamenti alla Proposta di Direttiva: il rafforzamento degli interessi degli *stakeholders*. – 4. L'EFAMA *Code for external governance* e i Principi italiani di *stewardship* di Assogestioni. I Codici di Autodisciplina: un timido approccio. – 5. Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana: una proposta. – 6. L'assemblea nelle società quotate: proposte di riforma. Incontri qualificati: una proposta. – 7. Una recente critica e una replica.

1. *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate. Il quadro internazionale*¹.

A livello internazionale emerge, come meglio in seguito precisato, l'interesse a valorizzare le strategie *long term* degli investitori istituzionali, a rafforzare i diritti degli azionisti, a favorire forme di rapporto più diretto e attivo tra investitori istituzionali e *management* delle società quotate.

Dall'andamento dei mercati finanziari e, più precisamente, dalle linee di *policy* d'investimento dei principali investitori istituzionali, emerge la necessità di strategie maggiormente indirizzate verso obiettivi di lungo termine, di uno sviluppo esponenziale dell'attività dei *proxy advisors*, di un confronto sistematico e puntuale con gli amministratori sugli indirizzi gestionali². Si fa strada il convincimento che il tema del ruolo delle minoranze azionarie qualificate in tema di *corporate governance* abbia assunto dimensioni e declinazioni innovative rispetto al passato.

2. *Il quadro europeo. La Proposta di Direttiva sull'impegno degli azionisti long term: conferme neo-istituzionalistiche*³.

¹ Sui temi trattati nei paragrafi 1-4 si veda già P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.

² Ho affrontato l'argomento, in un più ampio contesto, in *Società quotate, mercati finanziari e relazioni con gli investitori*, in AA.VV. "Derecho de sociedades, gobierno corporativo y relaciones con inversores" Atti del Convegno organizzato da Javier Ibáñez Jiménez e Mónica Martín de Vidales Godino, Madrid, 23/02/2015 presso l'Universidad Pontificia Comillas, *Cuadernos de la Cátedra Garrigues*, Vol. 2, marzo 2015, 7 ss., apparso anche su *Revista de Sociedades*, 2015, 133 ss.

³ Sul tema dell'interesse sociale sia consentito il rinvio ad un mio scritto di prossima pubblicazione, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in corso di stampa.

L'Unione Europea ha formulato la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/36/CE* relativamente all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della *Direttiva 2013/34/UE* in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario, del 10 aprile 2014⁴, con emendamenti proposti il 12 maggio 2015.

L'obiettivo è «contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE».

Si indicano altresì i seguenti obiettivi più specifici: «1) aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate; 2) instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società; 3) migliorare la trasparenza e la sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) garantire l'affidabilità e la qualità delle consulenze dei consulenti in materia di voto; 5) agevolare la trasmissione delle informazioni transfontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento, in particolare mediante l'identificazione degli azionisti».

La valutazione di impatto effettuata dai servizi della Commissione ha individuato cinque aree problematiche principali: 1) insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; 2) insufficiente correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori; 3) mancanza di sorveglianza sulle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto e 5) difficoltà e onerosità dell'esercizio da parte degli investitori dei diritti conferiti dai titoli».

3. *Gli emendamenti alla Proposta di Direttiva: il rafforzamento degli interessi degli stakeholders.*

Anche gli emendamenti presentati alla Direttiva nella seduta del 12 maggio 2015 (Relatore Sergio Cofferati; Relatore per parere: Olle Ludvigsson) contengono precisi riferimenti ad interessi-altri nella prospettiva *long term*.

In via generale si prevede che «dal momento che i diritti degli azionisti non sono l'unico fattore a lungo termine di cui si deve tenere conto nel Governo delle imprese, è opportuno che siano accompagnati da misure supplementari tese a garantire un maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare i dipendenti, le autorità locali e la società civile» (Considerando n. 2 *bis*).

Si prevede altresì che «i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi i fattori ambientali, sociali e di Governo» (Considerando n. 15).

In particolare si prevede ancora che «i portatori di interesse, in particolare i dipendenti, dovrebbero avere il diritto di esprimere attraverso i loro rappresentanti, il loro

⁴ Il testo è reperibile sul sito

[http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/\\$FILE/08847_14_it.pdf](http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/$FILE/08847_14_it.pdf)

punto di vista in merito alla relazione sulle retribuzioni prima che sia sottoposta al voto degli azionisti» (Considerando n. 17).

L'attenzione dell'Unione Europea agli interessi dei lavoratori riemerge dopo un periodo in cui era rimasto in secondo piano – prevalente essendo il tema della *corporate governance* rispetto ai tempi del dibattito sulla democrazia industriale⁵.

Di particolare interesse le disposizioni che definiscono l'«"impegno degli azionisti" (come): monitoraggio, da parte di un azionista o di un gruppo di azionisti, delle società su questioni rilevanti tra cui strategia, risultati finanziari e non finanziari, rischio, struttura del capitale, risorse umane, impatto sociale e ambientale e governo societario, mediante un dialogo con le società e i rispettivi portatori di interesse su tali questioni e l'esercizio dei diritti di voto e di altri diritti associati alle azioni» (art. 2, lett. h).

In altre parole si prevede espressamente che «gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppino una politica di impegno degli azionisti (di seguito "politica di impegno"). La politica di impegno stabilisce le modalità secondo le quali gli investitori istituzionali e i gestori di attivi:

- a) integrano l'impegno degli azionisti nella strategia di investimento;
 - b) controllano le società partecipate, compresi i loro risultati non finanziari e la riduzione dei rischi sociali e ambientali;
 - c) dialogano con le società partecipate;
 - d) esercitano i diritti di voto;
 - e) utilizzano i servizi forniti dai consulenti in materia di voto;
 - f) collaborano con altri azionisti.
- f *bis*) dialogano e cooperano con altri portatori di interesse della società partecipata» (art. 3 *septies*).

Possiamo trarre due sintetiche conclusioni:

- (i) il diritto europeo è nettamente orientato non solo verso una prospettiva *long term* ma anche nel senso di una limitazione delle strategie *profit oriented* ad opera degli interessi degli *stakeholders*: una valorizzazione dell'interesse dell'impresa in chiave di neo-istituzionalismo debole;
- (ii) il diritto europeo contiene una indicazione espressa, sia pure in termini di principio, verso la introduzione di strumenti appropriati e istituzionalizzati per realizzare forme di dialogo tra azionisti qualificati e *management*.

⁵ Per uno sguardo ai temi centrali del dibattito in quegli anni si possono leggere due interventi – storicamente “datati”–: F. GALGANO, *Stato e sistema delle imprese*, P. MONTALENTI, *Soggetti sociali, programmazione, riforma delle imprese: appunti per una discussione*, in CRS Centro di Studi e Iniziative per la riforma dello stato, Convegno 28 novembre 1980 su *Soggetti sociali e programmazione*, materiali e documenti. Da ultimo si veda, anche per onorarne la memoria, lo studio, postumo, di G. DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende* (rectius *delle imprese*), in *Riv. soc.*, 2015, 1298 ss.

Indicazioni che costituiscono, a mio parere, un serio argomento a sostegno delle proposte (i) di riforma dell'istituto dell'assemblea; (ii) della introduzione di istanze istituzionalizzate di confronto tra investitori istituzionali – e azionisti qualificati nel nostro ordinamento. Come preciserò poco oltre.

4. *L'EFAMA Code for external governance e i Principi italiani di stewardship di Assogestioni. I Codici di Autodisciplina: un timido approccio.*

Nel 2011 l'EFAMA – *European Fund and Asset Management Association* – ha approvato un *Code for external governance*⁶ allo scopo di formulare principi e raccomandazioni di *best practice* diretti a migliorare la trasparenza e l'interazione tra *Investment Management Companies* e società in cui le stesse investono.

I principi prevedono che le Società di Investimento «*should have a documented policy available to the public on whether, and if so how, they exercise their ownership responsibilities*» (Principle 1), «*should monitor their investee companies*» (Principle 2), «*should establish clear guidelines on when and how they will intervene with investee companies to protect and enhance value*» (Principle 3), «*should consider cooperating with other investors, where appropriate, having due regard to applicable rules on acting in concert*» (Principle 4), «*should exercise their voting rights in a considered way*» (Principle 5), «*should report on their exercise of ownership rights and voting activities and have a policy on external governance disclosure*» (Principle 6).

Assogestioni, nel 2013, ha approvato un documento – *Principi italiani di stewardship*⁷ – rivolto alle «società che prestano servizi di gestione collettiva del risparmio o di gestione di portafogli al fine di stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono».

I principi sono allineati e del tutto analoghi ai principi contenuti nel *Code for external governance* dell'EFAMA di cui sono, sostanzialmente, una traduzione⁸.

I principi contengono sicuramente una indicazione di *policy* apprezzabile, perché sono volti a stimolare strategie di investimento fondate su di una valutazione della gestione delle società in cui gli investitori istituzionali investono, sull'esercizio “ragionato” e motivato dei

⁶ Disponibile sul sito http://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/11-4035%20EFAMA%20ECG_final_6%20April%202011%20v2.pdf

⁷ Disponibile sul sito http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,815,0,59/stewardship_ita-ing.pdf.

⁸ I principi stabiliscono infatti che le società di gestione «adottano una politica documentata, a disposizione del pubblico, che illustri la strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti» (Principio 1), «monitorano gli emittenti quotati partecipati» (Principio 2), «definiscono chiare linee guida sulle tempistiche e le modalità di intervento negli emittenti quotati partecipati al fine di tutelarne e incrementarne il valore» (Principio 3), «valutano, se del caso, l'ipotesi di una collaborazione con altri investitori istituzionali, ove ciò risulti adeguato, prestando particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto» (Principio 4), «esercitano i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti in modo consapevole» (Principio 5), «tengono traccia dell'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti e adottano una politica sulla divulgazione delle informazioni in materia di governance esterna» (Principio 6).

diritti di voto e, quindi, sulla elaborazione di linee di indirizzo *long term*, che possono favorire gestioni da parte delle imprese quotate non meramente mirate allo *shareholder value* inteso in chiave speculativa.

I “*Principi*” sono emanazione delle società di investimento per cui non possono esprimere, volutamente, linee di comportamento delle società quotate: da queste dovrebbero muovere iniziative volte a favorire il confronto con gli investitori qualificati al di là del rito obsoleto delle assemblee o dei *roadshow*.

In questa prospettiva i Codici di Autodisciplina potrebbero svolgere un ruolo propositivo mentre, sino ad ora, hanno dedicato ancora scarsa attenzione al tema, con un certo ritardo, a mio parere, rispetto alla realtà dei mercati.

5. *Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana: una proposta.*

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana s.p.a. contiene un riferimento alle prospettive *long-term oriented*, ma non fornisce raccomandazioni specifiche sul rapporto con gli investitori istituzionali, anche perché si ritiene «che non rientri nella sua competenza prendere in considerazione i comportamenti degli investitori istituzionali».

Ritengo, per contro, che una posizione “attiva” nei confronti degli investitori istituzionali assunta dagli amministratori di società quotate, nel quadro degli orientamenti comunitari, non sia incoerente con gli obiettivi del Codice.

Il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana s.p.a. potrebbe cioè fornire un contributo “anticipatore”.

Si potrebbe inserire una indicazione, anche soltanto di carattere programmatico del seguente tenore:

«Gli amministratori, allo scopo di favorire un rapporto più intenso e continuativo con gli investitori qualificati, promuovono incontri periodici con i soci detentori di partecipazioni significative, in particolare con gli investitori istituzionali, per un confronto sulle linee strategiche di gestione, nel rispetto della disciplina delle informazioni privilegiate».

6. *L'assemblea nelle società quotate: proposte di riforma. Incontri qualificati: una proposta.*

6.1. Da tempo si osserva da più parti che l'assemblea nelle società quotate rischia di svilirsi in un inutile rito.

In realtà i segnali di cambiamento, in sede sovranazionale ed interna, non sono irrilevanti.

Dalla evoluzione della Direttiva *Shareholders' Rights* alla disciplina dell'informativa preassembleare un processo di razionalizzazione è avviato.

Il punto critico che permane consiste, a mio parere, nell' “ugualitarismo” vigente in materia di diritto di intervento in assemblea.

L'azionista minimo dispone, in base ai regolamenti assembleari, del medesimo *spatium temporis* del socio detentore di partecipazioni qualificate.

La realtà dimostra – purtroppo – che la qualità e significatività degli interventi è, di regola, direttamente proporzionale alla rilevanza della partecipazione.

Un'attenta analisi empirica sulle prime 10 società italiane non assoggettate a controllo di diritto e sulle prime 10 assoggettate a controllo di diritto, con riferimento alle assemblee di bilancio 2013, ha dimostrato che i soci rilevanti e gli investitori qualificati non colgono l'occasione dell'assemblea per manifestare la propria posizione sulla *policy* gestionale delle società: l'assemblea rimane terreno elettivo di azionisti individuali e, al più, di rappresentanti di associazioni di azionisti per manifestare «il proprio parere (generalmente negativo) sulla conduzione della società»⁹.

Come ho già avuto modo di sostenere¹⁰, si dovrebbe allora prevedere che, anche in materia di diritto di intervento in assemblea, è legittimo graduare il diritto di partecipazione in misura proporzionale alla quota azionaria posseduta.

Si potrebbe, ad esempio, consentire, con una norma espressa, di introdurre clausole statutarie che consentano di *subordinare il diritto di intervento ad un possesso azionario minimo e di regolarlo, sopra la soglia, a scaglioni attraverso il regolamento assembleare*.

Analogamente è stato proposto di subordinare «il diritto di partecipazione alla discussione» «al raggiungimento (anche da parte di più azionisti insieme) di una determinata soglia, pari a quella richiesta per le impugnazioni delle deliberazioni assembleari (0,1% del capitale)»¹¹.

La qualità del dibattito, lo stimolo a confronti di rilievo, il contraddittorio efficiente ed efficace non possono che rappresentare, a mio parere, un progresso nella *corporate governance*.

6.2. Anche in assenza di specifiche innovazioni legislative o di previsioni espresse del Codice di Autodisciplina come sopra proposto, credo che sia opportuno istituzionalizzare forme di incontro tra investitori istituzionali e amministratori per un confronto qualificato sulle strategie gestionali delle grandi imprese quotate.

Si tratta di proposte articolate formulate oltreoceano in termini di *Shareholder-Director Exchange* e di creazione di *Shareholder Relations Committees*¹², anticipate da significative esperienze concrete realizzate in Nord America, nel Regno Unito, in Australia, in diversi Paesi Europei anche se con eccezione dell'Italia¹³.

⁹ Si tratta dell'attento studio di M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 247 ss.

¹⁰ Cfr. P. MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 ss; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: proposte di restyling*, in *NDS, Italia Oggi*, n. 11/2014, 12; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085.

¹¹ Da M. NOTARI, (nt.9).

¹² F. WILLIAM MCNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in Vanguard, on Wednesday, June 24, 2015.

¹³ Si veda l'interessantissimo contributo di J. KIM and J. D. SCHLOETZER, *Global Trends in Board-Shareholder Engagement?*, in www.conference-board.org/directornotes, October, 2015.

In conclusione il *Mandating board-shareholder engagement* è davvero, a mio parere, la prospettiva innovativa in materia di *corporate governance* verso la quale ci si deve orientare come la più attenta dottrina americana ha ancora recentemente sottolineato¹⁴.

7. Una recente critica e una replica.

In un articolo di recente pubblicazione¹⁵ dal titolo accattivante – *Tersite in assemblea?* – (che ho potuto leggere anticipatamente per cortesia dell'autore) Marco Spolidoro critica la proposta da me recentemente formulata, che riprende anche un intervento di Mario Notari in un convegno del 2013¹⁶, per la graduazione del diritto di intervento in assemblea e cioè la attribuzione del diritto di intervento in termini proporzionati al possesso azionario¹⁷.

Preciso che la proposta da me formulata prevede anche di distinguere due fasi dell'assemblea – la prima aperta a tutti ma con diritto di intervento riservato agli investitori istituzionali e agli azionisti qualificati, la seconda a tutti gli azionisti – e di istituzionalizzare incontri intermedi tra azionisti rilevanti e *management*.

In sintesi le critiche di Spolidoro possono così sintetizzarsi:

- (i) la limitazione del diritto di intervento è – se ho ben compreso – compressione di un diritto fondamentale di “espressione”;
- (ii) gli investitori istituzionali non partecipano all'assemblea perché o ricorrono alla *Wall Street Rule* o al mero voto contrario o a pressioni extra assembleari;
- (iii) tutta la questione si risolve nel “polso del presidente”;
- (iv) il diritto di intervento è espressione dell'attività in comune, dello scopo comune anche con valore etico.

Gli argomenti di critica non mi paiono convincenti.

In sintesi, per le seguenti ragioni.

¹⁴ Si veda L. M. FAIRFAX, *Mandating board-shareholder engagement*, in *University of Illinois law review*, [Vol. 2013], 822 ss.; C. DOIDGE, A. DYCK, H. MAHMUDI, AND A. VIRANI, *Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action?* in http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/doidge_et_al_april_2015.pdf, September 2015; M. LIPTON, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *The New Paradigm for Corporate Governance*, in <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/02/03/the-new-paradigm-for-corporate-governance/>, on Wednesday, February 3, 2016; M. LIPTON, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Responding to Institutional Investor Requests for Access to Independent Directors*, in <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/07/15/responding-to-institutional-investor-requests-for-access-to-independent-directors/>, on Wednesday, July 15, 2015.

¹⁵ M. S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss.

¹⁶ M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, (nt.9).

¹⁷ P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, (nt.1).

-
- (i) il diritto di intervento di Tersite è stato limitato anche nel diritto costituzionale che non si fonda più, da tempo, sulla ἀγορά ma sulla democrazia rappresentativa;
 - (ii) l'equiparazione tra democrazia politica e democrazia societaria, come tra i molti ci ha dimostrato Galgano, è del tutta impropria;
 - (iii) il diritto di intervento in assemblea è già disciplinato sia in base ai principi – il diritto del singolo non può conculcare il diritto di tutti gli altri azionisti – sia in base ai regolamenti assembleari che fissano un tempo contingentato;
 - (iv) in fondo si tratta di una questione di *policy*: o si vuole mantenere un rito curiale e obsoleto ed allora si può mantenere lo *status quo* o si vuole rivitalizzare l'assemblea ed allora qualche intervento razionalizzatore pare opportuno;
 - (v) l'idea dell'*engagement* degli investitori qualificati in incontri istituzionalizzati con il *management* assistiti da precise regole di trasparenza, come ci dimostra l'esperienza internazionale, mi pare più efficace che la tutela del piccolo azionista e dei suoi supposti diritti fondamentali prospettata da Spolidoro come difesa dei valori che «contribuiscono alla *Bildung* cioè alla formazione e alla crescita delle qualità umane prima di tutte la libertà»; valori forse degni di migliore allocazione.

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

MARCO MAUGERI

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

1. Il problema.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Proxy advisors e diritto societario.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Si consideri, in primo luogo, il dato ricavabile dall'art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), TUF a mente del quale le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «*provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge*» (enfasi aggiunta) ⁽³⁹⁾.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁴⁵ E v. R.LENER, *La SGR come socio*, cit., 283 s.; G.LEGGIERI, *op. cit.*, 626; A.ZIZZI, nel *Commentario al TUF*, a cura di C.Rabitti, Milano, 1998, *sub* art. 40, 316. Si noti che, nell’odierno assetto normativo, non è stata riprodotta l’originaria formulazione dell’art. 32, comma 1, del Regolamento Congiunto la quale faceva precedere il riferimento alla elaborazione di una strategia di voto dall’inciso «ove richiesto dalle caratteristiche del servizio di gestione prestato»: il che induceva parte della dottrina a qualificare come *eventuale* l’esercizio del diritto di intervento e di voto da parte della Sgr (così M.STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto*, cit., 445).

⁴⁶ Cfr., per una conferma particolarmente indicativa sul piano comparatistico della flessibilità che deve connotare l’obbligo del gestore di esercitare il potere di voto nell’interesse della propria clientela, lo *Staff Legal Bulletin* n. 20 della *Division of Investment Management* e della *Division of Corporation Finance* della SEC, 30 giugno 2014, in materia di “*Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms*” (spec. Q&A n. 2).

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

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

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

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

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

⁵⁰ E v. infatti P.O.MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*², München, 1996, 138 (ove il rilievo secondo cui, nella prospettiva dell'investitore istituzionale, «i diritti amministrativi assolvono una funzione strumentale, essi servono all'amministrazione dell'investimento nel suo interesse») e 143 (ove l'osservazione secondo cui «i diritti amministrativi, in un diritto organizzativo orientato all'investitore, servono a una amministrazione dell'investimento che ne massimizzi l'utilità»); cfr. anche F.BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 210 e 221 ss. (il quale peraltro riconosce in capo all'investitore istituzionale un dovere di correttezza nei confronti della società partecipata e dei relativi soci). La attinenza dell'esercizio del voto attribuito dalle azioni inserite nel fondo al momento esecutivo del rapporto di gestione con gli investitori emergeva, del resto, con sufficiente chiarezza nella precedente formulazione dell'art. 40, comma 3, TUF il quale, per l'ipotesi di dissociazione soggettiva tra Sgr promotrice del fondo e gestore, attribuiva a quest'ultimo, in mancanza di patto contrario, il potere-dovere di curare quell'esercizio (v. infatti V.TROIANO, *op. cit.*, 421, sottolineando la «coerenza tra i compiti di gestione e l'esercizio dei diritti di voto relativi agli strumenti finanziari ricompresi nel fondo»). Essa emerge con altrettanta chiarezza, nel sistema riformato della gestione collettiva del risparmio, nel precetto che funzionalizza il voto all'«interesse esclusivo» degli investitori finali: cfr. il considerando n. 16 («interesse esclusivo degli OICVM») e l'art. 21, par. 1, («esclusivo beneficio dell'OICVM») della direttiva 2010/43/UE, nonché l'art. 37, par. 1, del Regolamento n. 231/2013 («esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori») e il già menzionato art. 35-*decies*, comma 1, lett. e), TUF («interesse dei partecipanti»). E in una prospettiva simile si muovono anche i Principi di *Stewardship* di Assogestioni, i quali hanno lo “scopo”, tra l'altro, di «garantire un solido legame fra *governance* e processo d'investimento».

⁵¹ Il voto espresso in modo pregiudizievole per le ragioni dei quotisti integrerà invece una violazione degli obblighi di diligenza e correttezza gravanti sulla Sgr e legittimerà una azione individuale risarcitoria dei partecipanti: cfr. V.TROIANO, *op. cit.*, 421. Più in generale, sul problema della responsabilità (sia patrimoniale, sia risarcitoria) della Sgr nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio v. G.FERRI jr, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in corso di pubblicazione in “*Profili evolutivi della disciplina della gestione collettiva del risparmio*” a cura di R.D'Apice, Bologna, Il Mulino; P.SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1138 ss.

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

7. (Segue): una proposta di disciplina.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 propone¹ di introdurre nella c.d. Direttiva azionisti² una parziale disciplina per i consulenti di voto (o *proxy advisors*)³, ossia, secondo la definizione offerta

¹ 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>]).

² 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.

³ 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»⁴.

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 2011⁵ e di una serie di iniziative lanciate dall'ESMA tra il 2011 e il 2013⁶, che hanno sollevato l'attenzione sui consulenti di voto, questi ultimi avevano già adottato un codice di condotta, elaborato nel marzo 2014⁷ da esponenti del mondo accademico e del mercato, sulla base di linee guida predisposte dall'ESMA⁸. 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,

⁴ 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».

⁵ 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].

⁶ 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].

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

⁸ 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 membri⁹.

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 Novecento¹⁰. 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»¹¹. Il mondo accademico si è diviso fra sostenitori dell'effetto benefico di tali protagonisti¹², detrattori più severi¹³, alla stregua

⁹ 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.

¹⁰ 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>].

¹¹ *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.

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

¹³ 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*¹⁴, 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 mercato¹⁵ o, almeno, ne sconsigliano la regolamentazione espressa¹⁶.

3. La natura oligopolistica dell'offerta.

La categoria dei consulenti di voto negli Stati Uniti conta meno di una decina di operatori¹⁷. Due di questi (il già ricordato ISS, nel Maryland¹⁸, e il più recente californiano¹⁹ Glass Lewis & Co.²⁰), attivi anche in Europa tramite società controllate²¹, detengono ben più della maggioranza del mercato²², costituito, dal lato della domanda, prevalentemente da investitori istituzionali²³. 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-

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

¹⁵ 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).

¹⁶ 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).

¹⁷ 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.

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

¹⁹ S.J. CHOI, J.E. FISCH, M. KAHAN, loc. ult. cit.

²⁰ 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.

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

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

²³ 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 concorrenti²⁴. La limitata concorrenza tra consulenti di voto è una delle ragioni per cui parte della dottrina²⁵ 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 azionisti²⁶.

La diffusione del servizio di consulenza al voto coincide con il rafforzarsi dell'attività degli investitori istituzionali²⁷. 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 partecipate²⁸. 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 minoritari²⁹) alla cura degli adempimenti preliminari alle operazioni di voto e, eventualmente, all'esercizio del voto per delega³⁰.

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*³¹. 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.*

²⁴ 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>].

²⁵ T. BELINFANTI, (nt. 13), 411 s.

²⁶ 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.

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

²⁸ 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.

²⁹ 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.

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

³¹ 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 societario³².

Sono chiamati in causa³³ due interventi normativi della SEC del 2003, volti ad aumentare la trasparenza nell'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi comuni di investimento³⁴, sulla scorta di una normativa precedente in tema di fondi pensione³⁵, nonché da parte degli intermediari, delegati al voto dalla clientela, a propria volta istituzionale o meno. La conseguenza di tali interventi, secondo alcuni³⁶ 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)³⁷.

Inoltre, nella documentazione periodica fornita³⁸ 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

³² 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.

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

³⁴ 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.

³⁵ 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.

³⁶ 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.

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

³⁸ 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 votare³⁹ 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 intermediario⁴⁰ la SEC ha precisato⁴¹ 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 finanziari⁴². In assenza di tali adempimenti organizzativi e informativi, l'esercizio del voto delegato da parte dell'intermediario costituisce una pratica fraudolenta, sviante o manipolatoria vietata⁴³.

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 fondo⁴⁴. Solo di recente la SEC ha precisato che gli intermediari finanziari non sono sempre obbligati a votare su ogni questione⁴⁵.

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

³⁹ "Form N-1a", punto 13.

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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.

⁴² 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)).

⁴³ Ai sensi della sec. 206 (4) *Investment Adviser Act*.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ 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»⁴⁶. 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 voto⁴⁷. 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 delegato⁴⁸. A ben vedere, l'obbligazione dell'*investment adviser* nei confronti del cliente, che la Corte Suprema ha qualificato di natura fiduciaria⁴⁹, 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 NYSE⁵⁰ (approvata nel 2009 dalla SEC ed efficace dal 2010⁵¹), 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 NYSE⁵²) non possono esercitare il voto per delega con le azioni dei propri

⁴⁶ 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].

⁴⁷ 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]).

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

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

⁵⁰ 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.

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

⁵² 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 rafforzata⁵³.

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 significativo⁵⁴ è l'introduzione del voto consultivo in tema di politiche di remunerazione degli amministratori richiesto, di solito annualmente⁵⁵, all'assemblea delle società quotate che superino determinate soglie di flottante (il c.d. *say-on-pay* introdotto dal *Dodd Frank Act*⁵⁶). 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 remunerazione⁵⁷.

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 Delaware⁵⁸ e nel *Model Business Corporation Act*⁵⁹ è ancora la regola di applicazione automatica – a favore di un sistema di nomina schiettamente maggioritario (c.d. *majority vote*)⁶⁰. 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.

⁵³ 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.

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

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

⁵⁶ 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.

⁵⁷ 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.

⁵⁸ § 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.*

⁵⁹ § 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.*

⁶⁰ 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 prevalente⁶¹, 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'organo⁶². L'abbandono dello *staggered board* viene salutato quale scelta di buon governo societario perché favorisce la contendibilità della società⁶³, laddove il rinnovo periodico parziale costituisce una tipica *poison pill*, ma tale passaggio è in parte da attribuirsi⁶⁴ 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 azionisti⁶⁵ e i campioni del diritto societario americano in senso tradizionale⁶⁶. 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 voto⁶⁷, a cui si imputa di decidere come votare senza avere partecipazioni nelle imprese in cui si vota⁶⁸. 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 preferibile⁶⁹.

⁶¹ 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.

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

⁶³ 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).

⁶⁴ 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.

⁶⁵ 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).

⁶⁶ 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.

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

⁶⁸ 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.

⁶⁹ 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 voto⁷⁰. Ne discenderebbe l'applicazione delle relative norme federali per la raccolta delle deleghe, che constano sia di un regime di registrazione e informazione⁷¹, sia del divieto di dichiarazioni false o decettive nello svolgimento della sollecitazione⁷².

Tuttavia il consulente di voto va esente almeno dal primo gruppo di norme⁷³ 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 consulenza⁷⁴. 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 deleghe⁷⁵.

⁷⁰ 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>].

⁷¹ 15 U.C.C. § 78n, *Proxies*.

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

⁷³ SEC, *Concept release*, (nt. 40), 1081 s.

⁷⁴ 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)».

⁷⁵ 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 registrazione⁷⁶, trasparenza e organizzazione dell'attività⁷⁷, nonché divieti di iniziative fraudolente o decettive⁷⁸, e, più in generale, obblighi fiduciari nei confronti della clientela⁷⁹.

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»⁸⁰. Poiché la consulenza di voto è resa in favore di clienti interessati al valore degli strumenti finanziari la qualificazione di *investment adviser* non è controversa⁸¹.

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 federale⁸², a meno che il soggetto non rientri in un altro gruppo di casi stabiliti dalla SEC⁸³, 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 federale⁸⁴. 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'una⁸⁵ o dell'altra⁸⁶ 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.

⁷⁶ 15 U.S.C. § 80b-3(a).

⁷⁷ 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.

⁷⁸ 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.

⁷⁹ 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).

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

⁸¹ SEC, *Concept release*, (nt. 40), 109 s.

⁸² 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.

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

⁸⁴ 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.

⁸⁵ 17 CFR 240.14a-9 *False or misleading statements*.

⁸⁶ 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 acquisto⁸⁷.

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 mercato⁸⁸ 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 convengono⁸⁹ 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 pacifico⁹⁰ – almeno una riduzione (tra il 13% e il 20%) dei voti a favore di tale proposta⁹¹, se non circa un 20% di voti contrari⁹²; nelle società partecipate da investitori con forte diversificazione

⁸⁷ 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.

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

⁸⁹ J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 11 ss.

⁹⁰ S. EDELMAN, (nt. 16), 1389.

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

⁹² 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 voto⁹³, l'influenza di questi ultimi è ancor più significativa⁹⁴; le deliberazioni sulla remunerazione degli amministratori sono più di altre determinate dalle posizioni dei consulenti di voto⁹⁵. Altri concludono più nettamente, senza l'ausilio di dati empirici, che una raccomandazione favorevole di voto da parte di ISS è spesso indispensabile per vincere⁹⁶.

Un'autorevole dottrina⁹⁷ 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 voto⁹⁸, ma non ne sono l'esclusiva causa efficiente⁹⁹. 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 mercato¹⁰⁰. La loro consulenza non sarebbe quindi determinante¹⁰¹. 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 clienti¹⁰².

Ancor più complesso è verificare se l'influenza dei consulenti di voto sia o meno benefica per le società. Alcuni studi¹⁰³ 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 segnalano¹⁰⁴ un incremento del valore delle azioni nei casi in cui ISS esprime raccomandazioni di voto contrarie alla posizione del consiglio di amministrazione della società.

⁹³ 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.

⁹⁴ D.F. LARCKER, A.L. MCCALL, G. ORMAZABAL, (nt. 92).

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

⁹⁶ 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.

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

⁹⁸ 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.

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

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

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

¹⁰² 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.

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

¹⁰⁴ 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 criticità¹⁰⁵, 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 primaverile¹⁰⁶, 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 votare¹⁰⁷, 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 Cola¹⁰⁸, consiglio ignorato dal mercato. In senso opposto, altri ricorda¹⁰⁹ 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 censurato¹¹⁰ 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 criticato¹¹¹ 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

¹⁰⁵ 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: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in ZGR, 2011, 155 ss., 170 s.

¹⁰⁶ J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 7.

¹⁰⁷ *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.

¹⁰⁸ J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 18 s.

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

¹¹⁰ 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.

¹¹¹ A. ECKSTEIN, (nt. 16), 95.

degli emittenti sulle politiche di governo societario¹¹². 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 assemblea¹¹³. 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, sufficiente¹¹⁴.

Il secondo ordine di conflitti di interesse viene ricondotto alla tipologia della clientela di investitori o all'assetto proprietario del *proxy advisor*¹¹⁵. 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 natura¹¹⁶. 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 canadesi¹¹⁷, che si teme consigli di votare in modo conforme ai desiderata del proprio socio di maggioranza¹¹⁸.

Un orientamento¹¹⁹ 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 osserva¹²⁰ 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

¹¹² 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.

¹¹³ 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.

¹¹⁴ 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.

¹¹⁵ GAO, (nt. 10), 11 s.; P. ROSE, (nt. 64), 67 s.

¹¹⁶ J.K. GLASSMAN, J.W. VERRET, (nt. 14), 22 s.

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

¹¹⁸ A. ECKSTEIN, (nt. 16), 95.

¹¹⁹ A. ECKSTEIN, (nt. 16), 114 s.

¹²⁰ 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 intermedia¹²¹ 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 concorrenza¹²².

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 Gao¹²³ del 2007 aveva dato conto delle criticità richiamate, ma le aveva ritenute superabili con correttivi di mercato¹²⁴.

Nel 2010 la SEC ha promosso una consultazione pubblica¹²⁵ 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 emanato¹²⁶.

Nel 2013 il tema è stato ripreso con un'audizione dinanzi al Congresso a giugno¹²⁷ e con una tavola rotonda organizzata dalla SEC a dicembre¹²⁸.

¹²¹ S. EDELMAN, (nt. 16), 1406 s.

¹²² G.W. DENT, (nt. 12), 1323.

¹²³ *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.

¹²⁴ 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.

¹²⁵ SEC, *Concept release*, (nt. 40), 120 ss.

¹²⁶ A. ECKSTEIN, (nt. 16), 96.

Tali iniziative hanno portato solo all’emanazione, nel 2014, da parte della SEC¹²⁹ di linee guida per risolvere singole questioni controverse in tema di affidamento dell’incarico di consulente di voto.

In particolare, la SEC ha chiarito¹³⁰ 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 precisato¹³¹ 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

¹²⁷ *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).

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

¹²⁹ 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>].

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

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

di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge¹³², 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 dotano¹³³ 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 identiche¹³⁴ – è stata per lo più interpretata¹³⁵ nel senso di escludere un obbligo di voto in capo ai gestori.

La conclusione sarebbe confermata dalle norme europee¹³⁶ attualmente in vigore. Esse richiedono ai gestori, tanto degli organismi di investimento collettivo del risparmio¹³⁷

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

¹³³ 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.

¹³⁴ 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».

¹³⁵ 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.

¹³⁶ 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)*, 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 alternativi¹³⁸, 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 istituzionali¹³⁹ a dotarsi di un'organizzazione e documentazione dell'attività di voto molto simile a quella statunitense¹⁴⁰. Il testo proposto, infatti, senza affermare la natura obbligatoria dell'esercizio del diritto di voto¹⁴¹, richiede agli investitori istituzionali (di sviluppare «*politiche di impegno*»¹⁴², 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)¹⁴³.

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-

¹³⁷ 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.

¹³⁸ 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.

¹³⁹ 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.

¹⁴⁰ 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.

¹⁴¹ 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.

¹⁴² 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.

¹⁴³ 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»¹⁴⁴.

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 partecipanti¹⁴⁵.

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»¹⁴⁶, e un comportamento in quanto tale doveroso¹⁴⁷. 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 descrivono¹⁴⁸ 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 intervento¹⁴⁹, 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.

¹⁴⁴ 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.

¹⁴⁵ R. LENER, (nt. 135), 284.

¹⁴⁶ M. STELLA RICHTER, (nt. 20), 801.

¹⁴⁷ R. COSTI, (nt. 135), 320.

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

¹⁴⁹ 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 modifica¹⁵⁰.

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»¹⁵¹. Soprattutto se affidarsi a un consulente di voto è una scelta razionale per un investitore istituzionale, non è una scelta obbligatoria¹⁵². 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 voto¹⁵³. 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.

¹⁵⁰ 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.

¹⁵¹ G.W. DENT, (nt. 12), 1319 e 1326.

¹⁵² G.W. DENT, (nt. 12), 1326.

¹⁵³ 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 gestore¹⁵⁴. 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»¹⁵⁵. 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-

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

¹⁵⁵ 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 segnalato¹⁵⁶ 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»¹⁵⁷. 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 investimento¹⁵⁸. 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.

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

¹⁵⁷ Art. 20, Reg. Congiunto Banca d'Italia-Consob.

¹⁵⁸ 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

IL COINVOLGIMENTO DI SOCI E *STAKEHOLDERS* NELLA DETERMINAZIONE DELLE REMUNERAZIONI DEGLI AMMINISTRATORI

Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive

CHIARA GARILLI

SOMMARIO: 1. *Long termism*, coinvolgimento degli azionisti e remunerazioni degli amministratori: gli obiettivi perseguiti dalla proposta di direttiva. – 2. L'armonizzazione a livello europeo del *say on pay*. – 3. Efficacia del *say on pay* europeo nella riduzione degli *agency costs*: l'allineamento tra gli interessi degli azionisti e la politica remunerativa. – 4. (Segue): le possibilità di recepimento del *say on pay* offerte agli Stati membri, con uno sguardo particolare all'Italia. – 5. La tutela degli azionisti di minoranza. – 6. Alcune sintetiche considerazioni in merito agli interessi degli *stakeholders* ed al loro coinvolgimento nella determinazione dei compensi degli amministratori.

1. *Long termism*, coinvolgimento degli azionisti e remunerazioni degli amministratori: gli obiettivi perseguiti dalla proposta di direttiva.

La recente proposta di direttiva – concernente la modifica delle precedenti direttive 2007/36/UE e 2013/34/UE¹ - si situa nel solco delle iniziative europee volte ad incoraggiare una prospettiva di *long termism* nella *governance* delle società per azioni di più rilevanti dimensioni². Il presupposto da cui muove tale intervento normativo è quello secondo cui l'incoraggiamento dell'attivismo dei soci – ed in particolare di quelli razionalmente apatici,

¹V. Commissione europea, *Proposal of a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*, del 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final. Il testo predisposto dalla Commissione è stato oggetto di numerosi emendamenti ad opera del Parlamento europeo, in data 8 luglio 2015 (T8-0257/2015), nonché precedentemente di significative proposte di modifica sfociate nella cd. versione di compromesso presidenziale del Consiglio (v. Consiglio UE, *Preparation of an informal trilogue*, 20 marzo 2015, 7315/15, LIMITE DRS 26 CODEC 366). Utile, nella ricostruzione dell'iter normativo, la tabella di confronto predisposta dallo stesso Consiglio (11243/15, LIMITE DRS 50 CODEC 1084).

²Numerosi, nel corso degli ultimi anni, sono stati i documenti europei volti all'incoraggiamento di una politica societaria improntata al perseguimento di interessi di lungo periodo: v. l'*Action Plan on European Company Law and Corporate Governance* (COM/2012/0740 final) e il *Green Paper* del 2011 su *EU Corporate Governance Framework* [COM(2011) 164 final]. Con specifico riferimento al tema delle remunerazioni di amministratori e manager, si vedano inoltre: il *Green Paper* del 2010 su *Corporate governance in Financial Institutions and Remuneration policies* [COM(2010) 284 final]; la Racc. 2004/913/CE del 14.12.2004, relativa alle remunerazioni degli amministratori di società quotate (GUUE L 385 del 29.12.2004); la Racc. 2005/162/CE del 15.02.2005, relativa al ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate ed ai comitati interni (GUUE L 52 del 25.2.2005) e la terza Racc. 2009/385/CE del 30.4.2009, di integrazione delle due precedenti (GUUE L 120 del 25.5.2009); per il settore finanziario si veda inoltre *sub nota* n. 49. In linea generale, per una panoramica dei suddetti interventi europei, v. T. DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholder Rights Directive*, in *European Company Law*, 12, 1, 2015, 45 ss.

come gli investitori istituzionali³ – sia necessario per proiettare le società nella logica del perseguimento di interessi di lungo periodo, nonché di sostenibilità dell'impresa e del mercato più in generale⁴.

Si tratta di argomentazioni giudicate deboli da una significativa parte degli interpreti, che si è espressa in chiave critica sia rispetto alla logica - imperante nella politica europea - del *long termism* quale criterio discretivo tra una buona ed una cattiva *governance*, sia in relazione all'identificazione dell'attivismo dei soci quale strumento efficace nel perseguimento di tale obiettivo. Con riferimento a quest'ultimo profilo, in particolare, è stato fatto notare che gli azionisti in quanto tali non necessariamente sono da identificare nei portatori di logiche imprenditoriali di lungo periodo, imponendosi al riguardo una doverosa e preliminare distinzione tra differenti categorie tipologiche di soci⁵, nonché “a monte” tra realtà societarie ad azionariato fortemente diffuso – le cd. *public companies*, prevalentemente di tradizione anglo-americana - ed altre caratterizzate da una forte concentrazione azionaria, secondo un modello tipicamente in uso nell'Europa continentale⁶.

³ Sulle ragioni economiche alla base della «razionale apatia» degli investitori istituzionali, v., fra altri, T. STRAND, *Re-thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive*, 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2516844>, 5 ss.; E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2512303>, 13 ss.

⁴ Più in generale, sulla direzione della politica legislativa europea degli ultimi anni in materia di diritto societario, v. K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Law, August 2015 - Law Working Paper N° 296/2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2644156>

⁵ In tema, v. soprattutto T. STRAND, (nt. 3), 21 ss.; A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD, *Commentary on the Shareholder Rights Directive*, 2014, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2535274>; K.J. HOPT, *Comparative corporate governance: the state of the art and the international regulation*, in *Comparative Corporate Governance. A Functional and International Analysis*, a cura di A. M. Fleckner, K.J. Hopt, UK-NY, Cambridge University Press, 2013, 69 ss.; A. ASPLUND, *Who Should Say on Pay and for the Sake of Whom in a Listed Company?*, in *European Company Law*, 12, 6, 2015, 289 ss. In linea generale, peraltro, i commentatori hanno evidenziato una certa contraddittorietà logica nel perseguimento di prospettive di lungo periodo attraverso un maggior coinvolgimento societario degli investitori istituzionali e degli *asset managers*, ovvero di quegli stessi soggetti cui è stata prevalentemente imputata una condotta orientata al conseguimento di risultati di breve periodo, dalla stessa proposta di direttiva additata quale principale responsabile delle più recenti crisi finanziarie (v., ad es., Cons. 9). A ciò si aggiunga che il sostanziale “snaturamento” del ruolo tipicamente svolto dagli investitori istituzionali – determinato da alcune previsioni della proposta di direttiva [es. artt. 3 f) e ss.] - è oggetto di forti perplessità in dottrina: v. ancora T. STRAND, (nt. 3), 7 ss. e 23 ss.; E.B. ROCK, (nt. 3), 13 ss. e 33-34.

⁶ I problemi di divergenza tra interessi dei soci e degli amministratori sono maggiormente avvertiti negli USA, in considerazione della tendenziale dispersione dell'azionariato: v. T. STRAND, (nt. 3), 6 ss. e 21 ss. In linea generale, invece, le realtà societarie europee si caratterizzano per la presenza di forti soci di controllo, tendenzialmente in grado di determinare efficaci forme di intervento nella vita della società e d'influenzare attivamente l'operato degli amministratori, così riducendo gli *agency problems*. In Europa, peraltro, gli studi dimostrano una stretta correlazione tra la politica remunerativa ed il grado di concentrazione dell'azionariato: si avverte, infatti, una generalizzata e maggiore *compliance* alle politiche di *disclosure* ed alle *best practices* in materia retributiva da parte delle società di dimensioni più grandi e caratterizzate da azionariato disperso (a livello europeo, v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, 2013, reperibile in internet al seguente indirizzo:

Più in generale, poi, è tutt'altro che certa l'individuazione di un problema di *short termism* nel mercato azionario europeo, così come la correlata affermazione secondo cui la logica di lungo periodo sia in sé un valore da perseguire sempre e comunque da parte delle più rilevanti realtà imprenditoriali⁷.

Anche il tema della remunerazione degli amministratori è, quantomeno parzialmente, vittima delle criticità sinteticamente evidenziate: attraverso la previsione di un più intenso e diretto coinvolgimento degli azionisti nella politica remunerativa, le istituzioni europee perseguono il dichiarato fine di riallineare l'interesse sociale con quello degli amministratori (cd. *agency problem*)⁸; a ben vedere, peraltro, il *say on pay* riconosciuto in favore dei soci viene percepito anche come lo strumento per il perseguimento dell'obiettivo - forse meno esplicito, ma ugualmente sentito - di ridimensionamento dei compensi degli amministratori, nell'ottica di un loro allineamento non solo con le performance dell'impresa, ma altresì con la sostenibilità della stessa in un'ottica di lungo periodo⁹.

Alla luce del testo attuale della proposta di direttiva, la soluzione offerta per il perseguimento delle citate finalità consisterebbe nell'obbligo a carico degli Stati membri d'introdurre, nella disciplina delle società quotate, la previsione di una manifestazione di

<http://ssrn.com/abstract=2250677>.

⁷ V. F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Rivista ODC*, 2015, 1, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2015/1/editoriale/quale-quadro-per-lo-sviluppo-della-corporate-governance/>, 7 ss.; K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe*, (nt. 4); T. STRAND, (nt. 3).

⁸ Per tutti, v. L.A. BEBCHUK, J. M., FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003, http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf

⁹ L'analisi della prassi societaria, europea e statunitense, ha dimostrato che rilevanti pericoli per le imprese risiedono nelle dimensioni esorbitanti dei compensi dei gestori e dei trattamenti legati all'eventuale cessazione dalla carica e/o interruzione del rapporto di amministrazione (cd. *golden parachutes*), nonché, e soprattutto, nel ricorso a forme variabili e incentivanti di retribuzione, quali azioni, *stock options*, bonus monetari, etc. Queste ultime, in particolare, rappresentano tecniche retributive che, in assenza di efficaci controlli endosocietari e/o di mercato, possono indurre i beneficiari ad assumere rischi eccessivi, privilegiando il conseguimento di una elevata redditività delle azioni nel breve periodo, a scapito di una stabilità economico-finanziaria dell'impresa legata ad obiettivi di lungo periodo. Per i termini del dibattito, nella vasta letteratura italiana e straniera dedicata all'argomento, si veda: AA.VV., *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA, R. LENER, A.G.E., 2, 2014; L. BEBCHUK, J.M. FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004 (oggi anche nella versione italiana *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, con prefazione e traduzione italiana a cura di D. SANTOSUOSSO, Torino, Giappichelli, 2010); M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 702 ss.; D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, 341 ss.; A. L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005; G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 62, 2, 431 ss. (reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1707344>); G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, 10, 1; G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in *ECGI-Law*, WP N. 126/2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ssrn.com/abstract_id=1418403; S. THOMAS RANDALL, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Amatucci, Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss.

volontà dei soci – nel testo più recente, anche a carattere non vincolante – avente ad oggetto la politica remunerativa della società con cadenza almeno triennale (o quinquennale, secondo quanto proposto dal Consiglio) [v. art. 9 a)]; nonché di un successivo pronunciamento assembleare – anch'esso non vincolante – concernente la relazione annuale dei compensi su base individuale, e, dunque, l'implementazione concreta della suddetta *policy* [art. 9 b)]. Sia la politica remunerativa, sia il report annuale sui compensi, peraltro, dovranno essere soggetti ad intense forme di *disclosure*, volte a garantire una corretta informazione per gli investitori ed il mercato¹⁰.

Secondo quanto si avrà modo di argomentare nel prosieguo della trattazione, la soluzione offerta non appare del tutto convincente. Per quel che concerne, infatti, il dichiarato intento di riduzione degli *agency problems*, l'accrescimento delle prerogative riconosciute ai soci in materia retributiva sembra muoversi nella giusta direzione, pur correndo il rischio di raggiungere risultati poco incisivi nell'ipotesi in cui, come appare probabile, venisse confermata nel testo definitivo della direttiva la natura non vincolante della preventiva approvazione assembleare della politica remunerativa della società (v. *infra* § 3). Avendo, invece, riguardo al tema di una sostenibile ed equa parametrizzazione del complessivo trattamento retributivo degli amministratori, anche nell'ottica di una più ampia tutela degli *stakeholders*, le previsioni della proposta di direttiva si mostrano largamente insufficienti, dettando dei criteri che sembrano suonare alla stregua di mere enunciazioni di principio, la cui corretta applicazione da parte degli amministratori appare essenzialmente rimessa al giudizio della maggioranza degli azionisti (più compiutamente, v. §§ 5 e 6).

2. L'armonizzazione a livello europeo del "say on pay".

Non è superfluo, in via assolutamente preliminare, dedicare alcune sintetiche riflessioni in merito all'opportunità di un intervento di armonizzazione delle modalità di determinazione dei compensi degli amministratori delle società quotate, tale per sua natura da determinare il coinvolgimento di significativi aspetti disciplinari attinenti alla *corporate governance* delle suddette realtà societarie.

In proposito, si ritiene di poter esprimere una valutazione complessivamente positiva dell'azione europea, pur nella consapevolezza di non trovarsi al cospetto di una delle più rilevanti priorità nell'ambito dei possibili interventi di armonizzazione del diritto societario¹¹.

¹⁰ La politica sulla remunerazione, a seguito della consultazione assembleare, dovrebbe essere pubblicata senza ritardo sul sito internet della società [art. 9 a).4]. La relazione sulle retribuzioni è parte integrante della relazione sul governo societario, che le società quotate dovrebbero pubblicare in conformità all'articolo 20 della Dir. 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 (v. art. 2.1, della proposta di direttiva). In linea generale, si osserva che la trasparenza rappresenta un obiettivo prioritario delle istituzioni europee sul presupposto della capacità del mercato di orientare efficacemente la condotta di tutti gli operatori: v. F. DENOZZA, *Quale quadro*, (n. 7), 2 ss. e 11 ss.

¹¹ Tra le *core areas* che, secondo l'ECLC (*European Company Law Experts*), richiederebbero in via prioritaria interventi di armonizzazione a livello europeo viene menzionato il *cross-border voting* (v. ECLC, *Response to the European Commission's Consultation on the Future of European Company Law*, Maggio 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.eclc.eu), rispetto al quale l'uniformazione sulle politiche remunerative si mostra sotto

Il tentativo d'introdurre un livello minimo di uniformità in relazione al *say on pay* ed alla trasparenza del processo di determinazione della politica remunerativa degli amministratori è, comunque, da ritenere auspicabile a fronte di un panorama europeo ancora piuttosto eterogeneo: secondo i dati resi noti dalla Commissione europea, solo tredici Stati membri attribuiscono un *say on pay* agli azionisti (peraltro talvolta relativo solo alla politica remunerativa, talaltra al *report* annuale o ad entrambi); e soltanto quindici Paesi dell'Ue prevedono meccanismi di *disclosure* sui compensi degli amministratori, nell'ambito dei quali appena undici Stati richiedono che siano pubblicizzati i dati disaggregati, cioè relativi alle retribuzioni dei singoli gestori¹².

Come chiarito dalla stessa Commissione, l'esistenza di significative differenze disciplinari su tali profili potrebbe rendere arduo il monitoraggio da parte di soci che investono a livello transfrontaliero, in particolare nel caso di investitori istituzionali e di *asset managers*¹³. L'esistenza di un quadro normativo armonizzato – relativo, tra l'altro, alle modalità ed ai contenuti oggetto di *disclosure* –, oltre ad incrementare l'affidabilità delle relative imprese nel mercato, avrebbe l'effetto di rendere più agevole l'interessamento dei soci, colmando le asimmetrie informative che sovente ne ostacolano l'attivismo¹⁴.

È plausibile, peraltro, che, in assenza di tale armonizzazione, gli Stati membri siano disincentivati dal prevedere rigorose modalità di coinvolgimento degli azionisti, onde non subire lo svantaggio competitivo derivante da un presumibile abbassamento dei compensi degli amministratori esecutivi: in termini più concreti, i manager più capaci potrebbero essere indotti ad offrire i propri servizi professionali unicamente alle società aventi sede nei Paesi europei meno rigorosi nella disciplina delle remunerazioni, e ciò evidentemente potrebbe

molteplici aspetti complementare (v. oltre nel testo). L'ECLC, tuttavia, si è mostrato poco favorevole ad interventi di armonizzazione del *say on pay*: v. *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, 22 Luglio 2011, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.ecle.eu

¹² Per i dati di diritto comparato, si veda il documento della Commissione di accompagnamento alla proposta di direttiva: *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, 27 ss. (8847/14 ADD 2, DRS 53 CODEC 1090). In particolare, gli Stati che prevedono la *disclosure* della *remuneration policy* sono 15 e precisamente: Austria, Belgio, Bulgaria, Francia, Germania, Italia, Lettonia, Lituania, Olanda, Portogallo, Repubblica ceca, Slovacchia, Spagna, Svezia e UK; di questi solo 11 prevedono una *disclosure* dei compensi individuali (Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia, Lituania, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia, UK). Fra gli Stati membri che prevedono il *say on pay*, 10 lo dichiarano vincolante (Belgio, Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Lettonia, Olanda, Portogallo, Slovacchia, Svezia e UK, mentre tre lo prevedono con valore solo consultivo (Italia, Repubblica ceca e Spagna). La varietà delle soluzioni europee si spiega anche in considerazione del fatto che i principi europei in tema di remunerazioni degli amministratori sono stati prevalentemente dettati attraverso mere Raccomandazioni, peraltro, spesso recepite dagli Stati membri solo a livello di *soft law*: sul punto v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), 6 ss., i quali, oltre a rilevare un trend crescente volto al recepimento normativo di tali criteri (anche grazie alle direttive che hanno interessato il settore finanziario), ritengono comunque non necessarie più incisive forme di armonizzazione in relazione ai parametri retributivi, in considerazione di un sistema che si dimostrerebbe già piuttosto efficiente.

¹³ V. Commissione europea, *Explanatory Memorandum*, 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final, 2014/0121(COD), 6.

¹⁴ V. ancora Commissione europea, *Explanatory Memorandum*, (nt. 13), 7.

generare una corsa al ribasso nell'imposizione normativa di simili condizioni (*race to the bottom*)¹⁵.

Peraltro, la scelta di perseguire i suddetti obiettivi di armonizzazione attraverso la strada della modifica alla *Shareholder Rights Directive* sembra condivisibile *ratione materiae*, anche se non è da escludere che possa aver negativamente condizionato il legislatore europeo con riferimento alla previsione di un adeguato interessamento degli *stakeholders*, nonché, presumibilmente, di una più efficace armonizzazione a livello contenutistico/strutturale delle politiche remunerative (v. oltre *sub* §§ 5 e 6)¹⁶.

Sul fronte dell'armonizzazione, peraltro, la proposta di direttiva rischia di essere, quantomeno sotto il profilo della remunerazione degli amministratori, poco incisiva: al di là della scelta di confinare l'intervento sul piano della struttura e del contenuto dei cd. pacchetti remunerativi ad alcune disposizioni di scarso valore precettivo (v. §§ 5 e 6), è dal punto di vista procedimentale che l'uniformazione a livello europeo potrebbe risultare poco efficace, specialmente in considerazione del fatto che, sulla base delle scelte dei singoli Stati membri relativamente alla natura vincolante o meramente consultiva del *say on pay*, il coinvolgimento degli azionisti potrebbe essere più o meno intenso. In sintesi, sono delineabili molteplici possibilità a fronte di un quadro normativo europeo che rischia di restare poco omogeneo anche a seguito dell'implementazione della direttiva (sul punto, v. § 4).

3. *Efficacia del say on pay europeo nella riduzione degli agency costs: l'allineamento tra gli interessi degli azionisti e la politica remunerativa.*

Secondo quanto si è già avuto modo di illustrare, la proposta di direttiva obbliga gli Stati membri ad incrementare il coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori di società quotate, attraverso la previsione di una duplice manifestazione di volontà assembleare avente ad oggetto rispettivamente la politica remunerativa, con cadenza quantomeno triennale (o quinquennale nella proposta del Consiglio), e la sua implementazione annuale.

La strada così intrapresa sembra condivisibile nella misura in cui si propone di disinnescare quell'endemico conflitto di interessi che caratterizza la determinazione dei compensi degli amministratori esecutivi delle società per azioni: sulla base del presupposto (a nostro avviso discutibile) secondo cui la politica remunerativa – ed in particolar modo, la determinazione delle componenti retributive aggiuntive in favore dei gestori con poteri esecutivi – sia da annoverare tra gli atti di gestione, la suddetta competenza viene sovente attribuita allo stesso consiglio di amministrazione, all'interno del quale gli amministratori esecutivi esercitano certamente un ruolo dominante. In sintesi, seppure attraverso la mediazione dell'organo

¹⁵ In termini più generali, per una panoramica delle principali argomentazioni rispettivamente contrarie e favorevoli all'armonizzazione del diritto societario europeo v. K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe*, (nt. 4), 21 ss.

¹⁶ Si è ritenuto opportuno intervenire con lo strumento della direttiva, alla luce del fatto che le precedenti raccomandazioni non avevano prodotto risultati sufficienti dal punto di vista dell'auspicata armonizzazione: v. Commissione europea, *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 51.

consigliare¹⁷, si finisce con l'assistere ad una sostanziale auto-attribuzione da parte degli stessi amministratori dei propri compensi, che, nel caso specifico dei gestori esecutivi, non di rado concernono trattamenti retributivi di valore significativo in rapporto alla situazione economico-finanziaria della società interessata¹⁸.

Secondo l'impostazione ritenuta preferibile, invece, il coinvolgimento assembleare in tale materia risulterebbe coerente con il complesso di competenze attribuite all'organo proprietario nell'assetto di *corporate governance* generalmente recepito dai differenti ordinamenti europei: eccezion fatta per i *two tier systems* (sui quali si avrà occasione di ritornare), infatti, sono i soci ad essere titolari dei poteri di nomina e revoca dei gestori, ai quali dovrebbe ragionevolmente fare da corollario anche la determinazione della relativa remunerazione, seppure tramite una delibera di approvazione dei piani retributivi predisposti dallo stesso consiglio di amministrazione¹⁹. Stando all'assetto di competenze auspicato, dunque,

¹⁷ Ma sull'inefficacia del consiglio di amministrazione a fare da «filtro» nella determinazione della remunerazione degli *executives*, v. in particolare D.U. SANTOSUOSSO, (nt. 9), 346 ss.

¹⁸ Il panorama a livello comparatistico è variegato e prevede un minore/maggiore coinvolgimento assembleare nella determinazione delle remunerazioni dei gestori a seconda che si privilegi la stretta connessione del sistema remunerativo con gli obiettivi della gestione (sistemi «board oriented»), o, viceversa, si enfatizzi l'endemico conflitto di interessi che caratterizza la materia (sistemi che prevedono forme di coinvolgimento assembleare): sul punto v. M. CAMPOBASSO, (nt. 9), 702 ss. Anche le normative europee più inclini ad incrementare i poteri assembleari in tale materia (es. Svezia, Italia) finiscono poi con l'attribuire al consiglio di amministrazione il potere inerente la predisposizione e l'implementazione dei compensi degli amministratori esecutivi, salvo poi temperarlo attraverso forme – vincolanti o meno – di consultazione assembleare. È, invece, generalmente previsto un potere assembleare vincolante di approvazione dei piani di compensi basati su azioni e/o diritti di opzione, nonché sovente dei trattamenti di fine rapporto. Discorso parzialmente diverso va fatto con riferimento ai modelli dualistici, nei quali la determinazione del compenso degli amministratori è da annoverare tra le attribuzioni del consiglio di sorveglianza, mentre resta di competenza assembleare la decisione circa i compensi dei componenti di quest'ultimo (es. Germania, Austria). Per una panoramica delle legislazioni vigenti nei diversi Paesi UE, v. Annex VI del già citato *Commission Staff Working Document Impact Assessment* (nt. 12).

¹⁹ Stando alla tesi sostenuta, la decisione circa i compensi degli amministratori – ivi inclusi quelli esecutivi – dovrebbe competere all'assemblea, quantomeno sotto forma di approvazione finale della proposta degli amministratori, in quanto rientrante in quelle che sono state definite come «*rules of the game*»: v. L. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Discussion Paper n. 500, 12/2004, in *Harvard Law Review*, 118, 2005, 833 ss., reperibile in internet al seguente indirizzo: http://papers.ssrn.com/abstract_id=387940 (più precisamente, l'A. da ultimo citato ritiene, seppure incidentalmente, che la determinazione dei compensi sia comunque da annoverare nelle «*business decisions*», ma giunge a soluzioni non dissimili da quelle presentate nel testo, perché menziona tale materia fra quelle in cui è sempre auspicabile un coinvolgimento dei soci).

L'assetto di poteri e competenze sopra delineato consentirebbe, sul piano sistematico, di sottoporre le decisioni inerenti la retribuzione degli amministratori ad un regime più rigoroso di quello generalmente applicabile alle operazioni con parti correlate. Ciò, a nostro avviso, si giustifica in considerazione della stretta correlazione tra il potere di determinazione della remunerazione dei gestori e quello di nomina e revoca dei medesimi: si tratta, in ultima analisi, di quei poteri di determinazione delle «regole del gioco» che non potrebbero che spettare ai soci in coerenza con l'iniziativa dei medesimi nella costituzione e nell'organizzazione della s.p.a. Si consideri, tuttavia, che la bozza dei nuovi principi di *corporate governance* dell'OECD, datata novembre 2014 (<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>, 9-10) richiede semplicemente che gli azionisti possano far conoscere, anche tramite il voto nell'assemblea, la propria opinione sulle remunerazioni degli amministratori esecutivi, tramite forme di consultazione che possono anche consistere in *say on pay* non

l'intervento assembleare in materia dovrebbe configurarsi alla stregua di una decisione a carattere vincolante, conferendo in tal modo ai soci un potere quantomeno condiviso con l'organo gestorio, che di tali remunerazioni è incaricato di predisporre e curare le linee direttrici e la concreta implementazione²⁰.

La proposta di direttiva, stando alla sua ultima versione, recepisce solo parzialmente tali osservazioni, demandando alla discrezionalità dei singoli Stati membri la scelta se attribuire natura vincolante o meramente consultiva al *say on pay* degli azionisti²¹. Tale soluzione, tuttavia, lascia insoddisfatti nella misura in cui non elimina il conflitto di interessi cui si è fatto cenno: è al riguardo evidente che un parere dei soci di natura non vincolante non potrebbe impedire l'approvazione e l'implementazione di una politica remunerativa unilateralmente determinata dall'organo amministrativo, né rendere inefficaci e ripetibili i pagamenti effettuati in attuazione della medesima²².

È vero che il dissenso assembleare, anche se privo di carattere vincolante, può rivelarsi idoneo ad innescare virtuose forme di dialogo con l'organo amministrativo, tali da

vincolanti; viene invece richiesta una più penetrante approvazione assembleare per i piani di compensi basati su *equity*, per la potenzialità diluitiva delle partecipazioni sociali.

²⁰ Resterebbe poi da analizzare la questione – nota alla dottrina italiana – se la deliberazione vincolante sia da interpretare alla stregua di una vera e propria «approvazione» o di una mera «autorizzazione»: nel primo caso, l'assemblea – similmente a quanto generalmente sostenuto nell'ordinamento italiano con riferimento alla delibera di approvazione del bilancio di esercizio – realizza l'effetto di definitiva imputazione dell'atto alla società, degradando gli amministratori a meri esecutori del precetto deliberativo (a corollario di tale premessa, in linea di massima si sostiene che l'assemblea possa direttamente modificare il contenuto dei progetti sottoposti alla sua approvazione); nel caso della mera «autorizzazione», invece, la volontà assembleare finirebbe per rimuovere un limite, legale o statutario, all'esercizio di un potere pur sempre spettante all'organo amministrativo. Così, da ultimo, M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, F. GUERRRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, Utet, 2014, 819 ss. Nell'ordinamento giuridico italiano, qualora la proposta di direttiva fosse implementata nel senso della necessità di una deliberazione assembleare di natura vincolante avente ad oggetto la politica remunerativa, è plausibile ritenere che la stessa avrebbe portata differenziata a seconda che si tratti dei compensi degli amministratori esecutivi o meno. È noto, infatti, che ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c., la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto spetta al consiglio di amministrazione (sentito il parere del collegio sindacale); ne deriva che – limitatamente a tali aspetti (salvo non modificare la citata norma) – l'eventuale deliberazione assembleare vincolante presumibilmente si atterrebbe quale mera «autorizzazione», volta a rimuovere un limite ad un potere tipicamente spettante all'organo amministrativo. Diversamente, la determinazione dei compensi degli altri amministratori e del comitato esecutivo spetta *ex lege* ai soci (art. 2389, comma 1, c.c.): l'assemblea chiamata a pronunciarsi sulla politica remunerativa, dunque, dovrebbe avere pieni poteri (anche modificativi) circa le disposizioni concernenti i gestori non esecutivi, anche qualora contenute nella suddetta *policy*.

²¹ Incidentalmente si osserva che un *say on pay* di natura consultiva è stato, in tempi piuttosto recenti, introdotto anche negli USA: v. J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, *The First Year of «Say on Pay» under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2162957>, 974 ss. (ove cenni anche sul dibattito precedente e successivo a tale innovazione normativa).

²² Per l'insufficienza dei poteri di nomina e revoca nel condizionamento delle scelte dei gestori in relazione a determinate decisioni rispetto alle quali è opportuno un diretto coinvolgimento dei soci: L.BEBCHUK, *The Case for Increasing*, (nt. 19), 851 ss.

comportare, qualora necessario, una rimodulazione della politica retributiva e/o una riduzione dei compensi. Tuttavia, i dati statistici non sembrano supportare univocamente una significativa efficacia del *say on pay* meramente consultivo, mentre è evidente, come, da un punto di vista squisitamente giuridico, un simile strumento costituisca un'arma "spuntata"²³.

A sostegno di tali conclusioni, si consideri il fatto che uno dei primi Paesi europei ad avere introdotto il *say on pay* (la Gran Bretagna) ha di recente optato per una modifica della relativa disciplina, trasformando il voto sulla politica remunerativa – originariamente avente natura solo consultiva – in vincolante²⁴. Quantomeno sotto tale profilo, dunque, l'esempio

²³ A ben vedere, i risultati derivanti da forme di coinvolgimento meramente consultivo degli azionisti sulla politica remunerativa non sono univoci: ad esempio, i commentatori generalmente sottolineano la generale efficacia del *say on pay* meramente consultivo negli USA [v. J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, (nt. 21); ma in senso parzialmente contrario, v. T. STRAND, (nt. 3), 26 ss.]; mentre in Gran Bretagna gli esiti del voto consultivo sono stati piuttosto incerti (v. M.J. CONYON, G.V. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the U.K.*, 2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cr/2>). Tuttavia, in senso contrario, v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), 10, secondo i quali i risultati sarebbero stati migliori in Gran Bretagna e più modesti negli USA.

In Italia, è stato fatto notare come il dissenso assembleare sia stato più efficace nelle realtà azionarie di dimensioni più rilevanti, mentre si sia dimostrato inidoneo ad instaurare un proficuo dialogo tra azionisti e amministratori nelle società più piccole (FTSE Mid Cap Index) - che comunque rappresentano circa l'80% delle società quotate italiane: S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss. e 1279 ss.; S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings: Results and Future Perspectives*, reperibile in internet al seguente indirizzo: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2559070. Tali conclusioni sembrerebbero supportate anche dagli ultimi dati [consultabili in ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015) – Note e studi n. 10/2015*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?n=2621174&idTipologiaDettaglio=374#], i quali evidenziano che i compensi (*non-equity*) degli amministratori delegati mostrano andamenti notevolmente differenziati secondo la dimensione della società: tra le FTSE-Mib i compensi medi sono diminuiti del 30% (11% all'anno) nell'ultimo triennio; al contrario, nello stesso periodo, i compensi medi sono saliti del 10% tra le Mid Cap, e di quasi il 20% tra le Small Cap. Mentre estremamente variabile si dimostra l'andamento dei piani *stock based* anche in relazione alle differenti dimensioni delle società. È piuttosto arduo, comunque, stabilire un'univoca correlazione tra le tendenze in materia di remunerazioni e l'efficacia del *say on pay*; anche perché il generale processo di *disclosure* e rimodulazione delle politiche remunerative è, altresì, legato alla crisi economico-finanziaria del 2008: v. in particolare, R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), che basano la loro analisi sui dati delle principali società quotate europee tra il 2007 ed il 2010 (cioè proprio a cavallo della crisi).

²⁴ Per effetto delle recenti modifiche normative, a far data dal primo ottobre 2013, negli UK il voto assembleare sulla politica delle remunerazioni ha natura vincolante: v. S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare* (nt. 23), 1294 ss.; ID. *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 6-7 (e si vedano anche le proposte di modifica della remunerazione dei manager del settore bancario e finanziario, sulle quali M.L. VITALI, *La remunerazione degli amministratori all'esito di un processo di consultazione nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, 1006 ss.). Ancor prima della Gran Bretagna hanno introdotto un *say on pay* vincolante altri Paesi europei, fra i quali Olanda, Svezia e Belgio (v. anche sub nota n. 12). Proprio nei Paesi da ultimo citati, i dati statistici sembrano mostrare una più evidente connessione tra prestazioni societarie e remunerazioni degli amministratori, indirettamente dimostrando l'efficacia del *say on pay* vincolante: Commissione, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt.12), 25 ss.

del Regno Unito - la cui normativa ha indubbiamente influenzato la disciplina europea (e americana) - non è stato seguito dagli organi legislativi europei: più precisamente, la proposta di direttiva originariamente avanzata dalla Commissione europea era rimasta piuttosto fedele alla disciplina inglese, prevedendo la vincolatività del voto *ex ante* e la possibilità di articolare come consultivo quello *ex post* relativo alla relazione annuale sui compensi²⁵. A seguito dell'intervento del Consiglio e del Parlamento europeo, invece, appare destinata a prevalere la differente soluzione inerente il voto meramente consultivo.

Dall'analisi dei lavori preparatori, tale ultima determinazione sembrerebbe dipendere dall'asserita necessità di tener conto dei differenti modelli di amministrazione e controllo attualmente vigenti in Europa e dei conseguenti equilibri di potere tra i relativi organi sociali²⁶. In questa prospettiva, se non ci si inganna, uno dei principali ostacoli alla previsione di un *say on pay* vincolante sarebbe costituito dai sistemi dualistici, rispetto ai quali esso finirebbe con il determinare uno sbilanciamento di potere a favore dell'assemblea, non coerente con le caratteristiche tipologiche del modello. Una simile criticità, tuttavia, avrebbe potuto essere agevolmente superata prevedendo soluzioni differenziate con riferimento ai differenti modelli di *governance* ed alle diverse esigenze ad essi sottese: più in particolare, è da ritenere coerente con il sistema dualistico la piena competenza assembleare in ordine alle remunerazioni dei consiglieri di sorveglianza (rispetto alle quali, peraltro, si sono posti problemi non dissimili da quelli che, nel sistema tradizionale, concernono il compenso degli amministratori esecutivi)²⁷; mentre, la determinazione della politica remunerativa dei consiglieri di gestione sarebbe dovuta restare ad esclusivo appannaggio del consiglio di

²⁵ Alla luce della proposta della Commissione, l'approvazione assembleare avrebbe dovuto essere interpretata come vincolante, con la conseguenza, in caso di voto negativo, di obbligare gli amministratori a sottoporre ai soci una nuova politica retributiva al fine di ottenerne l'approvazione; al contrario, il voto sulla remunerazione annuale avrebbe potuto avere natura meramente consultiva, obbligando gli amministratori solo a prendere in considerazione i rilievi assembleari l'anno seguente: S. BRUNO, F. BIANCONI, S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare* (nt. 23), 1297 ss.; ID. *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 9.

²⁶ V. ancora Commissione, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 54.

²⁷ La possibilità di prevedere compensi aggiuntivi – ed eventualmente a carattere incentivante – per i consiglieri di sorveglianza investiti di particolari cariche (es. componenti dei comitati) è oggetto di discussioni in Germania, soprattutto a seguito di una decisione del *Bundesgerichtshof* che ha escluso la possibilità di attribuire incentivi azionari ai componenti dell'*Aufsichtsrat* (BGH, 16.2.2004, in *AG*, 2004, 265); è pacificamente ammessa dalla legge, invece, la possibilità per i componenti del consiglio di sorveglianza di partecipare agli utili (§ 113, Abs. 3, AktG): v. soprattutto G.B. PORTALE, *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal «nobile officium» ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss. Analoghi problemi si pongono nel sistema dualistico italiano, rispetto al quale la dottrina sembra propensa ad ammettere la previsione di una componente retributiva incentivante in favore dei consiglieri di sorveglianza “attivi”: v. V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, a cura di N. ABRIANI, V. CARIELLO, Torino, Giappichelli, 2012, 470 ss.; R. LENER, «Speciali remunerazioni» dei consiglieri nelle banche a governo dualistico, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. AMATUCCI, Milano, Giuffrè, 2010, 100 ss.

sorveglianza (e del comitato sulle remunerazioni costituito al suo interno), potendo, tutt'al più, essere sottoposta ad un parere non vincolante dell'assemblea²⁸.

In conclusione, dunque, l'esistenza di differenti modelli di *governance* non appare di per sé idonea a giustificare l'introduzione generalizzata di un *say on pay* a carattere meramente consultivo, secondo la scelta che sembrerebbe al momento prevalere in sede europea. Peraltro, così come risultante dagli emendamenti del Parlamento europeo, il testo dell'art. 9 a) sembra presentare alcuni difetti di coordinamento: i paragrafi dedicati a stabilire quale *policy* si applichi nell'ipotesi di deliberazione assembleare negativa – sebbene letteralmente riferibili anche alle ipotesi di voto meramente consultivo – finiscono, infatti, con l'assumere rilievo soltanto nel caso di *say on pay* vincolante; è evidente, del resto, che qualora il dissenso dei soci non infici la validità e l'efficacia della decisione consiliare, un problema di risoluzione dell'impasse endo-societaria nemmeno si ponga. Così come poco coerente appare l'ultimo paragrafo della citata norma, nella misura in cui continua a subordinare la pubblicazione della politica remunerativa sul sito della società alla preventiva approvazione assembleare (par. 4)²⁹.

4. (Segue): le possibilità di recepimento del *say on pay* offerte agli Stati membri, con uno sguardo particolare all'Italia.

Allo stato dell'attuale testo della proposta di direttiva, dunque, agli Stati membri si prospettano molteplici opzioni, così sinteticamente riassumibili:

- i) imposizione di un voto vincolante *ex ante* (i.e., sulla politica remunerativa) ed *ex post* (i.e., avente ad oggetto la relazione sulle retribuzioni);
- ii) imposizione di un voto vincolante *ex ante* e meramente consultivo *ex post*;
- iii) imposizione di un voto consultivo *ex ante* e vincolante *ex post*;
- iv) previsione di un voto meramente consultivo *ex ante* ed *ex post*;
- v) rimessione delle relative decisioni all'autonomia statutaria delle singole società.

²⁸ In Germania, ad esempio, è previsto un parere dell'assemblea delle società quotate avente ad oggetto il piano delle remunerazioni dei componenti del consiglio di gestione: si tratta di un parere non vincolante e meramente eventuale, potendosi l'assemblea esprimere sulla base dell'inserimento di tale decisione all'ordine del giorno da parte dell'organo amministrativo o di una percentuale qualificata di soci (§ 120.4 AktG). Analogamente il nostro art. 123-ter t.u.f., nel disciplinare la deliberazione assembleare - a valenza meramente consultiva - avente ad oggetto la relazione sulla remunerazione, trova esplicita applicazione anche in caso di adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo. Sembra, comunque, di poter affermare che l'attribuzione al consiglio di sorveglianza dei poteri di determinazione ed implementazione della *policy* sulle remunerazioni dei consiglieri di gestione comporti rischi complessivamente minori rispetto a quanto si verifica nel sistema tradizionale con riferimento all'individuazione dei compensi degli amministratori esecutivi: sul punto sia consentito rinviare a C. GARILLI, *Il consiglio di sorveglianza della società per azioni. Funzioni e competenze*, Torino, Giappichelli, 2012, 195 ss. e soprattutto 203 ss. Non si dimentichi, peraltro, che il sistema dualistico italiano, nella sua grande flessibilità modulare, consente, altresì, che sia statutariamente attribuita all'assemblea la competenza a determinare i compensi dei consiglieri di gestione: in tale ultima ipotesi, non sarebbero ravvisabili ostacoli nell'attribuire alla medesima assemblea anche l'approvazione vincolante dei compensi previsti per i gestori esecutivi.

²⁹ Più coerente, da questo limitato punto di vista, è il testo proposto dal Consiglio, alla stregua del quale la pubblicazione prescinde dal voto favorevole degli azionisti, posto che anche tale voto ed il suo risultato dovrà essere oggetto di pubblicazione sul sito internet della società.

La prima soluzione è quella in astratto più incisiva nell'ottica di un effettivo coinvolgimento dei soci, in quanto rappresenta l'unica certamente in grado di rendere inefficaci - e, ove necessario, ripetibili - gli eventuali pagamenti effettuati o promessi sulla base di una politica remunerativa precedentemente non approvata (o non sottoposta all'approvazione) e/o di una relazione annuale sulle retribuzioni rispetto alla quale i soci abbiano espresso parere negativo³⁰. È evidente, peraltro, come, al fine di un corretto funzionamento dell'approvazione assembleare, sia indispensabile la previsione di un'informazione completa e chiara, che consenta ai soci di superare le tradizionali asimmetrie informative caratterizzanti la loro posizione rispetto a quella degli amministratori [v. art. 9 a).2]³¹.

La seconda ipotesi – corrispondente a quella di recente entrata in vigore in Gran Bretagna – rappresenta una soluzione sufficientemente equilibrata ed efficacemente percorribile, nella misura in cui non imbriglia eccessivamente la concreta operatività del consiglio di amministrazione, consentendo allo stesso d'implementare più liberamente la politica remunerativa, ma al contempo obbliga quest'ultimo ad attenersi ai principi della *policy* retributiva precedentemente approvata dall'assemblea [art. 9 a).1], e ad esplicitare, qualora i soci abbiano espresso il proprio parere negativo circa la relazione sulle retribuzioni, come si sia tenuto conto di tale eventuale dissenso nella redazione della relazione successiva [art. 9 b). 3]³². Vero è che tale soluzione non impedisce concretamente il pagamento dei compensi individuali, nonostante l'eventuale voto contrario dei soci avente ad oggetto il *report* annuale sulle remunerazioni, ma non è da trascurare il fatto che la stessa proposta di direttiva impone agli amministratori di attenersi, nell'esecuzione dei pagamenti, a quanto previsto dalla *policy* remunerativa (precedentemente sottoposta ad approvazione assembleare vincolante): questo dato testuale, se debitamente valorizzato, potrebbe peraltro condurre ad affermare l'inefficacia degli eventuali corrispettivi erogati in modo non conforme alla *policy* approvata, con la conseguenza di affiancare al (poco efficace) strumento risarcitorio nei confronti degli amministratori, una ben più pregnante tutela reale³³.

³⁰ Benché testualmente la proposta di direttiva qualifichi come «di natura consultiva» il voto degli azionisti avente ad oggetto la relazione sulle retribuzioni, non è da escludersi che gli Stati membri possano optare per una soluzione più rigorosa (*i.e.*, voto vincolante anche *ex post*), in considerazione dell'efficacia di armonizzazione minima della *Shareholder Rights Directive* (art. 3).

³¹ Sotto tale profilo la proposta di direttiva è piuttosto dettagliata, prevedendo, tra l'altro, che la *policy* sia «*clear and understandable*» [art. 9 a).2] e stabilisca criteri chiari per la determinazione della parte fissa e di quella variabile della retribuzione e di qualsiasi altro beneficio o trattamento, indicando in che modo tale politica remunerativa contribuisca al perseguimento degli interessi di sostenibilità della società nel lungo periodo [art. 9 a).3]. Così come dettagliate appaiono le indicazioni da fornire nella relazione sulle retribuzioni [art. 9 b).1]; tra l'altro, in quest'ultimo caso, si demanda alla Commissione il potere di adottare atti delegati per la presentazione standardizzata delle suddette informazioni [art. 9 b).4].

³² Il testo proposto dal Parlamento richiede espressamente che, a fronte del dissenso avente ad oggetto la relazione annuale sulle retribuzioni, si debba avviare un dialogo con i soci per individuarne le cause, ferma restando la necessità che la successiva relazione dia conto di come tale dissenso sia stato tenuto in considerazione [art. 9 b).3].

³³ La prassi, quantomeno a livello nazionale, evidenzia come sia poco probabile che gli amministratori concretamente si discostino dai principi della politica remunerativa: dagli ultimi dati disponibili relativi alle

La terza ipotesi, per quanto astrattamente ipotizzabile, si mostra poco coerente e, dunque, in concreto poco proficua: i soci potrebbero soltanto esprimere un parere non vincolante sulla *policy* – tale da non condizionare l'operato degli amministratori – per poi paralizzare e rendere inefficace il pagamento dei compensi *ex post*. L'assetto sembra, dunque, nel suo complesso scarsamente efficiente e non risulta che altri ordinamenti giuridici ne prevedano di analoghi.

Infine, le soluzioni che optino per un coinvolgimento meramente consultivo dei soci sulla *policy* remunerativa e sul successivo *report* annuale - in via normativa o lasciando alle società la relativa scelta statutaria – si rivelano, come già analizzato, poco efficaci nella misura in cui non impediscono concretamente la predisposizione e la successiva implementazione di una politica remunerativa rispetto alla quale gli azionisti abbiano espresso il loro dissenso, con la conseguenza di lasciare a disposizione degli stessi unicamente lo strumento della revoca degli amministratori e/o dell'azione risarcitoria nei confronti di questi ultimi. In tali casi è, dunque, auspicabile che l'obbligatorietà e la vincolatività del voto assembleare – quantomeno di quello *ex ante* riferito alla *policy* remunerativa – siano previste quali *best practices* dai codici di condotta, così come è opportuno che i suddetti codici prevedano l'introduzione statutaria di clausole di *clawback*, tali da consentire la ripetizione delle somme corrisposte a titolo remunerativo agli amministratori (o di parte di esse), a fronte del verificarsi di particolari eventi.

Concludendo con un rapido sguardo alla situazione italiana, sembra di poter affermare che la disciplina attualmente in vigore per le società quotate sia già abbastanza coerente con le previsioni della proposta di direttiva. L'attuale art. 123-ter t.u.f.³⁴ prevede, infatti, la sottoposizione all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio – che si esprime in funzione meramente consultiva³⁵ – della prima parte della relazione sulla remunerazione: quest'ultima, come è noto, è costituita da un documento articolato in due distinte sezioni, rispettivamente dedicate all'illustrazione della politica remunerativa e all'indicazione dei compensi individuali dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dei direttori generali (nonché – in forma aggregata – dei manager con responsabilità

società quotate italiane si evince come in 101 casi vi è stata coerenza tra *policy* e remunerazioni effettivamente corrisposte; nei restanti 12 casi le società hanno comunicato di essersi distaccate dalla politica retributiva, sottoposta al voto dell'assemblea, quasi sempre per operare riduzioni della remunerazione (fissa e/o variabile) rispetto a quanto originariamente previsto, alla luce di significative difficoltà della società sotto il profilo economico-finanziario (ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 79).

³⁴ Si tratta, del resto, di una norma che ha recepito le indicazioni precedentemente espresse in ambito europeo: più precisamente il citato art. 123-ter è stato inserito nel t.u.f. dal d.lgs. 30.12.2010 n. 259, in attuazione della delega relativa al recepimento della sezione II e III della Racc. 2004/913 e della sez. II, §§ 5 e 6, della Racc. 2009/385 la (art. 24 l. 4.6.2010, n. 96 - Legge comunitaria 2009). V. A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate (d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 69 ss.

³⁵ Il voto dell'assemblea ha valore consultivo; fanno eccezione le società del settore finanziario, per le quali l'assemblea «approva» la politica delle remunerazioni (v. par. 4.1. delle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 30.3.2011 in materia di *Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, ora contenute nella circolare 285 del 17 dicembre 2013, aggiornata il 18 novembre 2014; nonché l'art. 6 del Regolamento Isvap n. 39 del 9/6/2011 relativo alle *Politiche di remunerazione nelle imprese di assicurazione*).

strategiche)³⁶. Benché, poi, in linea di principio il parere espresso dai soci non assuma carattere vincolante, l'assemblea potrebbe pur sempre stabilire un tetto massimo ai compensi degli amministratori – inclusivo anche della componente aggiuntiva in favore di quelli esecutivi – ai sensi dell'art. 2389 c.c., ed è obbligatoriamente chiamata a pronunciarsi, con efficacia vincolante, sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (art. 114-bis t.u.f.)³⁷.

La disciplina italiana si presenta sufficientemente rigorosa alla luce del complessivo panorama europeo: dal punto di vista soggettivo, peraltro, la relazione sulla remunerazione, così come disciplinata dal nostro ordinamento, sembra avere un ambito applicativo più esteso rispetto a quanto previsto dall'attuale testo della proposta di direttiva; ed anche sotto l'aspetto cronologico, la disciplina nazionale impone una deliberazione assembleare sulla *policy* remunerativa a cadenza annuale (e non triennale). Ai fini dell'implementazione dell'attuale testo della proposta di direttiva, dunque, sembrerebbe sufficiente estendere l'ambito d'interessamento dell'assemblea alla seconda sezione della relazione sulla remunerazione (sostanzialmente corrispondente al “*remuneration report*” previsto dal legislatore europeo).

Ciò non di meno, le superiori argomentazioni conducono ad auspicare un intervento del nostro legislatore che, cogliendo l'occasione del recepimento della direttiva, attribuisca carattere vincolante alla deliberazione assembleare di approvazione della *policy*³⁸, grazie alla quale sia ipotizzabile il ricorso a forme di tutela più efficaci di quelle attualmente a disposizione dei soci³⁹.

³⁶ Da un punto di vista formale, tuttavia, la relazione sulla remunerazione costituisce un documento differente dalla relazione sul governo societario: M. DE LINZ., *Art. 123-ter*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1307 ss. e 1315-1316; M. RABITTI, P. SPATOLA, *Art. 123-ter*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, 2, Torino, Utet, 2012, 1712 ss. Sotto tale aspetto, dunque, la disciplina italiana non appare pienamente conforme alle previsioni della proposta di direttiva (quantomeno nel testo attualmente disponibile). Sebbene, infatti, le notizie sulle remunerazioni di amministratori e manager possano essere contenute anche nella relazione sul governo societario, quest'ultima generalmente si limita a rinviare alla relazione sulla remunerazione, che formalmente resta un documento separato (v. le indicazioni desumibili dal Format per la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari diffuso da Borsa italiana).

³⁷ V. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128 ss.; M. PRESTIPINO, *Art. 114-bis*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1168 ss. e 1173 ss., il quale sottolinea, peraltro, come il perimetro applicativo di tale disposizione sia più esteso di quello previsto dalla Raccomandazione europea del 2004. Per alcuni riferimenti comparatistici v. M. CAMPOBASSO (nt. 9), 718 ss.

³⁸ Tra l'altro, non sembrerebbero ravvisabili eccessive difficoltà nella previsione di una deliberazione assembleare che abbia efficacia vincolante in relazione alla prima parte dell'attuale relazione sulla remunerazione e valore meramente consultivo in relazione alla seconda parte, adottando una soluzione simile a quella attualmente in vigore in UK, ove il *Remuneration Report* è suddiviso in tre differenti parti, parzialmente sovrapponibili a quelle della relazione italiana.

³⁹ Si ritiene che il dissenso espresso dall'assemblea, seppure a carattere non vincolante, imponga agli amministratori obblighi di motivazione nell'ipotesi di applicazione di una politica remunerativa non condivisa dai soci; obblighi motivazionali altresì derivanti – ove ne sussistano i presupposti applicativi - dalla disciplina

5. La tutela degli azionisti di minoranza.

A prescindere dalla natura vincolante o meno della decisione dei soci relativa alla politica dei compensi ed alla sua concreta implementazione, è stato evidenziato come – soprattutto a fronte di realtà societarie fortemente concentrate e caratterizzate dalla presenza di una stabile maggioranza – il coinvolgimento assembleare non rappresenti un efficace strumento di tutela della minoranza, a fronte del potenziale e probabile allineamento degli azionisti di controllo con i *boards* dagli stessi nominati: lo stretto legame esistente tra i soci di maggioranza e gli amministratori – in taluni casi reso evidente dalla presenza in consiglio degli stessi soci di controllo – rende verosimile tale circostanza, a scapito della minoranza assembleare e dell'eventuale voto negativo dalla stessa espresso⁴⁰.

Tale assunto sembrerebbe confermato dall'analisi della prassi societaria dei Paesi che già prevedono forme obbligatorie di *say on pay*: soffermando la nostra attenzione sull'Italia, in particolare, gli ultimi dati statistici relativi alle società quotate dimostrano che più del 90% delle deliberazioni assembleari concernenti la politica remunerativa degli amministratori ha ricevuto il *placet* dell'assemblea; disaggregando il dato, tuttavia, emerge un crescente dissenso espresso dalle minoranze, i cui voti isolatamente considerati in taluni casi avrebbero

sugli interessi degli amministratori relativamente alle deliberazioni concernenti la *policy* e la relazione annuale (art. 2391 c.c.). Esplicitamente nel senso di un obbligo motivazionale in caso di scostamento da parte del consiglio di amministrazione dalle indicazioni ricevute dai soci, M. MAUGERI, (nt. 20), 836 ss.; S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1282-1284; M. DE LINZ, (nt. 36), 1316 ss., il quale – in caso di inadempimento – ipotizza la responsabilità degli amministratori ed altresì la sussistenza di una giusta causa di revoca; più cauti in relazione alla configurabilità di una giusta causa di revoca e ad una eventuale responsabilità degli amministratori che operino difformemente dalle indicazioni degli azionisti M. RABITTI, P. SPATOLA, (nt. 36), 1714 ss.

Resta il fatto, tuttavia, che, avverso la determinazione del consiglio di amministrazione avente ad oggetto i compensi degli amministratori esecutivi, restino unicamente azionabili i rimedi derivanti dall'annullabilità *ex art.* 2391 - non attivabili dai soci e subordinati a stringenti requisiti applicativi - e l'azione risarcitoria di cui all'art. 2392 c.c., sempre che ne sussistano i presupposti. Condizionare l'implementazione della politica remunerativa all'approvazione vincolante dell'assemblea, al contrario, significherebbe rendere inefficace, e dunque ripetibile, l'eventuale corresponsione del compenso erogato in difformità dalla suddetta *policy*.

⁴⁰ È del resto un'affermazione piuttosto condivisa quella secondo cui, nelle società caratterizzate da un forte controllo da parte del socio di maggioranza, i più sentiti problemi di agenzia riguardano i rapporti con le minoranze: v. K.J. HOPT, *Comparative corporate governance*, (nt. 5), 63 ss.

Oltre che da ipotesi di veri e propri conflitti di interesse, l'assenso dei soci di controllo alla politica remunerativa predisposta dagli amministratori potrebbe essere determinato da diversi fattori, fra i quali vengono in rilievo, ad es., la mancanza di informazioni e la conseguente incapacità nel valutare i piani retributivi; la tendenziale apatia di molte categorie di soci; la forte competizione nell'«accaparrarsi» le migliori professionalità nel mercato, etc. In generale, v. T. STRAND, (nt.3), 29 ss.; G. BOFELLI, *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance*, I *Quaderni della Scuola di Alta Formazione n. 39*, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, 2011, Milano, 14-15. Il peso degli azionisti di controllo, peraltro, potrebbe essere incrementato dalla previsione di azioni a voto plurimo e/o da altre forme di potenziamento del diritto di voto legate al possesso continuativo delle azioni nel tempo (ad es. artt. 127-*quinquies* e – *sexies*, TUF): sul punto, v. anche S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12.

determinato la “bocciatura” della *policy* retributiva degli organi gestori⁴¹. E la situazione non è troppo differente anche in realtà socio-economiche caratterizzate da una più consistente presenza di *public companies* (UK; USA).⁴²

Sotto tale profilo, pertanto, la proposta di direttiva sembra muoversi nella giusta direzione nel tentativo d’incrementare l’attivismo degli investitori istituzionali e degli *asset managers*, pur nella consapevolezza che difficilmente un più intenso coinvolgimento di tali soggetti sarà in grado d’influenzare le determinazioni assembleari nelle società con una forte e stabile presenza di soci di controllo⁴³.

⁴¹ I dati sono relativi agli anni 2012-2014 e sono tratti da S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1290 ss.; ID., *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 3-4. Non è da trascurare la considerazione secondo cui la stessa esistenza di un *say on pay* potrebbe aver spinto gli amministratori a modificare la politica retributiva in modo da renderla presumibilmente coerente con le aspettative dei soci; ed un simile effetto virtuoso potrebbe essere potenziato dalla previsione di un *say on pay* vincolante: v. sul punto le riflessioni di L. BEBCHUK, *The Case for Increasing*, (nt. 19), 875 ss. In linea generale, comunque, in Europa si osserva un dissenso crescente da parte dei soci di minoranza nei confronti delle politiche remunerative, specialmente a fronte di compensi molto elevati degli amministratori delegati: v. Commissione europea, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 55. In Italia, in particolare, le assemblee delle società con una capitalizzazione medio-alta dimostrano un crescente attivismo dei soci e degli investitori istituzionali, la cui partecipazione è salita mediamente al 20% del capitale presente in assemblea. Tra questi ultimi è cresciuto il dissenso manifestato verso le politiche remunerative, raggiungendo percentuali del 28,1% delle azioni detenute (cui aggiungere un 2,6% di astensione). Complessivamente, anche in Italia il dissenso è maggiore nelle società caratterizzate da un controllo debole, nelle quali raggiunge una percentuale di circa il 13% del capitale presente in assemblea (si assiste, però, ad un maggiore dissenso nelle società di media capitalizzazione, mentre quelle del FTSE Mib registrano un crescente consenso in materia di politica retributiva): v. CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 5 e 33, reperibile su internet al seguente indirizzo: www.consob.it.

⁴² In tema, v. A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD, (nt. 5); J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, (nt. 21), 979 ss.; e con riferimento al Regno unito M.J. CONYON, G.V. SADLER, (nt. 23). In linea generale, comunque, anche in tali Paesi viene evidenziato un crescente attivismo dei soci di minoranza (soprattutto investitori istituzionali, anche per il tramite delle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*), generalmente manifestatesi in un dissenso nei confronti delle politiche remunerative votate dalla maggioranza: si tratta di un dissenso, però, che, nella maggior parte dei casi, non è stato in grado di determinare il rigetto della *policy*, né di avviare un proficuo dialogo con gli amministratori.

⁴³ La sempre più marcata presenza di investitori istituzionali, ed il conseguente crescente ricorso alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, sta profondamente mutando il volto dell’azionariato in Europa e nel mondo: in generale v. E.B. ROCK, (nt. 3); P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss. In Italia, la partecipazione di investitori istituzionali stranieri è cresciuta dal 19,47% del capitale sociale nel 2005 al 28,56% nel 2012, fino al 31,98% nel 2013: per tali dati v. S. BRUNO, *Legal rules, Shareholders and Corporate Governance. The European Shareholder Rights’ Directive and its Impact on the Corporate Governance of Italian Listed Companies: The Telecom S.p.A. Case*, reperibile in internet al seguente indirizzo: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2571422; ed il trend è recentemente confermato dalla Consob, nel già citato *Rapporto 2015*, (nt. 41), 11. Lo scarso attivismo di tali soggetti spesso deriva dalle difficoltà incontrate nel reperire le necessarie informazioni, in considerazione dell’elevato numero di società in portafoglio e dei differenti quadri economici e regolamentari: scopo della proposta di direttiva dovrebbe essere, tra l’altro, quello di eliminare – o quantomeno ridurre – tali criticità, sulla scia di quanto avvenuto, più in generale, con riferimento al coinvolgimento degli azionisti tramite la *Shareholder Rights Directive*. Non sono da sottovalutare, infine, i problemi di agenzia determinati dal frequente ricorso agli *asset managers*, le cui performance spesso vengono valutate in un’ottica di breve periodo, poco compatibile con le prospettive di

Strumenti di tutela delle minoranze assembleari più efficaci – sui quali, al contrario, la proposta di direttiva non si pronuncia - potrebbero essere rappresentati da un innalzamento dei *quorum* assembleari per talune deliberazioni inerenti i compensi dei gestori⁴⁴, oppure - secondo quanto ipotizzato da alcuni commentatori - dalla sottoposizione di tali decisioni ad un meccanismo di *whitewash*, sulla falsariga di quanto previsto dalla regolamentazione italiana relativa alle operazioni con parti correlate⁴⁵. Si tratta evidentemente di soluzioni più coerenti con l'auspicata natura vincolante della deliberazione assembleare di approvazione della *policy* sulle remunerazioni, che non con la valenza meramente consultiva che l'attuale testo della proposta di direttiva sembra intenzionata a recepire quale livello di armonizzazione minima. L'assenza di previsioni normative a livello europeo, comunque, non esclude che simili istituti possano essere introdotti dalla legislazione dei Paesi membri o che possano essere statutariamente previsti dalle singole società interessate, magari in ragione dell'adesione a Codici di autoregolamentazione che li abbiano elevati a *best practices*.

Infine, potrebbero rappresentare indirette forme di tutela degli interessi della minoranza anche il potenziamento del ruolo svolto, in seno al consiglio di amministrazione, dal comitato sulle remunerazioni, nonché l'individuazione di ben specifici criteri cui parametrare i compensi degli amministratori esecutivi, soprattutto per quel che concerne la parte variabile del pacchetto retributivo. Sotto entrambi i profili la proposta di direttiva si mostra piuttosto "timida". Quanto al comitato sulle remunerazioni, ne afferma, in via solo incidentale, il coinvolgimento, ma non ne impone la costituzione nelle società quotate, né tantomeno ne fissa i criteri di composizione⁴⁶. Si tratta, dunque, di una materia che è

lungo periodo cui dovrebbero tendere gli *asset owners* (es. fondi pensioni, assicurazioni): sul punto v. Commissione europea, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 21

⁴⁴ La Direttiva CRD IV, ad esempio, prevede un meccanismo di approvazione assembleare a maggioranza qualificata nell'ipotesi in cui la componente variabile della remunerazione ecceda il rapporto di 1:1 rispetto a quella fissa (e comunque non oltrepassi quello di 2:1) [art. 94.1 lett. g) ii)].

⁴⁵ Sull'analisi inerente la parziale e residuale applicazione del Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (Reg. n. 17221/2010) alle decisioni inerenti i compensi degli amministratori v. M. CAMPOBASSO, (nt. 9), 716-717; A. BEGHETTO, (nt. 34), 83 ss. Per quel che riguarda, invece, il meccanismo di *whitewash*, si ricorda che l'art. 8, comma 2, e l'art. 11, comma 3, del Regolamento Consob prevedono che le operazioni di maggiore rilevanza, in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, non siano attuate qualora la maggioranza dei soci *non correlati* si esprima in senso contrario. In tema, v. soprattutto, F. GUERRERA, «Interessi» degli azionisti e partecipazione «differenziata» ai processi decisionali (considerazioni sul cd. *whitewash* nelle società aperte), in RDS, 2015, I, 94 ss., ove anche altri esempi normativi di partecipazione differenziata al procedimento decisionale dei soci. La proposta di direttiva, a sua volta, - nel testo da ultimo emendato dal Parlamento europeo – conferisce agli Stati membri la possibilità di adottare un meccanismo simile (*i.e.*, parere contrario della maggioranza dei voti delle parti *non correlate*) per bloccare il compimento di operazioni sottoposte alla votazione cui partecipano le stesse parti correlate [art. 9 c).2]. Si dichiarano favorevoli alla previsione di un meccanismo di approvazione simile a quello di *whitewash* S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1304 ss.; ID., *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12 ss.

⁴⁶ Più nel dettaglio, l'attuale testo della proposta di direttiva si limita a prevedere che la *policy* dia spiegazioni in merito alle procedure utilizzate nella determinazione delle remunerazioni ed al ruolo svolto dalla *remuneration committee* [art.9 a).3]. Mentre il successivo art. 9 b).1, lett. f) prevede che la relazione sulle retribuzioni debba dare informazioni sul processo decisionale e sul ruolo del comitato per le remunerazioni.

attualmente disciplinata in prevalenza attraverso meccanismi di *soft law*, secondo una logica di *comply or explain*⁴⁷.

Anche per quel che concerne l'enunciazione di criteri oggettivi ed attendibili cui parametrare i compensi degli amministratori, la proposta di direttiva non appare pienamente soddisfacente: tali finalità, infatti, vengono principalmente perseguite tramite il controllo preventivo e successivo dell'assemblea sulla politica retributiva e sulla sua concreta implementazione⁴⁸. In altri termini, il documento in esame sembra concentrarsi prevalentemente sull'aspetto procedimentale relativo al coinvolgimento degli azionisti nel processo decisionale concernente i compensi, piuttosto che sul contenuto di tale *policy* e sull'auspicato allineamento della politica remunerativa ai valori della sostenibilità d'impresa, a differenza di quanto avvenuto in altri provvedimenti legislativi europei (si pensi, ad es., alla precedente Dir. 2013/36/UE, cd. CRD IV)⁴⁹.

⁴⁷ La maggior parte dei Paesi europei prevede, spesso a livello di codici di autoregolamentazione, la costituzione di comitati per le remunerazioni, che, dunque, sono presenti con adeguati livelli di indipendenza in una significativa maggioranza di società europee, anche in ragione del recepimento delle indicazioni di cui alla Racc. 2005/162/CE: v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6). Per restare in ambito italiano, ad esempio, la costituzione del comitato per le remunerazioni è prevista dal Codice di autodisciplina, che – per le società aderenti al Codice e subordinatamente al principio del *comply or explain* – ne impone la composizione attraverso la partecipazione di soggetti non esecutivi in maggioranza indipendenti (art. 6.P.3). I dati più recenti mostrano che il Comitato per le remunerazioni è stato istituito dalla grande maggioranza delle società quotate italiane (89%) e che la sua composizione è allineata alle raccomandazioni del Codice (*i.e.*, totalità o maggioranza di componenti indipendenti, tra i quali il presidente) nell'86% dei casi [I dati sono tratti dalla già citata relazione di ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 6]. Ciò significa, tuttavia, che il 14% delle società aderenti al Codice ha costituito un comitato non rispondente alle *best practices* volte a tutelare l'indipendenza e/o il carattere non esecutivo dei suoi membri; mentre l'11% delle società quotate non ha neppure costituito il Comitato. In sintesi, in un significativo numero di casi non sembra assicurata la necessaria indipendenza ed imparzialità nella determinazione della politica remunerativa degli amministratori esecutivi. Peraltro, la prassi dimostra come spesso gli amministratori indipendenti siano piuttosto accondiscendenti a causa della forte influenza esercitata in consiglio dagli esecutivi e/o dalla mancanza di informazioni: G. BOFELLI, (nt. 40), 14-15).

⁴⁸ Più precisamente, il testo dell'art. 9 a).3 inizialmente proposto dalla Commissione imponeva la previsione di un limite massimo alla remunerazione complessivamente prevista per gli amministratori. Tale previsione sembra sia stata eliminata perché eccessivamente rigida e potenzialmente pericolosa sotto una duplice prospettiva: (i) l'impossibilità di fare fronte a situazioni inattese, tali da richiedere maggiore flessibilità nella remunerazione dei gestori; e (ii) l'opposta possibilità che la previsione di un limite massimo possa comportare una tendenza all'innalzamento dei compensi fino al raggiungimento del suddetto limite (così la Commissione giudica del Parlamento europeo, Progetto di relazione (Rel. Cofferati), Emendamenti 290-490, del 25 febbraio 2015, in http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/documents/juri/am/1051/1051130/1051130it.pdf). Si deve, tuttavia, considerare che il testo proposto dal Consiglio sembrerebbe ipotizzare la reintroduzione dell'indicazione nella *policy* remunerativa circa l'importo massimo di retribuzione.

⁴⁹ V. Direttiva 2013/36/UE, del 26.3.2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GUUE L 176/338). Tale provvedimento normativo stabilisce limiti molto stringenti – anche di carattere quantitativo - in materia di remunerazione variabile [v. art. 92 e art. 94, ed in particolare lett. d), e), g), l), m) e n)]. A riprova del fatto che il problema delle remunerazioni dei manager nel settore finanziario è stato particolarmente avvertito, si fa notare che la dir. CRD IV è stata preceduta dalla Dir.

Non manca, a ben vedere, l'enunciazione di principi generali cui la *policy* dovrebbe attenersi, fra i quali, in particolare, la chiara indicazione dei criteri di determinazione della parte fissa e variabile della remunerazione (ed il rapporto tra le stesse), le misure volte ad evitare i conflitti di interesse, la parametrizzazione a criteri finanziari e non per la parte variabile di retribuzione, i metodi di misurazione dei risultati, etc. Tuttavia, si tratta di criteri che, nella loro eccessiva genericità e flessibilità, rischiano di restare privi di carattere realmente precettivo, laddove, invece, sarebbe stata auspicabile l'introduzione di più rigorose previsioni circa la quantificazione dei periodi di *vesting* e/o i tempi di differimento della remunerazione variabile, la previsione di limiti massimi alla retribuzione (eventualmente anche *per relationem*), l'inserimento di *malus* o di clausole di *clawback*, il divieto di corrispondere a titolo remunerativo alcune categorie di strumenti finanziari, nonché, e soprattutto, limiti stringenti in materia di trattamenti di fine rapporto⁵⁰. Simili indicazioni, con tutta evidenza, avrebbero potuto costituire efficaci “paletti” alla discrezionalità di amministratori e soci, sul presupposto della doverosità del perseguimento di un interesse sociale che non si identifichi con la mera volontà della maggioranza assembleare (sul punto v. anche *infra*, § 6)⁵¹.

2010/76/CE del 24.12.2010 (GUUE L329/3, cd. CRD III), a sua volta preceduta dalla Racc. 2009/384/CE del 14.12.2009, relativa alle politiche retributive nel settore finanziario (GUUE L 120/22): in tema v. in generale T. DIJKHUIZEN, *The EU's Regulatory Approach to Banks' Executive Pay: from «Pay Governance» to «Pay Design»*, in *European Company Law*, 11, 1, 2014, 30 ss. Attenta dottrina invita a prestare molta cautela nell'estendere le rigorose previsioni in tema di remunerazioni dettate con riferimento al settore finanziario anche ad altri settori: v. K.J. HOPT, *Corporate governance in Europe*, (nt. 4), 39 ss. Pur condividendo le preoccupazioni sottese ad un'eventuale automatica estensione di tali previsioni a settori differenti da quello finanziario, si evidenzia come il perimetro applicativo degli auspicati standard qualitativo-quantitativi coinciderebbe pur sempre con quello delle società quotate, ovvero con un ambito caratterizzato da forti interessi pubblicistici e generali.

⁵⁰ In effetti, l'attuale testo dell'art. 9 a).3 impone l'indicazione di «*deferral periods, vesting periods for share-based remuneration and retention of shares after vesting, and information on the possibility of the company to reclaim variable remuneration*»; viene, tuttavia, lasciata una totale libertà nell'applicazione di tali criteri: la legge impone solo che siano indicati e comunicati attraverso la *disclosure* della *policy*. A ciò si aggiunga che l'inserimento di clausole di *clawback* rappresenta solo una eventualità, mentre nessuna limitazione/parametrizzazione è prevista con riferimento ai trattamenti di fine rapporto.

⁵¹ Più facilmente, grazie alla preventiva indicazione di criteri vincolanti per amministratori ed assemblea, i soci di minoranza potrebbero ottenere la dichiarazione d'invalidità della relativa delibera assembleare allineata ad una politica remunerativa contrastante con tali criteri. Allo stato della normativa attuale, invece, i rimedi che in Italia si prospettano a vantaggio delle minoranze appaiono insoddisfacenti: basti pensare ai noti problemi probatori legati alla possibilità di ottenere l'annullamento della delibera e l'eventuale risarcimento del danno a fronte di un cd. abuso di maggioranza (fra altre v. Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Società*, 2008, 306); mentre l'ipotesi dell'applicazione dell'art. 2373 c.c. – relativo al conflitto di interessi del socio – troverebbe un limitato ambito applicativo coincidente con le ipotesi di socio-amministratore (v. A. GHINI, *I compensi degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2005, 79 ss. e soprattutto 165 ss.; Cass. 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Riv. soc.*, 2009, 224; Lodo arbitrale Milano, 30 marzo 2009; Trib. Roma 11 marzo 2005). Peraltro, l'eventuale successo ottenuto sul piano della tutela reale – con conseguente dichiarazione di invalidità della delibera di approvazione della *policy* remunerativa e dei corrispettivi assegnati ai singoli amministratori – avrebbe l'effetto di determinare l'inefficacia dei pagamenti promessi o già eseguiti (e, dunque, la loro eventuale ripetibilità) soltanto nell'ipotesi in cui a monte si sia optato per la natura vincolante di tale deliberazione. In caso contrario, ai soci di minoranza non resterebbe altra soluzione che l'azione risarcitoria nei confronti degli amministratori, la cui azionabilità in concreto ha finito con il rappresentare, nella realtà giuridica italiana, una ipotesi quasi “di scuola” (art. 2393-bis

Sotto tale profilo, è da valutare positivamente la delega agli Stati membri – prevista a seguito di un emendamento del Parlamento europeo – relativa all’emanazione di discipline nazionali in grado di evitare che i criteri finanziari basati sul valore delle azioni e degli strumenti remunerativi di tipo azionario prendano il sopravvento nell’ambito della determinazione della componente variabile della retribuzione [9 a).3]. È evidente, però, che, in assenza di criteri più stringenti, i Paesi europei potrebbero adottare discipline molto diverse le une dalle altre - anche in considerazione della possibilità, attualmente consentita dal testo normativo, di prevedere motivate eccezioni - a scapito dell’uniformità che la direttiva vorrebbe raggiungere⁵².

6. Alcune sintetiche considerazioni in merito agli interessi degli stakeholders ed al loro coinvolgimento nella determinazione dei compensi degli amministratori.

Pur con i limiti evidenziati nei precedenti paragrafi, la proposta di direttiva si mostra coerente con il dichiarato obiettivo d’individuare soluzioni efficienti per l’allineamento degli interessi di soci e gestori, contribuendo ad una riduzione degli *agency costs*. In sintesi, gli

c.c.). A ciò si aggiunga che, in mancanza d’indicazioni specifiche e vincolanti in merito alla determinazione dei compensi, sarà viepiù difficoltoso provare che la condotta degli amministratori non sia stata in linea con il parametro di diligenza atteso (in tema A. M. BENTIVEGNA, *Il problema dei compensi. Eccellenza sopravvenuta e possibili rimedi*, in *RDS*, 2014, 477 ss. e 508 ss.). Differente la situazione, ad es., nell’ordinamento tedesco, ove ai sensi del riformulato § 116 AktG il consiglio di sorveglianza sarà chiamato a rispondere nei confronti della società dei danni derivanti dalla fissazione di un compenso che non integri i requisiti di adeguatezza di cui al novellato § 87, Abs 1, AktG: la legge tedesca (così come modificata dalla *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG* del 5.8.2009) circoscrive la discrezionalità dell’*Aufsichtsrat* nella determinazione del compenso dei consiglieri di gestione, prevedendo che questi non possano senza particolari motivi superare i livelli remunerativi usuali, secondo una prospettiva territoriale e di settore, e che la loro struttura debba essere coerente con una prospettiva di sviluppo dell’impresa nel lungo periodo (§ 87, Abs. 1, AktG). Peraltro, lo stesso articolo prevede che, in caso di deterioramento della situazione economica della società, l’*Aufsichtsrat* valuti una rimodulazione dei compensi fissati, qualora essi si rivelino ingiustificati, rendendo più agevole, rispetto a quanto previsto in passato, la rideterminazione dei compensi già pattuiti. In tema v. M. MILIC, *La remunerazione degli amministratori in Europa: l’intervento del legislatore tedesco*, in *Riv. Bancaria*, 2012, 7 ss.

⁵² In Italia, indicazioni qualitativo-quantitative sulla politica remunerativa sono contenute solo a livello di autoregolamentazione, in larga misura in recepimento delle indicazioni delle Raccomandazioni europee. Il Codice di autodisciplina, infatti, prevede che le società aderenti – pur sempre in una logica di *comply or explain* – si attengano alle seguenti indicazioni nella determinazione della componente variabile della remunerazione: a) la componente fissa e la componente variabile siano adeguatamente bilanciate; b) siano previsti *limiti massimi* per le componenti variabili; c) gli obiettivi di performance siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo; d) la corresponsione di una porzione rilevante della remunerazione variabile sia *differita di un adeguato lasso temporale*; e) l’indennità eventualmente prevista per la cessazione anticipata del rapporto *non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione*. L’edizione 2014 del Codice raccomanda [criterio 6.C.1. lettera f)], inoltre, la stipula di intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*clawback*) o di trattenere somme oggetto di differimento (*malus*), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati. Nonostante tali previsioni, nella prassi (generalmente nei settori non finanziari) si riscontra con una certa frequenza (54 casi, corrispondenti al 24% del totale) la previsione – nella *policy* – della possibilità di erogare bonus *ad hoc*, ossia sulla base non di obiettivi predeterminati ma di valutazioni effettuate *ex post* da parte del CdA: v. ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 84.

strumenti proposti appaiono tutto sommato compatibili con le finalità indicate, seppure non sempre del tutto efficaci (v. §§ 3-5).

È, invece, sotto l'aspetto della tutela degli interessi degli *stakeholders* a vario titolo coinvolti che il testo normativo, nella versione da ultimo proposta dal Parlamento europeo, mostra alcune rilevanti incoerenze. Pur non abbandonando una prospettiva prevalentemente contrattualistica della s.p.a. – evidenziata proprio dall'asserita necessità di un maggiore e più intenso coinvolgimento dei soci –, il testo parlamentare non ignora il problema della protezione degli *stakeholders*, quantomeno nelle sue enunciazioni di principio⁵³. Il concetto stesso di sostenibilità – più volte ribadito – sembra spingersi oltre la concezione di una mera sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo, riecheggiando valori strettamente legati all'economia sociale di mercato ed alla creazione di una società sostenibile in termini di innovazione, lavoro, ambiente, salute, etc.⁵⁴

Di tali considerazioni sembra essersi fatto portavoce il Parlamento europeo, all'intervento del quale si devono le enunciazioni relative agli interessi dei lavoratori, nonché più in generale degli *stakeholders* e della società civile⁵⁵.

⁵³ Solo incidentalmente si osserva che l'enunciazione della tutela degli interessi degli *stakeholders* non è necessariamente in contraddizione con l'adozione di una concezione contrattualistica della s.p.a., specie nelle sue più moderne declinazioni del *nexus of contracts* (v., in particolare, F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: «contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici»*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; ID., *Logica dello scambio e «contrattualità»: la società per azioni di fronte alla crisi*, *ivi*, 2015, I, 5 ss.). Si condivide, cioè, l'idea secondo cui la contrapposizione tra «contrattualismo» ed «istituzionalismo» non comporti necessariamente conseguenze rilevanti in relazione alla selezione degli interessi da perseguire (sul punto v. M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.). Si pensi che un sistema tipicamente improntato allo *shareholder value* e ad una corrispondente prospettiva contrattualistica, oggi esplicitamente enuncia fra gli obiettivi della società il perseguimento dell'interesse sociale dell'impresa e dei suoi componenti «*as whole*», prendendo in considerazione, tra l'altro, gli effetti delle decisioni nel lungo periodo, l'interesse dei lavoratori, l'impatto ambientale, la reputazione dell'impresa, etc. (sec. 172 *Companies Act* inglese del 2006). Si consideri, comunque, che, secondo l'orientamento dominante, tali interessi vengono presi in considerazione pur sempre se in linea (cioè non contrastanti) con lo *shareholder value*: sul punto v. M.T. MOORE, *United Kingdom. The Scope and dynamics of corporate governance regulation*, in *Comparative Corporate Governance, A Functional and International Analysis*, a cura di A. M. FLECKNER, K. J. HOPT, UK-NY, Cambridge University Press, 2013, 913 ss. Più in generale, per un'analisi delle differenti giustificazioni economico-giuridiche che possono essere alla base della *Corporate Social Responsibility Theory*, nelle sue differenti varianti, v. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale d'impresa*, in *Rivista ODC*, 2013, 3, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2013/3/saggi/libertini-economia-sociale-di-mercato-e-responsabilità-sociale-dell'impresa/#tabsabstract-it-tab>

⁵⁴ Con riferimento ai rapporti tra la teoria della responsabilità sociale d'impresa ed i principi dell'economia sociale di mercato, di cui all'art. 3 T.U.E., v. soprattutto M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, (nt. 53).

⁵⁵ Nei considerando introduttivi ci sono alcune enunciazioni di principio che, direttamente o indirettamente, prendono in considerazione gli *stakeholders* nella determinazione della *policy* remunerativa. In linea generale, le modifiche proposte dal Parlamento europeo sono più sensibili verso tale tematica: è stato, ad esempio, previsto l'inserimento di un Cons. (2a), che così dispone: «Greater involvement of shareholders in companies' corporate governance is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of those companies. Nevertheless, since shareholder rights are not the only long-term factor which needs to be taken into consideration in corporate governance, they should be accompanied by additional measures to ensure a greater involvement of all stakeholders, in particular employees, local authorities and civil society». E si veda anche l'ultima parte del Cons. 8, ai sensi della quale:

Tuttavia, è nella concreta regolamentazione di tali profili che emergono i più rilevanti motivi d'insoddisfazione, dal momento che l'auspicata sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo sembra essere demandata unicamente all'incremento dell'attivismo dei soci (*say on pay*), mentre nessun interessamento, neppure in via meramente consultiva, è previsto per le varie categorie di *stakeholders*, ivi incluse quelle potenzialmente più incise dall'ammontare dei compensi dei gestori (*i.e.*, creditori e lavoratori subordinati)⁵⁶. Le pur apprezzabili enunciazioni dei considerando, cioè, non si traducono in alcun potere di azione e/o reazione in favore dei soggetti interessati, neppure nelle più blande forme della consultazione⁵⁷.

Ciò non toglie, comunque, che un coinvolgimento diretto degli *stakeholders* nel processo decisionale inerente le remunerazioni dei gestori possa essere implementato su base volontaria da parte degli Stati membri o delle singole realtà societarie, nella duplice prospettiva di un interessamento “*a laterè*” e specifico tramite forme più o meno cogenti di consultazione aventi ad oggetto la politica retributiva⁵⁸, oppure attraverso tipici strumenti di diritto societario di più generale applicazione, quali l'adozione di modelli di *governance* che prevedano forme di cogestione⁵⁹, l'incentivazione dell'azionariato dei dipendenti, la

«*Proper involvement of stakeholders, in particular employees, should be considered an element of utmost importance in developing a balanced European framework on corporate governance*». Così come un riferimento, seppure incidentale, è contenuto nel testo emendato del Cons. 10 (ove si parla di «*company's accountability to stakeholders and civil society*»), mentre il Cons. n. 15 (ultima parte) così dispone: «*Directors' performance should be assessed using both financial and non-financial performance criteria, including environmental, social and governance factors*» (si tratta di una parte aggiunta dal Parlamento). Lo stesso Parlamento ha inserito nella proposta di direttiva una definizione di *stakeholders*: «*jb) 'stakeholder' means any individual, group, organisation or local community that is affected by or otherwise has an interest in the operation and performance of a company;*» (e con riferimento alla nozione di «*stakeholders*» v. L. LORD, H. MATTHEWS, *Stakeholder Engagement in Environmentally Sensitive Economic Development Projects*, 66 *S.C.L. Rev.* 625, 2015).

⁵⁶ In chiave fortemente critica sul punto, v. A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD (nt. 5).

⁵⁷ Più nel dettaglio, le proposte di modifica della Commissione giuridica prevedevano forme di coinvolgimento dei rappresentanti dei lavoratori, sia pure con valenza meramente consultiva, sia nell'elaborazione della politica remunerativa sia nell'esame della relazione annuale sulle retribuzioni (v. Committee on Legal Affairs, Report del 12.5.2015, Rapporteur Sergio Cofferati, A8- 0158/2015); di tali proposte di emendamenti non è, tuttavia, rimasta traccia nel testo da ultimo approvato dal Parlamento europeo. Inoltre, si consideri che i già citati Principi di *corporate governance* dell'OECD, nell'affermare l'importanza della tutela degli interessi degli *stakeholders*, nell'ottica della sostenibilità di lungo periodo dell'impresa, auspicano che il coinvolgimento di questi ultimi avvenga tramite periodiche forme di consultazione, avendo in tal modo la possibilità di manifestare il proprio dissenso agli organi amministrativi e/o alle competenti autorità di settore (20 ss.).

⁵⁸ Si consideri che diritti di informazione e consultazione dei lavoratori e delle loro rappresentanze sono previsti dalla Direttiva 94/45/CE del Consiglio, del 22.9.1994, riguardante l'istituzione di un comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie (GUUE L 254 del 30/09/1994, 64); e dalla Direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11.3.2002, che istituisce un quadro generale relativo all'informazione e alla consultazione dei lavoratori (GUUE L 080 del 23/03/2002, 29). Si tratta, tuttavia, di istituti che, allo stato attuale, non hanno avuto un significativo ambito di applicazione e che riguardano per lo più materie strettamente legate al mondo del lavoro (e non relative, più in generale, all'amministrazione della società).

⁵⁹ Il riferimento è naturalmente in prima battuta al sistema dualistico tedesco; tuttavia, anche altri Paesi europei, prevedono, in determinate circostanze, forme meno intense di coinvolgimento decisionale dei lavoratori o delle loro rappresentanze nelle decisioni di alta amministrazione (es. Olanda, Francia, Norvegia, Svezia, Finlandia e

rappresentanza nell'organo amministrativo e/o di controllo di determinate categorie di portatori di interessi, etc.⁶⁰.

In alternativa all'attribuzione di poteri diretti d'intervento in favore dei differenti *stakeholders* nel processo decisionale inerente le politiche retributive e la relativa implementazione, il legislatore europeo avrebbe potuto prevedere l'obbligatoria correlazione del compenso degli amministratori al raggiungimento - o quantomeno al perseguimento - di obiettivi legati a temi sociali e/o la parametrizzazione delle suddette remunerazioni a variabili non meramente legate all'andamento economico-finanziario dell'impresa. In proposito, si noti che il testo inizialmente proposto dalla Commissione prevedeva che la *policy* sulle remunerazioni indicasse altresì «*the ratio between the average remuneration of directors and the average remuneration of full time employees of the company other than directors and why this ratio is considered appropriate*» [art. 9 a), vecchio testo]. Una simile indicazione – la cui funzione era da ravvisare proprio nell'opportunità di stabilire soglie di remunerazione dei gestori coerenti (o, comunque, non troppo distanti) con la retribuzione media dei lavoratori subordinati - è stata poi eliminata dal Parlamento europeo, in linea con le indicazioni provenienti dal Consiglio; così che l'unica ipotesi d'indiretto interessamento dei dipendenti delle società è attualmente rappresentata dalla necessità che la *policy* remunerativa tenga conto delle loro condizioni lavorative e retributive [art. 9 a).3] e che la relazione sulle retribuzioni si limiti ad indicare *ex post* il rapporto tra l'incremento medio delle remunerazioni dei lavoratori e quello dei compensi dei gestori [art. 9 b).1, lett b)]. È venuta meno, dunque, la necessaria preventiva indicazione del rapporto tra la media delle retribuzioni da lavoro subordinato e quella dei compensi degli amministratori, così come la necessaria giustificazione della ragionevolezza di tale rapporto. Nessun'altro riferimento ad interessi di particolari categorie di soggetti esterni alla società è presente nell'articolato della proposta di direttiva, nonostante le enunciazioni del Parlamento europeo contenute nelle sue disposizioni introduttive (v., in particolare, il Cons. 15).

In linea più generale, dunque, alla luce del testo attuale della proposta di direttiva - e nonostante le sue enunciazioni preliminari - non sembra ravvisabile alcun principio che possa concretamente imporre agli amministratori, investiti del compito di predisporre la politica remunerativa, ed all'assemblea, chiamata ad esprimersi su tale *policy*, il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* nella determinazione dei compensi degli amministratori⁶¹: in altri

Danimarca): K.J. HOPT, *Comparative corporate governance*, (nt. 5), 75 ss., il quale, peraltro, evidenzia come in Germania i lavoratori non si siano dimostrati particolarmente interessati ad ottenere remunerazioni più basse per i manager (78).

⁶⁰ Quanto alle possibili modalità di coinvolgimento degli *stakeholders* su base volontaria da parte delle singole società v. J. BLOUNT, *Creating a Stakeholder Democracy under Existing Corporate Law*, in 18 *U. Pa. J. Bus. L.*, 365, 2016 (con considerazioni relative al sistema U.S.A., ma in gran parte riferibili anche alle realtà societarie europee).

⁶¹ In sintesi, la politica europea resta ancorata ad una concezione meramente volontaristica della responsabilità sociale di impresa (CSR): in chiave critica v. F. DENOZZA, A. STABILINI, *The Shortcomings of Voluntary Conceptions of CSR*, in *Rivista ODC*, 2013, 2, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2013/2/saggi/the-shortcomings-of-voluntary-conceptions-of-csr/#tabsabstract-it-tab>; B. CLARKE, *The EU's Shareholder Empowerment Model in the Context of the Sustainable Companies Agenda*, in *European Company Law*, 2, 2014, 103 ss. Sulla possibilità delle società di auto-

termini, sembra di poter affermare non soltanto che gli amministratori non sono obbligati a progettare la politica remunerativa tenendo in considerazione gli *stakeholders*, ma altresì che i soci possano legittimamente dissentire rispetto ad una *policy* che ritengano svantaggiosa per i loro interessi a causa dell'adozione di misure a favore di soggetti terzi, eventualmente assumendo i relativi provvedimenti (ad es., manifestazione assembleare di dissenso, nonché – sempre che ne ricorrano i presupposti - revoca degli amministratori e/o azione di responsabilità nei loro confronti)⁶².

Da quest'ultimo punto di vista, in particolare, non si può fare a meno di notare come – in assenza di un'esplicita opzione del legislatore circa l'eventuale conflitto tra gli interessi dei soci e quelli degli *stakeholders* – la soluzione interpretativa preferibile sia quella più conservativa, alla luce della quale la determinazione di una politica retributiva che possa essere considerata vantaggiosa per gli *stakeholders* è da ritenere legittima da parte degli amministratori solo nella misura in cui non pregiudichi lo *shareholder value*, seppure da interpretare in un'ottica di lungo periodo. Ma, nel sostanziale silenzio legislativo, tale pur auspicabile contemperamento dei contrapposti interessi viene interamente demandato alla discrezionalità degli amministratori e dell'assemblea.

In quest'ottica, non è trascurabile la considerazione secondo cui l'introduzione di strumenti volti a tutelare in modo esplicito interessi esorbitanti il cd. *shareholder value* avrebbe presumibilmente richiesto l'adozione di delicate e complesse scelte di politica legislativa, nonché a monte una ben definita valutazione in merito alla stessa nozione di interesse sociale⁶³. Ed è verosimile, peraltro, che il testo di modifica della *Shareholder Rights Directive* non sia stato considerato come la sede più adatta per l'adozione di simili opzioni normative.

Tuttavia, nella più ristretta prospettiva della determinazione dei compensi dei gestori, è ragionevole ritenere che gli interessi degli *stakeholders* – quantomeno di quelli più direttamente coinvolti nelle politiche remunerative (*i.e.*, creditori e lavoratori) - finiscano sostanzialmente con l'essere riconducibili alla fissazione di compensi ragionevoli ed in linea

vincolarsi al rispetto di interessi estranei allo *shareholder value*, eventualmente tramite l'adesione, su base volontaria, a codici etici: C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 159 ss. Un chiaro passo in avanti nella direzione della CSR è stato rappresentato dall'approvazione della *Direttiva 2014/95/UE recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*, 22.10.2014 (GUUE L 331/1), che obbliga le imprese più rilevanti a fornire al pubblico informazioni circa la politica adottata in materia ambientale, sociale, attinente al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione, etc.

⁶² In tema, v. F. DENOZZA, *L'interesse della società e la responsabilità sociale di impresa*, in *Bancaria*, 2005, 18 ss.

⁶³ In argomento, v. gli spunti proposti da P. MONTALENTI, *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance*, in *Rivista ODC*, 2013, 1, http://rivistaodc.eu/media/25979/montalenti_crisifinanziaria.pdf. Il tema è destinato a divenire di grande attualità in Italia in considerazione dell'introduzione delle cd. società benefit ad opera della legge di Stabilità 2016 (commi 376 e seguenti). Solo incidentalmente, si fa presente che, alla luce di tali disposizioni, sarà possibile indicare nell'oggetto sociale di qualsiasi tipologia di società (società di persone, società di capitali, cooperative) che la società si propone di perseguire - oltre allo scopo di distribuire gli utili ai suoi soci - anche «una o più finalità di beneficio comune» operando «in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse».

con gli obiettivi di lungo periodo dell'attività d'impresa, ovvero con quelle finalità che la proposta di direttiva sembra pacificamente ascrivere alla stessa nozione di interesse sociale.

Da questo punto di vista, dunque, le critiche che possono essere mosse all'attuale testo normativo riecheggiano in linea generale quanto già detto con riferimento al problema della tutela delle minoranze: i parametri qualitativo-quantitativi cui ancorare la politica di determinazione delle remunerazioni appaiono eccessivamente blandi e flessibili, tali da assolvere prevalentemente ad un ruolo informativo nei confronti dei soci piuttosto che ad una funzione d'indirizzo per il consiglio di amministrazione (v. *supra* § 5)

Al contrario, la fissazione legislativa di criteri più stringenti cui parametrare i compensi dei gestori avrebbe avuto l'effetto di costringere amministratori e soci di maggioranza ad adottare politiche più virtuose nella determinazione delle remunerazioni, così contribuendo a tutelare – seppure indirettamente - i soci di minoranza e gli altri *stakeholders* in una prospettiva di efficienza dell'impresa nel lungo periodo⁶⁴.

⁶⁴ Quanto da ultimo affermato non appare in contraddizione con quanto precedentemente sostenuto in merito ad un proficuo ed attivo coinvolgimento degli azionisti nella determinazione della politica remunerativa. Non si trovano pienamente convincenti, infatti, le argomentazioni di coloro che ritengono più coerente con la tutela degli *stakeholders* il potenziamento del ruolo degli amministratori a scapito dei soci: così v., di recente, ASPLUND, (nt. 5), 286 ss. e in precedenza S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy*, 2010, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com.14feb-youth.com/abstract=1615838>; mentre nel senso del testo, v. BEBCHUK, *The case for increasing*, (nt. 19), 907 ss. Nell'auspicata eventualità che gli interessi degli *stakeholders* vengano presi in considerazione – legislativamente o statutariamente dalle singole società – anche gli azionisti, chiamati a deliberare sulla politica remunerativa, ne sarebbero vincolati, conservando, tuttavia, pur sempre una certa discrezionalità nel decidere se la suddetta *policy* sia o meno coerente con tutti gli interessi tutelati (ivi incluso, naturalmente, lo *shareholder value*).

THE CURRENT DEBATE ON THE PROPOSED DIRECTIVE ON THE ENCOURAGEMENT OF LONG-TERM SHAREHOLDER ENGAGEMENT IN EUROPEAN LISTED COMPANIES IN LIGHT OF THE RECENT HISTORY OF THE INITIATIVES OF THE EUROPEAN UNION CONCERNING CORPORATE GOVERNANCE[†]

CORRADO MALBERTI*

TABLE OF CONTENTS: 1. The evolution of the debate on the corporate governance of financial institutions and listed companies after the crisis: the first reactions of the European Union. — 2. The evolution of the debate on the governance of financial institutions: the Green Paper on the Corporate governance in financial institutions. — 3. *Continued*: the rules on remuneration policies in the CRD III. — 4. *Continued*: the measures concerning corporate governance in CRD IV/CRR. — 5. The evolution of the debate on the governance of listed companies: the Green paper on the EU corporate governance framework. — 6. *Continued*: the Action Plan on European company law and corporate governance. — 7. The proposal for a revision of the shareholder rights directive. — 8. The first reactions to the proposals of the Commission. — 9. *Continued*: institutional investors and asset managers. — 10. *Continued*: proxy advisors. — 11. *Continued*: the identification of shareholders. — 12. *Continued*: the insufficient link between pay and performance of directors. — 13. *Continued*: related-party transactions. — 14. The additional limitations on the impact of the measures proposed by the Commission under discussion in the legislative process: the debate at the Council. — 15. *Continued*: the debate at the European Parliament. — 16. The risks of making the proposal of the Commission more trivial.

1. The evolution of the debate on the corporate governance of financial institutions and listed companies after the crisis: the first reactions of the European Union.

The recent initiatives undertaken by European institutions in the domain of corporate governance have been aimed at trying to solve the problems that allegedly became evident during the financial crisis. The starting point of this evolution was the famous De Larosière Report (¹), which, however, devoted only few remarks to corporate governance. The focus of the Report was on the governance of financial institutions, and two were the issues that

(†) Part of this article is forthcoming in an extended and revised version in the volume P.M. Vasudev, Susan Watson eds., 'Global Capital Markets – A Survey of Legal and Regulatory Trends', (Edward Elgar Publishing, forthcoming).

(*) Professore associato (Università di Trento); Adjunct Associate Professor (University of Luxembourg).

(¹) 'Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière' (2009) <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf> accessed 19 August 2015 (De Larosière Report).

were considered most problematic: (a) the lack of expertise of boards and senior managements in dealing with risks associated with financial products ⁽²⁾, and (b) the misguided remuneration and incentive schemes, which exacerbated risk-taking and short-termism ⁽³⁾.

To address the first set of problems, the De Larosière Report suggested some measures to improve risk management ⁽⁴⁾. With regards to remuneration schemes, the Report recommended making sure that compensation incentives were ‘better aligned with shareholder interests and long-term firm-wide profitability’ of financial institutions, by ensuring that the assessment of bonuses be made in a multi-year framework and that bonuses reflect the actual performance of directors and managers ⁽⁵⁾.

A few days after the publication of the De Larosière Report, the European Commission also made available the Communication ‘Driving European Recovery’, in which it further explored some of the shortcomings of corporate governance that became evident during the financial crisis. In a few words, the Commission proposed to take action in the domain of directors’ remuneration, not only for financial institutions, but also for listed companies ⁽⁶⁾. Also in this case the stated goal of these measures was ‘to avoid short-term excessive risk-taking’ ⁽⁷⁾.

This initial reflection on the possible implications of the experience gathered during the financial crisis for corporate governance, finally resulted in the publication of two recommendations of the Commission on remuneration policies: one addressed to financial institutions ⁽⁸⁾ and one addressed to listed companies ⁽⁹⁾. These two documents complemented two other previous recommendations on remuneration policies that had been issued, respectively, in 2004 ⁽¹⁰⁾ and in 2005 ⁽¹¹⁾.

Even though addressed to two different types of entities, the structures of these two recommendations shared many points in common. First, both documents gave particular emphasis to the necessity of better disclosing information concerning remuneration schemes ⁽¹²⁾. Second, both recommendations mentioned detailed rules on the structure of these

⁽²⁾ De Larosière Report (n 1) 32.

⁽³⁾ De Larosière Report (n 1) 30 ff.

⁽⁴⁾ De Larosière Report (n 1) 32.

⁽⁵⁾ De Larosière Report (n 1) 31.

⁽⁶⁾ European Commission, COM (2009) 114 final ‘Driving European Recovery’, 4 March 2009, 7-8 <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>> accessed 19 August 2015.

⁽⁷⁾ COM (2009) 114 final (n 6) 17.

⁽⁸⁾ Commission Recommendation 2009/384/EC of 30 April 2009 on remuneration policies in the financial services sector [2009] OJ L120/22.

⁽⁹⁾ Commission Recommendation 2009/385/EC of 30 April 2009 complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies [2009] OJ L120/28.

⁽¹⁰⁾ Commission Recommendation 2004/913/EC of 14 December 2004 fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies [2004] OJ L385/55.

⁽¹¹⁾ Commission Recommendation 2005/162/EC of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board [2005] OJ L52/51.

⁽¹²⁾ Commission Recommendation 2009/384/EC (n 8) s 3; Commission Recommendation 2009/385/EC (n 9), para 5.

schemes and – among other things – they also suggested a balancing between the variable and non-variable parts of the remuneration, as well as a deferral of the variable part⁽¹³⁾.

Interestingly, the recommendation discussing the remuneration of directors in listed companies also mentioned some measures that were already included in the first Recommendation of 2004⁽¹⁴⁾. More precisely, the Recommendation of 2004 invited Member States (a) to prepare a remuneration statement to be submitted to a vote in the general meeting with either a mandatory or an advisory nature⁽¹⁵⁾ and (b) to require the prior approval of the annual general meeting for remuneration schemes, whether directors were ‘remunerated in shares, share options or any other right to acquire shares or . . . on the basis of share price movements’⁽¹⁶⁾. In light of this framework, the Recommendation of 2009 further advised Member States to encourage shareholders and, above all, institutional shareholders, to attend general meetings and, where appropriate, to make use of their voting rights concerning directors’ remuneration⁽¹⁷⁾.

Even in these first actions following the financial crisis, it was evident that the measures adopted by the European Commission were distinctively aimed at two different types of entities: on the one hand, financial institutions, and, on the other hand, listed companies. Another important aspect of this early debate concerning the strategies to address the problems raised by the financial crisis, is that, even if it was clearly acknowledged that the issues raised by the governance of financial institutions had implications that were different from those of listed companies, the solutions that were considered appropriate to solve the problems existing in the former, were frequently believed to be a good source of inspiration also for improving the governance of the latter.

However, from a practical point of view, the European Commission did not consider particularly successful this first attempt of reform. In fact, European recommendations are not binding on EU Member States, and the Commission felt that the Member States put at risk the actual effectiveness of the measures suggested by not adopting them promptly and uniformly⁽¹⁸⁾.

⁽¹³⁾ Commission Recommendation 2009/384/EC (n 8) para 4; Commission Recommendation 2009/385/EC (n 9) paras 3-4.

⁽¹⁴⁾ Commission Recommendation 2004/913/EC (n 10).

⁽¹⁵⁾ Commission Recommendation 2004/913/EC (n 10) para 4.2. However, this recommendation also provided that a Member State could only impose a requirement to vote on the remuneration statement if shareholders representing at least 25% of the votes attending the annual meeting requested it.

⁽¹⁶⁾ Commission Recommendation 2004/913/EC (n 10) para 6.1.

⁽¹⁷⁾ Commission Recommendation 2009/385/EC (n 9) para 6.1.

⁽¹⁸⁾ See European Commission, COM (2010) 285 final ‘Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies’ (2010) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/com-2010-285-2_en.pdf> accessed 19 August 2015, and European Commission, COM (2010) 286 final ‘Report on the application by Member States of the EU of the Commission 2009/384/EC Recommendation on remuneration policies in the financial services sector’ (2010) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/com-2010-286-2_en.pdf> accessed 19 August 2015.

2. *The evolution of the debate on the governance of financial institutions: the Green Paper on the Corporate governance in financial institutions.*

In this scenario, the European Commission decided to further explore the possibility of improving the corporate governance of European companies by separating the discussion on the measures addressed to financial institutions from that on the initiatives addressed to listed companies, and it gave priority to the former. Therefore, in June 2010, the Commission launched a public consultation on Corporate governance in financial institutions and remuneration policies ⁽¹⁹⁾, a document that highlighted several problems in the governance of financial institutions ⁽²⁰⁾.

The measures proposed to solve these issues were diverse and, among other things, they concerned (a) the composition and the structure of the board, (b) the potential role of shareholders and institutional investors in the governance of financial institutions, with particular attention to the strategies aimed at facilitating the identification of shareholders, (c) the enhancement of the consistency and effectiveness of EU actions on directors' remuneration ⁽²¹⁾, (d) the possibility of adopting initiatives to prevent and fight conflicts of interest in financial markets, and (e) the improvement of the effectiveness of risk management.

The reactions of the stakeholders to the Commission's envisioned actions were not particularly positive and, in some cases, even skeptical ⁽²²⁾. Without entering into the details of the reactions to each measure ⁽²³⁾, it is worth noting that the initiatives concerning conflicts of interest, remuneration policies, and the potential role of shareholders were not always well received. More precisely, with regard to shareholders' engagement, the respondents to the consultation were generally in favor of a mandatory disclosure of institutional investors' voting practices. They also favored compulsory adhesion of institutional investors to national

⁽¹⁹⁾ European Commission, COM (2010) 284 final 'Green Paper - Corporate governance in financial institutions and remuneration policies' (2010) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf> accessed 19 August 2015, for further details on the measures proposed in this consultation, see also the Commission Staff Working Document accompanying the Green Paper, European Commission, SEC (2010) 669 'Commission Staff Working Document - Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices - Accompanying document to the Green Paper Corporate governance in financial institutions and remuneration policies' (2010) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/sec2010_669_en.pdf> accessed 19 August 2015.

⁽²⁰⁾ More precisely, as indicated in COM (2010) 284 final (n 19) 5 ff, these problems were: (a) the existence of conflicts of interest; (b) the defective implementation of corporate governance principles; (c) the inability of boards to effectively supervise and to take action; (d) the inability to properly address risk management; (e) the position of shareholders who might have short-term investment horizons and few incentives to conduct an effective monitoring on the activities of managers and directors.

⁽²¹⁾ Interestingly, although this consultation concerned financial institutions, it also explored the available strategies to enhance the consistency and effectiveness of European measures dealing with remuneration, not only of financial institutions, but, more broadly, of listed companies.

⁽²²⁾ European Commission, 'Feedback Statement - Summary of Responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions' (2010) <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf> accessed 19 August 2015.

⁽²³⁾ For further details on these reactions, see Corrado Malberti, 'The Board of Directors After the Crisis: The Role of Risk Management in the Recent European Perspectives of Reform' in Laure Nurit-Pontier, Stéphane Rousseau eds., 'Risques, crise financière et gouvernance: perspectives transatlantiques', (Éditions Thémis, Schulthess, Anthemis, 2013) 141 ff.

or international codes of best practices, and the creation of mechanisms to facilitate the identification of shareholders and cross-border voting. In contrast, the respondents did not support the adoption of any further action in the domain of remuneration policies, since it was believed that, in light of the existing recommendations and – at the time – the ongoing review of the Capital Requirements Directive, and also considering that the effects of the implementation of these measures were still to be carefully evaluated, no additional measures were needed. Finally, the reactions to the possibility of reinforcing the legal framework concerning the prevention of conflicts of interest were mixed. However, the prevailing opinion urged better coordination and alignment at the European level of rules dealing with this issue.

3. Continued: *the rules on remuneration policies in the CRD III.*

This long debate on the governance of European financial institutions finally had some more-tangible results with the adoption of the Capital Requirements Directive III (CRD III) in 2010⁽²⁴⁾ and of the Capital Requirements Directive IV/Capital Requirements Regulation (CRD IV/CRR) in 2013⁽²⁵⁾. These pieces of legislation reshaped the existing framework provided by the first two capital requirement directives⁽²⁶⁾.

CRD III, which is addressed to credit institutions, enacted new rules on remuneration policies. These measures concerned the role and duties of remuneration committees, and the structure and disclosure of the remuneration policies of persons whose activities have a material impact on the institution's risk profile.

With particular regard to the latter set of measures, it was provided that remuneration policies had to promote 'sound and effective risk management', could not 'encourage risk-taking that exceeds the level of tolerated risk of the credit institution', and should pursue the 'long-term interests of the credit institution'⁽²⁷⁾. The board of financial institutions was required to provide, at least on a yearly basis, a review of the general principles of the remuneration policy, and it was also made responsible for the implementation of these general

(24) European Parliament and Council Dir 2010/76/EU of 24 November 2010 amending Dirs 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisations, and the supervisory review of remuneration policies [2010] OJ L 329/3.

(25) Respectively, European Parliament and Council Dir 2013/36/EU of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Dir 2002/87/EC and repealing Dirs 2006/48/EC and 2006/49/EC [2013] OJ L176/338 (Dir 2013/36/EU) and European Parliament and Council Reg (EU) No 575/2013 of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Reg (EU) No 648/2012 [2013] OJ L176/1 (Reg (EU) No 575/2013).

(26) More precisely, European Parliament and Council Dir 2006/48/EC of 14 June 2006, relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (recast) [2006] OJ L177/1 (Dir 2006/48/EC) and European Parliament and Council Dir 2006/49/EC of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (recast) [2006] OJ L177/201 (known as CRD I), and European Parliament and Council Dir 2009/111/EC of 16 September 2009, amending Dirs 2006/48/EC, 2006/49/EC and 2007/64/EC as regards banks affiliated to central institutions, certain own funds items, large exposures, supervisory arrangements, and crisis management [2009] OJ L302/97 (known as CRD II).

(27) Dir 2006/48/EC, Annex V, s 11, para 23, lett (a) and lett (b), respectively, as amended by CRD III. More broadly, on the rules on remuneration in the CRD III, see Eilís Ferran, 'New Regulation of Remuneration in the Financial Sector in the EU', 9 ECFR (2012), 1 ff, 15 ff.

principles ⁽²⁸⁾. Also, the issue of the deferral of payments and that of a balance between the variable and non-variable parts of the remuneration were finally addressed: credit institutions were required to ‘set the appropriate ratios between the fixed and the variable component of the total remuneration’ ⁽²⁹⁾, and they were also required to pay at least 50% of the awarded bonuses with shares or other instruments subject to a retention policy ⁽³⁰⁾. In addition, the payment of ‘performance-based components of remuneration [were to be] spread over a period which [had to take] account of the underlying business cycle of the credit institution and its business risks’ ⁽³¹⁾. CRD III also provided that at least 40% of the variable component of the remuneration had to be deferred over a period that ought to be not less than three to five years and had to be correctly aligned with the nature of the business, its risks, and the activities of the person in question ⁽³²⁾. In addition, if the variable part of the remuneration was of particularly high amount, the payment of at least 60% of that amount was to be deferred ⁽³³⁾. Moreover, Member States were required to enact legislation to considerably reduce the total variable remuneration in case of subdued or negative financial performance of credit institutions, ‘taking into account both current remuneration and reductions in payouts of amounts previously earned, including through malus or clawback arrangements’ ⁽³⁴⁾.

For what concerns disclosure of remuneration policies, CRD III required Member States to ensure that credit institutions were subject to extensive reporting obligations for personnel whose activity could have an impact on their risk profile ⁽³⁵⁾. In this framework, particular emphasis was given to the disclosure of information concerning the decision-making process adopted for determining the remuneration policy, the link between pay and performance, and the structure of remuneration schemes ⁽³⁶⁾.

The approach followed by the European authorities in CRD III deserves attention for several reasons: first, among the different areas of intervention that, at that time, were under discussion to improve the corporate governance of financial institutions, the greatest attention was given to remuneration policies. Second, the strategy adopted was to regulate both the substantive and disclosure aspects of remuneration policies. Third, these measures were introduced not by issuing a recommendation, but by enacting a European Directive, which is a binding legislative measure addressed to the Member States of the European Union.

Even if CRD III was an important point in the development of the regulation of the governance of European companies, this directive concerned only a limited number of – yet very important – legal entities. In addition, this legislation was principally focused on the problem of bad incentives created by imprudent remuneration policies. Moreover, some degree of flexibility was still granted to Member States in implementing this directive in their

⁽²⁸⁾ Dir 2006/48/EC, Annex V, s 11, para 23, lett (c) and lett (d), as amended by CRD III.

⁽²⁹⁾ Ibid lett (l).

⁽³⁰⁾ Ibid lett (o).

⁽³¹⁾ Ibid lett (h).

⁽³²⁾ Ibid lett (p).

⁽³³⁾ Ibid.

⁽³⁴⁾ Ibid lett (q).

⁽³⁵⁾ Dir 2006/48/EC, Annex XII, pt 2, para 15, as amended by CRD III.

⁽³⁶⁾ Ibid.

national legislation. In any case, CRD III was quickly replaced by the CRD IV/CRR framework, which, after lengthy negotiations, was finally enacted in 2013.

4. Continued: *the measures concerning corporate governance in CRD IV/CRR.*

The measures concerning corporate governance adopted by European authorities in the CRD IV/CRR framework followed in the footsteps of the legislation enacted in CRD III, even if their scope was surely broader. Certainly, also the CRD IV/CRR framework – as CRD III – did not directly affect the governance of all listed companies, but was addressed only to credit institutions and financial firms. Moreover, the provisions on remuneration policies remained a key aspect also of this legislation. Yet, the CRD IV/CRR framework also dealt with other aspects of corporate governance, like the structure of the management body, and it also enhanced the scope and nature of the disclosure obligations imposed on these financial institutions.

Starting with this last aspect of CRD IV/CRR, it is worth noting that a fundamental change concerned the nature of the provisions devoted to disclosure: while in CRD III these rules were included in an Annex to the directive, they became, and currently are, part of the CRR, which, being a regulation, has direct effect and does not need to be transposed by the Member States. The content of the information on remuneration policies to be made available by credit institutions and financial firms closely follows the approach that was adopted in CRD III, with some adjustments mainly due to the modifications to the rules on the structure of remuneration introduced by CRD IV, which will be examined here below ⁽³⁷⁾. Surely, an interesting and important innovation has been the obligation to disclose the number of individuals being remunerated more than one million Euros ⁽³⁸⁾.

In addition, following solutions adopted on the structure of the board, which will be outlined here below, CRR imposed disclosure obligations with regard to (a) multiple directorships held by members of the managing body (b) recruitment policies and actual knowledge, skills, and expertise, (c) policies on diversity with regard to the selection of members of the management body, and (d) information regarding risk management and risk profile of the institution ⁽³⁹⁾.

The substantive part of the corporate governance measures of CRD IV/CRR was included in Articles 88 and following of CRD IV, which define the duties of the management body ⁽⁴⁰⁾, impose a separation of the functions of the chairman of the management body from those of the chief executive officer, and, in certain cases, require the appointment of a nomination committee ⁽⁴¹⁾. These provisions also provide rules on the composition of the management body, by imposing limitations on directors' multiple mandates, and require that

⁽³⁷⁾ Reg (EU) No 575/2013, art 450(1).

⁽³⁸⁾ Ibid art 450(1)(i).

⁽³⁹⁾ Ibid art 435(2).

⁽⁴⁰⁾ Dir 2013/36/EU, art 88(1).

⁽⁴¹⁾ Ibid art 88(2).

directors are of sufficiently good repute and meet knowledge, skills, and experience requirements ⁽⁴²⁾. Special emphasis has also been given to the fact that management bodies should promote diversity ⁽⁴³⁾, with special attention to the necessity of ensuring gender diversity ⁽⁴⁴⁾.

With regard to the provisions devoted to the substantial rules on remuneration policies, the general framework of CRD III has been largely confirmed ⁽⁴⁵⁾. Yet, some relevant aspects of the rules have been made stricter: for example, a cap has been introduced to the variable component of the remuneration, which is not allowed to exceed a ratio of 100% of the fixed component of the remuneration. However, if some strict conditions are satisfied and with the approval of the shareholders, Member States may allow an increase of this ratio to 200% ⁽⁴⁶⁾. Another important modification to the rules included in CRD III concerned the requirement of CRD IV that '[u]p to 100 % of the total variable remuneration' must be made 'subject to malus or clawback arrangements'. In addition, credit institutions and financial firms were also required to 'set specific criteria for the application of malus and clawback' with regard to situations in which the member of the staff 'participated in or was responsible for conduct which resulted in significant losses to the institution' or 'failed to meet appropriate standards of fitness and propriety' ⁽⁴⁷⁾. To conclude this analysis of CRD IV/CRR, it is also important to highlight that the problem of risk management was also addressed in other dimensions, different from that of the remuneration policy ⁽⁴⁸⁾.

5. *The evolution of the debate on the governance of listed companies: the Green paper on the EU corporate governance framework.*

While the discussions on the review of the Capital Requirements Directives were still ongoing, the Commission also started exploring the possibility of reforming the governance of all listed companies, and, in April 2011, it published the consultation on the EU corporate governance framework ⁽⁴⁹⁾. This document was principally focused on three possible areas of intervention: (a) the structure and functioning of the board of directors; (b) the role of shareholders; and (c) the effectiveness of the 'comply or explain' principle.

With regard to the 'comply or explain' principle, the Commission asked if the 'explain' part of this principle needed to be reinforced, and if it was desirable to give monitoring authorities the power to verify if the information published is sufficiently informative and comprehensive. The proposals related to the board were more articulated, and they concerned the structure of this corporate body, like enhancement of board diversity, limitations

⁽⁴²⁾ Ibid art 91(1).

⁽⁴³⁾ Ibid art 91(10).

⁽⁴⁴⁾ Ibid recital (60) and art 88(2)(a).

⁽⁴⁵⁾ Cf Dir 2013/36/EU, arts 92, 94 and Dir 2006/48/EC, Annex V, s 11, para 23 as amended by CRD III.

⁽⁴⁶⁾ Dir 2013/36/EU, art 94(1)(g)(ii).

⁽⁴⁷⁾ Ibid art 94(1)(n).

⁽⁴⁸⁾ Ibid art 76.

⁽⁴⁹⁾ European Commission, COM (2011) 164 final 'Green Paper - The EU corporate governance framework' (2011) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf> accessed 19 August 2015 ('Green Paper on the EU corporate governance framework').

on multiple mandates, and mandatory separation of the functions and duties of the chairperson of the board of directors from those of the chief executive officer. Other tentative proposals were related to risk management. Importantly, the problem of the remuneration was also addressed: the possibility of mandating disclosure of individual directors' remuneration and, more in general, of the remuneration policies of companies, was evaluated, and the possibility of putting these policies to a binding vote of the shareholders was also explored⁽⁵⁰⁾.

The proposals related to the role of shareholders were focused on the problem of short-termism, and they can be divided among (a) those directed to institutional investors, asset managers, and proxy advisors, (b) those aimed at facilitating the identification of shareholders, and (c) those concerning enhancement of the protection of minority shareholders, by allowing them to better represent their interests (eg, by appointing some members of the board of directors) or by introducing a European framework on related-party transactions⁽⁵¹⁾.

The reactions of the stakeholders to the strategies proposed by the Commission were generally not positive⁽⁵²⁾. In particular, it was felt that many of the solutions that were under discussion for dealing with the governance problems of financial institutions were simply replicated for listed companies, while the governance problems of the latter type of entity were different from those of the former⁽⁵³⁾.

With regard to the problem of remuneration policies, most of the respondents supported an enhancement of disclosure obligations⁽⁵⁴⁾. The necessity of a vote of the shareholders on remuneration policies was seen less favorably and, in any case, the majority of the participants in the consultation suggested simply giving an advisory nature to this vote⁽⁵⁵⁾.

The respondents also supported improvement of rules on shareholders' identification and favored mutual recognition among Member States of national identification systems⁽⁵⁶⁾. Also, the idea of requiring proxy advisors to be more transparent received positive reactions⁽⁵⁷⁾.

The part of the consultation that was not warmly received was that devoted to minority shareholders. Both the proposal on the appointment of directors representing minority shareholders and that on related-party transactions were criticized, since it was believed that

⁽⁵⁰⁾ 'Green Paper on the EU corporate governance framework' (n 49), 9 f.

⁽⁵¹⁾ 'Green Paper on the EU corporate governance framework' (n 49), 11 ff.

⁽⁵²⁾ Cf European Commission, 'Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework' (2011) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf> accessed 19 August 2015 (European Commission 'Feedback Statement').

⁽⁵³⁾ Paul Davies and others, 'European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework" (2011) 4 <<http://ssrn.com/abstract=1912548>> accessed 19 August 2015.

⁽⁵⁴⁾ European Commission 'Feedback Statement' (n 52) 10.

⁽⁵⁵⁾ Ibid.

⁽⁵⁶⁾ Ibid 15.

⁽⁵⁷⁾ Ibid 14.

the safeguards already in place were sufficient, and that any further action could result in a potential increase of a distorted and abusive use of these tools of corporate governance ⁽⁵⁸⁾.

6. Continued: *the Action Plan on European company law and corporate governance*.

The next step in the evolution of the debate over the governance of listed companies took place in 2012 when the Commission published the new Action Plan on European company law and corporate governance, which evoked many of the corporate governance strategies that were discussed in the consultation on the EU corporate governance framework ⁽⁵⁹⁾. More precisely, the Action Plan envisaged the possibility of amending the shareholder rights directive ⁽⁶⁰⁾, so as to introduce legislation aimed at (a) disclosing the voting and engagement policies and voting records of institutional investors, (b) improving the transparency on remuneration policies for directors, (c) recognizing a shareholders' right to vote on the remuneration policies, and (d) improving shareholders' control over related-party transactions ⁽⁶¹⁾. In another part of the Action Plan, the Commission also mentioned that it was planning to propose an initiative to improve shareholder identification ⁽⁶²⁾. Interestingly, all measures regarding the structure of the board of directors and risk management, to which the consultation on the EU corporate governance framework gave great attention, were only mentioned with respect to the adoption of an initiative to strengthen the disclosure requirements on board diversity and risk management ⁽⁶³⁾.

7. *The proposal for a revision of the shareholder rights directive*.

The efforts undertaken by the Commission to improve the governance of listed companies finally materialized in 2014, when, on April 9, only few weeks before the election of the new European Parliament and few months before the end of his mandate, Commissioner Barnier, among several initiatives in the domain of company law and corporate governance, presented a proposal for a revision of the shareholder rights directive ⁽⁶⁴⁾. The Commission highlighted five different issues that needed action: first, insufficient engagement of institutional investors and asset managers; second, inadequate transparency of proxy advisors; third, difficult and costly exercise of rights flowing from securities for investors; fourth, insufficient links between pay and performance of directors; and fifth, lack of shareholder oversight of

⁽⁵⁸⁾ Ibid 16 f.

⁽⁵⁹⁾ European Commission, COM (2012) 740 final 'Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies' (2012) <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0740&from=EN>> accessed 19 August 2015.

⁽⁶⁰⁾ European Parliament and Council Dir 2007/36/EC of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies [2007] OJ L184/17.

⁽⁶¹⁾ COM (2012) 740 final (n 59) 8 ff.

⁽⁶²⁾ Ibid 7.

⁽⁶³⁾ Ibid 6 ff.

⁽⁶⁴⁾ European Commission, COM (2014) 213 final 'Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement' (2014).

related-party transactions. All of these problems were articulated in detail in the explanatory memorandum and the impact assessment accompanying the proposal to amend the shareholder rights directive ⁽⁶⁵⁾.

The problem of insufficient engagement of institutional investors and asset managers has been addressed by requiring them to develop a policy on shareholder engagement to be disclosed to the public or, in case institutional investors and asset managers decide not to develop such a policy or to disclose it, to provide a reasoned explanation for this decision ⁽⁶⁶⁾. The policy should also include strategies to manage actual and potential conflicts of interest with regard to shareholder engagement ⁽⁶⁷⁾. More in general, it has also been proposed to strengthen the disclosure obligations imposed on both institutional investors and asset managers in view of the medium- to long-term performance of institutional investors ⁽⁶⁸⁾.

With regard to problems related to the lack of transparency of proxy advisors, the proposal, if enacted, would require Member States to ‘adopt and implement adequate measures to guarantee that their voting recommendations are accurate and reliable, based on a thorough analysis of all the information that is available to them’ ⁽⁶⁹⁾. In addition, the Commission has also proposed imposing on proxy advisors several obligations concerning disclosure of their activities ⁽⁷⁰⁾ and identification and disclosure of actual and potential conflicts of interest ⁽⁷¹⁾.

The issue of the difficulties and costs investors face when attempting to exercise the rights flowing from their securities is addressed with an elaborate set of provisions. If adopted, the proposal would grant to companies the right to have their shareholders identified, eventually also through the chain of the intermediaries, but exclusively for the purpose of facilitating the exercise of shareholder rights ⁽⁷²⁾. Intermediaries would also be required to facilitate the exercise of shareholders rights, including the right to take part and vote in the general meeting ⁽⁷³⁾. In addition, if companies decide not to directly communicate with their shareholders, and if the information is necessary to the exercise a right of the shareholder or the information is directed to all shareholders of a specific class, the information concerning the shares must be transmitted without undue delay by the intermediaries to the shareholders,

⁽⁶⁵⁾ For the explanatory memorandum, see COM (2014) 213 final (n 65), 2 ff; for the impact assessment, see European Commission, SWD (2014) 127 final ‘Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and Commission Recommendation on the quality of corporate governance reporting (“comply or explain”)’ (2014).

⁽⁶⁶⁾ COM (2014) 213 final (n 64) art 1, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3f(3) and (4).

⁽⁶⁷⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3f(2).

⁽⁶⁸⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3g.

⁽⁶⁹⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3i(1).

⁽⁷⁰⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3i(2).

⁽⁷¹⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3i(3).

⁽⁷²⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3a.

⁽⁷³⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3c.

eventually also through the chain of the intermediaries. Moreover, the Commission also proposes to impose on intermediaries an obligation to transmit information, received by the shareholders and addressed to companies, concerning the exercise of rights flowing from the shares ⁽⁷⁴⁾.

The most important and debated measures proposed by the Commission in this revision of the shareholder rights directive are surely those concerning remuneration policy and related-party transactions. With regard to the first area of intervention, the proposed modifications would require Member States to obligate companies to prepare a remuneration report providing a detailed ‘overview of the remuneration, including all benefits in whatever form, granted to individual directors . . . in the last financial year’ ⁽⁷⁵⁾.

Even more importantly, another provision of the draft directive would grant to shareholders the right to vote on the remuneration policy of directors ⁽⁷⁶⁾ and on the remuneration report mentioned above ⁽⁷⁷⁾. More specifically, it is proposed that the remuneration policy indicate the relative proportion of the different components of the fixed and variable parts of the remuneration and provide detailed indications on the structure of the variable part of the remuneration. In addition, the remuneration policy would have to illustrate how it contributes to the long-term interest and sustainability of the company and, unless exceptional circumstances occur, also describe ‘the ratio between the average remuneration of directors and the average remuneration of full time [sic] employees of the company other than directors’, and explain why this ratio is considered appropriate ⁽⁷⁸⁾.

While the shareholder vote on the remuneration report would take place every year at the annual general meeting, that on the remuneration policy would take place at least every three years. The vote on the remuneration policy would be binding and companies would be allowed to pay the remuneration to their directors only in accordance with an approved policy ⁽⁷⁹⁾. In contrast, the consequence of a vote against the approval of the remuneration report would simply be an obligation on the part of the company to explain in the following remuneration report whether or not that vote of the shareholders had been taken into account ⁽⁸⁰⁾.

To conclude this analysis of the proposal for a revision of the shareholder rights directive, provisions on related-party transactions, with several exemptions and qualifications, would require companies to publicly announce transactions with related parties that, at the moment of their conclusion, represent more than 1% of the company’s assets. This announcement would also be accompanied ‘by a report from an independent third party assessing whether or not [the transaction] is on market terms and confirming that [it] is fair

⁽⁷⁴⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 3b.

⁽⁷⁵⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9b(1).

⁽⁷⁶⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9a(1).

⁽⁷⁷⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9b(3).

⁽⁷⁸⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9a(3).

⁽⁷⁹⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9a(1).

⁽⁸⁰⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9b(3).

and reasonable from the perspective of the shareholders' ⁽⁸¹⁾. In addition, transactions representing more than 5% of the company's assets, or which can have a significant impact on profits or on turnover, would be required to be subject to prior approval by the general meeting ⁽⁸²⁾.

In addition to these measures, it is also important to highlight that the Commission has also undertaken other initiatives to address the corporate governance problems raised by the financial crisis. For example, the issues deriving from the structure of the board of directors that, as indicated in the 2012 Action Plan, were not to be discussed in the context of the revision of the shareholder rights directive, were addressed in another initiative of the Commission, focused only on the disclosure ⁽⁸³⁾. Similarly, also the review of the 'comply or explain' approach is not mentioned in the shareholder rights directive, and, as it was indicated in the 2012 Action Plan, the Commission adopted a softer approach and published only a non-binding recommendation.

8. *The first reactions to the proposals of the Commission.*

The different areas of intervention addressed by the proposed revision of the shareholder rights directive have already given rise to some interesting academic reactions. Until now, the debate has been principally focused on the soundness of the strategies adopted by the Commission. In general, legal commentators showed a certain skepticism on the desirability of the measures proposed.

9. Continued: *institutional investors and asset managers.*

Starting with the part of the proposal concerning the engagement of institutional investors and asset managers, the idea of improving the disclosure of the policies on shareholder engagement was supported by authoritative commentators even before the presentation of the 2012 Action Plan ⁽⁸⁴⁾. However, after the publication of the proposed revision of the shareholder rights directive, it has been highlighted that measures similar to those recommended by the Commission already existed in the United States, and that they failed to achieve their intended goals. This suggests that it would be difficult to believe that these European initiatives could perform better than their analogous US counterparts could ⁽⁸⁵⁾.

⁽⁸¹⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9c(1).

⁽⁸²⁾ Ibid, amending Directive 2007/36/EC by inserting art 9c(2).

⁽⁸³⁾ European Commission, COM (2013) 207 final 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups' (2013), which finally became European Parliament and Council Dir 2014/95/EU of 22 October 2014 amending Dir 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups [2014] OJ L330/1.

⁽⁸⁴⁾ José Antunes and others, 'Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance', 10 ECFR (2013), 304 ff, 311.

⁽⁸⁵⁾ Edward Rock, 'Oxford Handbook: Institutional Investors in Corporate Governance' (2015) Oxford Legal Studies Research Paper No 14-37, 12 ff <<http://ssrn.com/abstract=2512303>> accessed 19 August 2015.

Other prominent scholars have criticized the content of the Commission's initiative both on its details, arguing that it would be too burdensome to impose on institutional investors and asset managers to disclose their voting policies with regard to each company in which they hold shares ⁽⁸⁶⁾, and, in general, recommending that the part of the initiative devoted to the engagement policies should take the form of a recommendation and not of a directive ⁽⁸⁷⁾. Finally, other criticisms concerned (a) the failure to recognize the presence of blockholders in the governance of European companies, (b) the dubious link between an increase in activism and the improvement of corporate governance, (c) the risk of undermining the currently existing incentives to engage shareholders in activism, and (d) the difficulties of relying on a time horizon engagement criterion as an accurate proxy for good or bad corporate governance ⁽⁸⁸⁾.

10. Continued: *proxy advisors*.

With regard to the measures addressed to proxy advisors, it should be noted that, in the context of the consultation on the EU corporate governance framework, it was suggested that the activities carried out by these subjects required 'coordinating efforts at the EU and national level in such areas as disclosure of conflicts of interest, information on voting policies and individual follow up in case of contested meetings' ⁽⁸⁹⁾. However, already few months before the publication of the 2012 Action Plan, other company law experts were more cautious with regard to the possibility of taking any action in this domain, and they recommended the Commission to avoid intervening in this field, collect more data, and wait for the outcome of the discussions concerning the self-regulation of this industry, before deciding if additional actions were really needed ⁽⁹⁰⁾.

After the publication of the proposal for a revision of the shareholder rights directive, this more cautious approach has also been supported by the same group of experts that, in the consultation on European corporate governance framework, advocated additional efforts at the European and national level in this area. In fact, this group concludes that 'it would be preferable to further continue to address this matter in accordance merely with industry codes of conduct, as has been proposed by ESMA after extensive consultation' ⁽⁹¹⁾.

The concern of the lack of reliable data and information on how this industry operates in the European Union has also been voiced by other scholars ⁽⁹²⁾, who emphasized that, in light of the little information available, it is difficult to conclude that proxy advisors offering

⁽⁸⁶⁾ Peter Böckli and others, 'Shareholder Engagement and Identification' (2015) 3 <<http://ssrn.com/abstract=2568741>> accessed 19 August 2015.

⁽⁸⁷⁾ Böckli and others (n 86) 4.

⁽⁸⁸⁾ Therese Strand, 'Re-Thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive' (2015) 21 ff <<http://ssrn.com/abstract=2516844>> accessed 19 August 2015.

⁽⁸⁹⁾ Davies and others (n 53) 18.

⁽⁹⁰⁾ Antunes and others (n 84) 314.

⁽⁹¹⁾ Böckli and others (n 86) 5 ff.

⁽⁹²⁾ Strand (n 88) 35 ff.

voting recommendations are plagued by dangerous short-termism⁽⁹³⁾. In this context, it is also worth noting that it has been highlighted that the alleged existence of problems deriving from the potential or actual conflict of interest of proxy advisors has found little support in the literature⁽⁹⁴⁾.

11. Continued: *the identification of shareholders*.

The initiatives concerning the identification of shareholders have been considered an important aspect of the strategies available to improve the governance of companies. For example, the Report of the Reflection group argued that facilitating the vote of shareholders in general meetings should be considered a priority for the advancement of European company law⁽⁹⁵⁾. Also another group of company law experts, in the context of the consultation on the EU corporate governance framework, recommended to grant to shareholders the possibility ‘to take part in the general meeting and cast their votes independently from any intervention of the securities depository system’⁽⁹⁶⁾. In addition, the support to the measures aimed at improving the communication between companies and shareholders was further reiterated by the members of the Reflection group at the moment of the consultation on the 2012 Action Plan⁽⁹⁷⁾.

Taking into account this anticipation for the possible actions in this field, one would expect that the measures presented by the Commission were to be received warmly by scholars and experts. In spite of these expectations, the first reactions have not been enthusiastic. Remarkably, an important group of scholars that previously considered important to take action in this field, now concludes that the initiatives proposed by the Commission are only a ‘suboptimal mechanism to facilitate shareholder voting’⁽⁹⁸⁾.

The criticisms that have been moved to the draft directive are many: first, the possible advantages deriving from the facilitation of the exercise of shareholder rights must be confronted with the – likely in Europe – possibility that a company has a concentrated ownership. In these situations, it has been argued that it would be difficult to expect an improvement in the activism of small shareholders, even if the exercise of their rights was to be made easier⁽⁹⁹⁾.

A second important issue is that of the costs associated with shareholder identification, which could be particularly relevant, especially if compared with the – in many cases arguably limited – advantages that could derive from such identification⁽¹⁰⁰⁾. A third problem that has

⁽⁹³⁾ Ibid 36.

⁽⁹⁴⁾ Ibid 36 ff.

⁽⁹⁵⁾ José Antunes and others, ‘Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law’ (2011) 50 <<http://ssrn.com/abstract=1851654>> accessed 19 August 2015.

⁽⁹⁶⁾ Davies and others (n 53) 19 ff.

⁽⁹⁷⁾ Antunes and others (n 84) 310 ff, concluding that ‘[a]lthough the nature of the initiative is yet unknown, we strongly support the principle that a company should be able to identify its shareholders’.

⁽⁹⁸⁾ Böckli and others (n 86) 6.

⁽⁹⁹⁾ Strand (n 88) 41, Böckli and others (n 86) 7.

⁽¹⁰⁰⁾ Böckli and others (n 86) 7, arguing that ‘[a] full identification of all shareholders as is proposed would result in considerable costs’; cf Strand (n 88) 41 ff.

been highlighted is that of the possibility that the cumbersome identification process could also not result in an actual identification of some important shareholders, who could deliberately decide to hide their identity behind legal structures or other legal arrangements ⁽¹⁰¹⁾, or who could simply be inaccurately identified by the intermediaries ⁽¹⁰²⁾.

Finally, also the fact that ‘the rights to be established under the Directive are vested in companies, not their shareholders’ ⁽¹⁰³⁾ could also result in having companies which ‘use the shareholder identification information to make engagement more, not less, difficult’ ⁽¹⁰⁴⁾, and to limit the possibility of shareholders to have access to their rights when they would need them ⁽¹⁰⁵⁾. From this perspective, it must also be highlighted that the directive does not give the shareholders the ability to identify each other, which could be crucial for facilitating the formation of coalitions among shareholders ⁽¹⁰⁶⁾.

12. Continued: *the insufficient link between pay and performance of directors.*

As mentioned above, since the beginning of the debate on corporate governance that followed the financial crisis, the problems raised by the insufficient link between pay and performance were at the center of the discussions, and both the CRD III and the CRD IV/CRR devoted attention to these issues. With regard to listed companies, several points were already raised at the time of the consultation on the EU corporate governance framework. More precisely, at that time it was recognized that the strengthening of the disclosure of remuneration policies could improve corporate governance in both companies with a dispersed and with a concentrated ownership ⁽¹⁰⁷⁾. Also the introduction of a remuneration report was considered a promising strategy to address these issues ⁽¹⁰⁸⁾.

However, even at this early stage, several criticisms were cast about the virtues of an approval of remuneration policies and remuneration reports by general meetings ⁽¹⁰⁹⁾. Doubts on the benefits of introducing a ‘say on pay’ at the European level were also expressed by the members of the Reflection Group on the Future of EU Company Law in their contribution to the consultation that preceded the publication of the 2012 Action Plan. Even if the possibility of requiring a binding vote on remuneration policies by the shareholders was not completely ruled out, these experts recommended the Commission to gather additional information on this matter before taking action ⁽¹¹⁰⁾.

After the publication of the Commission’s proposal, the problem of the mandatory and binding nature of the vote of the general meeting on the remuneration policy remained

⁽¹⁰¹⁾ Böckli and others (n 86) 8.

⁽¹⁰²⁾ Strand (n 88) 42.

⁽¹⁰³⁾ Böckli and others (n 86) 6.

⁽¹⁰⁴⁾ Ibid (n 86) 6 ff.

⁽¹⁰⁵⁾ Ibid (n 86) 7.

⁽¹⁰⁶⁾ Strand (n 88) 43.

⁽¹⁰⁷⁾ Davies and others (n 53) 10.

⁽¹⁰⁸⁾ Ibid (n 53) 11.

⁽¹⁰⁹⁾ Ibid (n 53) 12.

⁽¹¹⁰⁾ Antunes and others (n 84) 312.

a sensitive issue ⁽¹¹¹⁾. For example, it was said that the Commission, in ruling out more interventionist approaches to pay, may be relying on widespread, but misguided, economic assumptions ⁽¹¹²⁾.

It has also been argued that the mandatory and binding ‘say on pay’ rules proposed by the Commission simply rely on unproven assumptions ⁽¹¹³⁾. In particular, it is not sure if there is a problem with executive compensation and if this problem can be solved by granting to shareholders the right to vote on remuneration policies ⁽¹¹⁴⁾. In addition, it has also been suggested that other aspects of remuneration policies, like the structure of the compensation, were addressed only marginally by the new draft directive, while these aspects could probably play a more important role for improving the governance of companies ⁽¹¹⁵⁾.

13. Continued: *related-party transactions*.

To conclude this review of the reactions to the revision of the shareholder rights directive, it is necessary to analyze the rules on related-party transactions. Interestingly, already in the context of the consultation on the EU corporate governance framework it was recognized that a problem existed in this area and the Commission was suggested to adopt a recommendation to deal with this issue ⁽¹¹⁶⁾.

Similarly, also the members of the Reflection group showed interest for the adoption of an initiative in this area in their contribution to the consultation on the 2012 Action Plan. More precisely, these company law experts discussed the possibility of adopting either substantive requirements or disclosure requirements with regard to related-party transactions ⁽¹¹⁷⁾. However, they also maintained a cautious approach and suggested a careful assessment of this matter ⁽¹¹⁸⁾.

After the publication of the draft directive, Luca Enriques published an interesting analysis of the rules on related-party transactions ⁽¹¹⁹⁾; he concluded that, to ensure their effectiveness, these rules should rely on a good enforcement system ⁽¹²⁰⁾. From this perspective, another scholar, Therese Strand, examined the problem of the enforcement of related-party transactions in the proposal for the revision of the shareholder rights directive, and she

⁽¹¹¹⁾ In addition, the part relating to disclosure in the remuneration report received some criticism, see Andrew Johnston, Paige Morrow, ‘Commentary on the Shareholder Rights Directive’ (2014) U of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series No 2014-41, 8 <<http://ssrn.com/abstract=2535274>> accessed 19 August 2015.

⁽¹¹²⁾ Ibid 9.

⁽¹¹³⁾ Strand (n 88) 26 ff.

⁽¹¹⁴⁾ See *ibid* 26 ff, for further details on the literature supporting these claims.

⁽¹¹⁵⁾ *Ibid* 30.

⁽¹¹⁶⁾ Davies and others (n 53) 21.

⁽¹¹⁷⁾ Antunes and others (n 84) 312 ff.

⁽¹¹⁸⁾ *Ibid* 313.

⁽¹¹⁹⁾ Luca Enriques, ‘Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)’, 16 *EBOR* (2015), 1 ff.

⁽¹²⁰⁾ *Ibid* 32 ff.

concluded that the lack of effective rules on the enforcement should be considered an important loophole in the initiative of the Commission ⁽¹²¹⁾.

In his analysis, Luca Enriques also argues that the proposal of the Commission displays several problems: being under-inclusive, providing weak safeguards, and being inflexible. With regard to the first point, he argues that the adoption of that quantitative requirement is not particularly reliable and that it could be subject to manipulation ⁽¹²²⁾. In addition, the scope of the directive seems to be limited only to transactions with related parties and not to those transactions in which related parties might have an interest ⁽¹²³⁾. Finally, it also seems that the proposed legislation would not be applicable to the transactions concluded by the subsidiaries of companies subject to the rules on related-party transactions ⁽¹²⁴⁾.

The criticisms addressed to the safeguards used to deal with related-party transactions also concern the poorly outlined content of the fairness opinion and of the disclosure obligations imposed on companies ⁽¹²⁵⁾. In addition, the approval of the general meeting could only be a weak protection, as it is uncertain to what extent shareholders can be disinterested and effective in evaluating these transactions ⁽¹²⁶⁾. Moreover, the approval of the transactions comes at the end of a negotiation process, which Member States are free to leave to interested parties ⁽¹²⁷⁾, and the affiliates of the related party are not expressly prevented from voting in favor of the transaction ⁽¹²⁸⁾.

Finally, the rules proposed by the Commission are inflexible because they do not recognize the possibility of taking advantage of alternative arrangements that could exist or be used in Member States to deal with the problems raised by related-party transactions ⁽¹²⁹⁾. In addition, the exemption regime does not appear particularly flexible ⁽¹³⁰⁾.

14. *The additional limitations on the impact of the measures proposed by the Commission under discussion in the legislative process: the debate at the Council.*

In this context, it should be highlighted that, in the discussions that are currently taking place at the Council and at the European Parliament, the initial Commission proposal is undergoing some significant changes. For example, the text that is currently under discussion at the Council ⁽¹³¹⁾ would allow Member States to limit the scope of shareholder identification to only those shareholders holding more than 0.5% of shares or voting rights. In addition, the scope of the disclosure obligation imposed on proxy advisors has— somehow — been narrowed.

⁽¹²¹⁾ Strand (n 88) 34.

⁽¹²²⁾ Enriques (n 119) 27 f, a concern also shared by Strand (n 88) 32.

⁽¹²³⁾ Enriques (n 119) 28.

⁽¹²⁴⁾ Ibid.

⁽¹²⁵⁾ Ibid 29.

⁽¹²⁶⁾ Ibid 30, cf Strand (n 88) 34.

⁽¹²⁷⁾ Enriques (n 119) 30.

⁽¹²⁸⁾ Ibid.

⁽¹²⁹⁾ Ibid 30.

⁽¹³⁰⁾ Ibid 30 f, see also Strand (n 88) 33, who argues that the exemption regime is too narrow.

⁽¹³¹⁾ Council of the European Union, ‘ST 7315 2015 INIT’ (2015) <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7315-2015-INIT/en/pdf>> accessed 19 August 2015.

More importantly, with regard to remuneration policies, even if it is still said that the vote of the general meeting is binding, Member States may still give this vote an advisory nature if, in the event of a negative vote, a revised policy is submitted to a vote at the next general meeting. In addition, with reference to the advisory vote on the remuneration report, it is said that, for the companies with an average market capitalization of less than EUR 200,000,000, Member States may provide that, as an alternative to the vote, the remuneration report of the last financial year is submitted for discussion in the annual general meeting as a separate item of the agenda.

With regard to related-party transactions, the original quantitative thresholds of 1% and 5% of the assets have disappeared, and have been replaced by a materiality test, which remains quantitative in its nature, but whose precise form will be determined by each Member State. Moreover, Member States will be allowed to grant the right to approve a related-party transaction not necessarily to the general meeting, but to the administrative or supervisory body of the company. Finally, the cases of exemption have been extended and clarified.

15. Continued: *the debate at the European Parliament.*

The version of the directive under discussion at the European Parliament ⁽¹³²⁾ at the time of this writing reconsiders some important aspects of the Commission's initial proposal ⁽¹³³⁾. With regard to the rules on related-party transactions, the Parliament's new text abandons the asset thresholds that were originally provided in the draft directive. In addition, the European Parliament's version would allow Member States to give the power to approve material transactions not only to the general meeting, but also to the administrative or supervisory body of the company.

The European Parliament has also introduced new parts into the proposal that, as of this writing, are hotly debated at the political level. Reference, here, is made to the proposed amendments to Dir 2013/34/EU and Dir 2004/109/EC, with the view of introducing a country-by-country tax reporting requirement for large undertakings and public-interest entities ⁽¹³⁴⁾. Even though not directly related to the revision of the shareholder rights directive,

⁽¹³²⁾ As of this writing the European Parliament had not yet taken a final decision on the Commission's Proposal. Several amendments have already been agreed to at a plenary session held in July 2015. For more details on the debate at the European Parliament see Council of the European Union, 'ST 10626 2015 INIT' (2015) <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10626-2015-INIT/en/pdf>> accessed 19 August 2015.

⁽¹³³⁾ A useful Council document (Council of the European Union, 'ST 11243 2015 INIT' (2015) <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11243-2015-INIT/en/pdf>> accessed 19 March 2016) provides a comparison of the original version of the Commission's proposed directive and the versions under discussion at the Council and at the European Parliament.

⁽¹³⁴⁾ See Council of the European Union, 'ST 10626 2015 INIT' (n 132), 70 ff. Interestingly, some other unforeseen additions to the Commission's initial proposal have also been discussed by the JURI Committee. More precisely, reference is made to the Committee's proposed introduction of mechanisms to support long-term shareholding, like (a) additional voting rights, (b) tax incentives, (c) loyalty dividends, and (d) loyalty shares, and to enhance disclosure on tax payments see European Parliament, 'Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards

the debate on those other amendments is delaying the advancement of the proposal, which remains, at the time of this writing, subject to a trilogue negotiation among the Commission, the Council, and the European Parliament ⁽¹³⁵⁾.

Despite the European Parliament's efforts to amend the Commission's proposal, it remains uncertain if the proposal for a revision of the shareholder rights directive will ultimately include also such amendments. In fact, the impact assessment of the Commission's recent proposal on country-by-country reporting, published in April 2016, clearly stated that it is not the initiative on the revision of the shareholder rights directive, but rather 'specific legislation [that] is the best instrument to achieve the desired goal' ⁽¹³⁶⁾. Obviously, the impact assessment only reflects the position of the Commission and not that of the European Parliament. However, it seems that the debate on country-by-country reporting is taking a different path from that of the revision of the shareholder rights directive.

16. *The risks of making the proposal of the Commission more directive trivial.*

Examining the two preliminary documents (that is, the one discussed at the Council and the other at the European Parliament), both of which are tentative compromises subject to further discussions, it is interesting to note that many of the original solutions concerning the revision of the shareholder rights directive have been qualified, characterized, and, in many cases, diluted. The role of the Member States has been significantly enhanced while several parts of the Commission's initial proposal have either been made optional or been reformulated to accommodate the needs and specificities of each country. The approach taken by both bodies cannot be faulted for being pragmatic or for accommodating practices that already exist in the Member States; but it will certainly not lead to a uniform, coherent and effective application of European law. More importantly, it is highly doubtful that it will enhance existing corporate governance practices.

certain elements of the corporate governance statement (A8-0158/2015)' (2015) <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A8-2015-0158&language=EN>> accessed 19 August 2015, 33, 53 ff. It is unlikely, however, that these additions will find their way into the final text, because these amendments were not among those adopted by the plenary session of the European Parliament in July 2015.

⁽¹³⁵⁾ The state of affairs (as of 25, January 2016) was described in a 'Reply to a question for written answer' (2016) <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getAllAnswers.do?reference=E-2015-013384&language=EN>> accessed 10 March 2015, that was presented by a Member of the European Parliament, according to which 'the Parliament's proposed amendments with regard to public country-by-country reporting (CBCR) by economic operators were not part of the Commission's proposal and are also outside the scope of [the shareholder rights directive] proposal. Thus, they are not covered by the Commission's impact assessment. The Commission is therefore aiming to present an impact assessment on CBCR in the first quarter of 2016. At the first trilogue, held on 27 October in Strasbourg, the parties agreed to wait for the results of the Commission's impact assessment on country-by-country disclosure before starting negotiations on this question, while pursuing negotiations on all other parts of the proposal with a view to achieving a positive result as soon as possible'.

⁽¹³⁶⁾ See European Commission, SWD (2016) 117 final 'Commission Staff Working Document Impact Assessment assessing the potential for further transparency on income tax information Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of income tax information by certain undertakings and branches' (2016), 53, n 135.

This is not to say, obviously, that – if and to the extent – enacted, the revision of the shareholder rights directive will have no tangible effects ⁽¹³⁷⁾. It is just far more likely that the ultimate effects of the final version of the adopted text – and the means employed to achieve them – will no longer be consistent with the original proposal. A paradigmatic example of this likely outcome can already be found in the direction that the debate on remuneration policies took at the Council: Commissioner Barnier advocated for the introduction of a binding shareholder ‘say on pay’ in order to exercise proper shareholder control over managers, but the Council chose to look for a more cautious approach. Even though some have argued that the Commission’s original approach was wrong or quack corporate governance and needed to be modified, it might have been better for the Council or the Parliament to simply reject the Commission’s proposal in its entirety, rather than trying to make it palatable by inserting accommodating solutions that are likely to neutralize its effectiveness.

When compared to other initiatives that were proposed at the time of the consultation on the EU corporate governance framework, those other proposals, to the extent they are still under discussion, have a more limited scope and are less invasive. Some might praise that approach for being able to limit the possible negative consequences that could derive from the adoption of legislation not based on reliable empirical evidence. In the end, a somewhat similar argument was recently advanced to deal with the supposedly quack corporate governance rules concerning the structure of the board of directors of the CRD IV/CRR ⁽¹³⁸⁾.

However, that strategy could also have implications that extend beyond the domain of corporate governance reforms and may further corroborate the broader impression that the relevance of European company law is limited. From this perspective, the likely quackish nature of some of the corporate governance strategies in the text under discussion before the Council and the European Parliament could simply result in some practical difficulties, principally deriving from the necessity of getting acquainted to the new rules, and not in an authentic improvement of the European corporate governance framework.

⁽¹³⁷⁾ Cf eg Luca Enriques, ‘EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They’, 27 U. Pa. J. Int’l Econ. L. (2006), 1 ff., 44 ff.

⁽¹³⁸⁾ Luca Enriques, Dirk Zetsche, ‘Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive’, 16 Theoretical Inquiries in Law (2015), 211, specifically 240 ff.

IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2013/34/UE: IL PROGRESSIVO ALLINEAMENTO DELLE DISPOSIZIONI CONTABILI RACCHIUSE NEL CODICE CIVILE AI PRINCIPI IAS/IFRS¹

GIULIA GARESIO

SOMMARIO: 1. Premessa. Brevi cenni sulle disposizioni normative antecedenti il d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139. – 2. Il principio di rilevanza. – 3. Il principio di prevalenza della sostanza sulla forma. – 4. Le modifiche alla struttura del bilancio: il rendiconto finanziario. – 5. L'irruzione del *fair value*: l'iscrizione degli strumenti finanziari derivati. – 6. Il criterio del costo ammortizzato: questo sconosciuto. – 7. Osservazioni conclusive: verso quale bilancio?

1. *Premessa. Brevi cenni sulle disposizioni normative antecedenti il d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139.*

La novella Direttiva contabile 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013², con la quale sono state abrogate la IV e la VII Direttiva, preso atto che “i bilanci d’esercizio perseguono vari obiettivi e non forniscono esclusivamente informazioni agli investitori nei mercati di capitali, ma rendono anche conto delle operazioni passate e favoriscono il governo societario”, sottolinea – al quarto considerando – la necessità “che la legislazione contabile dell’Unione trovi un opportuno equilibrio tra gli interessi dei destinatari dei bilanci e l’interesse delle imprese a non essere eccessivamente gravate da obblighi in materia di informativa”.

Un auspicio – lo si anticipa – destinato, per certi versi, a rimanere confinato entro gli angusti limiti dei considerando della Direttiva, stante il progressivo (ed inesorabile)

¹ *Paper* presentato al VII Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, tenutosi a Roma, in data 26-27 febbraio 2016, sul tema “L’influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi”.

² “Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai bilanci d’esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio”, pubblicata in G.U.U.E. 29 giugno 2013, n. L 182, il cui recepimento era previsto entro il 20 luglio 2015 (così Part. 53). La Direttiva 2013/34/UE è stata successivamente modificata dalla Direttiva 2014/95/UE del Parlamento e del Consiglio del 22 ottobre 2014, pubblicata in G.U.U.E. 15 novembre 2014, n. L 330, la quale dovrà essere recepita entro il 6 dicembre 2016 (art. 4).

In argomento v., per un primo commento sulle disposizioni della Direttiva 2013/34/UE, C. SOTTORIVA, *La riforma della redazione del bilancio di esercizio e del bilancio consolidato. Una prima lettura della Direttiva 2013/34/UE del 26 giugno 2013 che abroga le Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE (IV Direttiva CEE e VII Direttiva CEE)*, Milano, Giuffrè, 2014.

assorbimento dei principi contabili internazionali *LAS/IFRS* nell'alveo della disciplina contabile codicistica³.

L'irruzione degli *International Accounting Standards* nel nostro ordinamento risale al Regolamento CE 1606/2002 del Parlamento e del Consiglio del 19 luglio 2002, con il quale si è ritenuto necessario "obbligare le società i cui titoli sono negoziati in mercati pubblici ad applicare un insieme unico di principi contabili internazionali di elevata qualità per la redazione dei loro bilanci consolidati", sia per migliorare il funzionamento del mercato interno sia per sostenere la competitività dei mercati comunitari dei capitali⁴.

L'adozione dei principi contabili internazionali disposta dal Regolamento comunitario, da un lato, richiede il loro previo *endorsement* mediante un'articolata procedura prevista dall'art. 6 del Regolamento stesso, e, dall'altro lato, è meramente opzionale *i*) per la redazione dei bilanci d'esercizio delle summenzionate società, *ii*) per i conti annuali (individuali e consolidati) di tutte le altre società.

Il legislatore nazionale ha regolato le diverse opzioni concesse dal Regolamento 1606/2002 con il d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38⁵, ampliando considerevolmente il novero dei soggetti obbligati ad adottare i principi contabili *LAS/IFRS* nella redazione e del bilancio consolidato⁶ e del bilancio d'esercizio.

³ Come rilevato da G.E. COLOMBO, *Relazione introduttiva*, in *LAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, in *Quaderni di Giur. comm.*, n. 308, Milano, Giuffrè, 2007, 9, "le differenze tra bilanci d'esercizio [...] redatti in base ai principi tradizionali e quelli redatti in conformità agli *IFRS* sono, infatti, assai rilevanti": "i principi contabili tradizionali – quelli su cui si basa la disciplina del c.c. vigente – sono fondati sul criterio valutativo del costo storico; essi danno luogo a risultati – da un lato – abbastanza costanti di esercizio in esercizio, perché non tengono conto di plusvalenze (derivanti da oscillazioni di valori di mercato) che non siano «realizzate»; e danno luogo a risultati – dall'altro lato – compatibili con le esigenze di indicazione dell'utile realizzato, quindi, in linea di principio, distribuibile. Viceversa, i principi *IFRS* sono sempre più ampiamente basati sul criterio valutativo del *fair value* (cioè, per semplificare, del valore di mercato); ciò è coerente con l'interesse della comunità finanziaria a conoscere la reale performance dell'impresa ed i valori attuali dei componenti del suo patrimonio; ma proprio per questa ragione i bilanci redatti secondo quei principi, tenendo conto delle oscillazioni dei mercati, danno luogo a risultati più «volatili», ed espongono utili (o incrementi di patrimonio netto) in parte, anche cospicua, non realizzati".

⁴ Così il secondo ed il quinto considerando del Regolamento.

⁵ Adottato sulla scorta della delega prevista dall'art. 25 della l. 31 ottobre 2003, n. 306 (legge comunitaria 2003), che demandava al Governo l'esercizio delle opzioni indicate all'art. 5 del Regolamento CE 1606/2002. Le facoltà previste dal Regolamento comunitario sono state "ampiamente" esercitate dal legislatore domestico, come osservato da A. PALMA, *La formazione del bilancio di esercizio: aspetti aziendali e disciplina normativa*, in *Il bilancio di esercizio*⁴, a cura di A. PALMA, Milano, Giuffrè, 2008, 2.

Per approfondimenti sulla portata del Decreto, v., tra gli altri, AA.VV., *LAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, (nt. 3).

⁶ L'adozione dei principi contabili *LAS/IFRS endorsed* è stata estesa obbligatoriamente – ai sensi dell'art. 3, primo comma, del Decreto – ai bilanci dei soggetti indicati alle lett. a), b), c) e d) dell'art. 2, primo comma, il quale prevede che le disposizioni del Decreto si applichino a:

"a) le società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro dell'Unione europea, diverse da quelle di cui alla lettera d);
b) le società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, diverse da quelle di cui alla lettera d);
c) le banche italiane di cui all'art. 1 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia di cui al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni; le società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti nell'albo di cui all'art. 64 del d.lgs. n. 385 del 1993; le società di intermediazione mobiliare di cui all'art. 1, primo comma, lett. e), del d.lgs. n. 58 del 1998; le società di gestione del risparmio di cui all'art. 1,

In particolare, e soffermando l'attenzione sul solo bilancio individuale, il Decreto n. 38/2005, implementando le opzioni offerte dal Regolamento comunitario, ha reso obbligatoria l'adozione dei principi contabili internazionali approvati a livello comunitario anche nella redazione del bilancio d'esercizio – a decorrere da quello chiuso al 31 dicembre 2006 – delle società emittenti e degli intermediari finanziari (art. 4, primo comma⁷), nonché delle imprese di assicurazione con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati e che non redigono il bilancio consolidato (art. 4, terzo comma).

Il Decreto, inoltre, ha consentito l'applicazione⁸ – meramente facoltativa – dei principi contabili *IAS/IFRS endorsed* da parte delle società *i*) incluse nel bilancio consolidato di soggetti tenuti a redigerlo utilizzando i principi contabili internazionali (art. 4, quarto comma); *ii*) che, volontariamente, hanno optato per la predisposizione del bilancio consolidato e le società da queste consolidate (art. 4, quinto comma); *iii*) più in generale, alle società che non superano i limiti prescritti dall'art. 2435 *bis* c.c. previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata (art. 4, sesto comma).

Per quest'ultima, ampia, categoria di società, l'adozione facoltativa dei principi *IAS/IFRS* è stata a lungo sospesa, in attesa dell'adozione di un apposito decreto ministeriale che avrebbe dovuto individuare l'esercizio a partire dal quale la suddetta facoltà avrebbe potuto esser esercitata: un inciso, questo, soppresso dall'art. 20, secondo comma, lett. a), d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, dando così concreta attuazione ad un'opzione a lungo rimasta unicamente sulla carta.

Ancorché l'adozione dei principi contabili internazionali sia oggi un'alternativa concretamente percorribile per le società che presentano determinati requisiti dimensionali, i principi contabili internazionali hanno già fatto irruzione nei bilanci d'esercizio delle società, entrando – per così dire – dalla finestra, passando attraverso la nota integrativa.

Il riferimento è, in prima battuta, al d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394, che, recependo nel nostro ordinamento la Direttiva 2001/65/CE del 27 settembre 2001 (cd. Direttiva *fair value*), ha introdotto tra le disposizioni codicistiche il novello art. 2427 *bis*, rubricato – in origine – “*Informazioni relative al valore equo «fair value» degli strumenti finanziari*”, il quale elenca le informazioni da fornire in nota integrativa in relazione agli strumenti finanziari derivati,

lett. o), del d.lgs. n. 58 del 1998; le società finanziarie iscritte nell'albo di cui all'art. 107 del d.lgs. n. 385 del 1993; gli istituti di moneta elettronica di cui al titolo V *bis* del d.lgs. n. 385 del 1993;

d) le società che esercitano le imprese incluse nell'ambito di applicazione del d.lgs. 26 maggio 1997, n. 173”.

L'art. 9, d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139, ha sostituito il contenuto della lett. c) dianzi riportato, ampliando la platea dei soggetti *ivi* elencati.

Per quanto concerne l'adozione facoltativa dei principi contabili internazionali nella redazione del bilancio consolidato, l'art. 3, secondo comma, d.lgs. n. 38/2005, ha disposto che essa sia permessa ai soggetti individuati alle lett. e) ed f) dell'art. 2 del Decreto, ovvero sia:

“e) le società incluse, secondo i metodi di consolidamento integrale, proporzionale e del patrimonio netto, nel bilancio consolidato redatto dalle società indicate alle lettere da a) a d), diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, ai sensi dell'art. 2435 *bis* c.c., e diverse da quelle indicate alle lettere da a) a d);

f) le società diverse da quelle indicate alle lettere da a) ad e) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata, ai sensi dell'art. 2435 *bis* c.c., che redigono il bilancio consolidato”.

⁷ Trattasi, precisamente, dei soggetti identificati alle lett. a), b) e c) dell'art. 2 del Decreto, per i quali era consentita un'adozione facoltativa anticipata nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005, come previsto dall'art. 4, secondo comma, del Decreto.

⁸ A far data dall'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005.

facendo espresso rinvio, all'ultimo comma⁹, “per la definizione di strumento finanziario, di strumento finanziario derivato, di *fair value* e di modello e tecnica di valutazione generalmente accettato [...] ai principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con la disciplina in materia dell'Unione europea”.

Come puntualizzato in dottrina¹⁰, il recepimento della Direttiva 2001/65/CE è stato attuato, dal legislatore nazionale, “con modalità estremamente conservatrici: non è stato previsto né l'obbligo né la facoltà di valutare gli strumenti finanziari al *fair value* nei prospetti contabili del bilancio, e ci si è sostanzialmente limitati – cosa peraltro consentita dalla Direttiva – ad introdurre nel c.c. l'art. 2427 *bis*, che impone di includere in nota integrativa informazioni sul *fair value* degli strumenti finanziari”.

Il successivo passo, nel progressivo avvicinamento delle disposizioni comunitarie ai principi contabili internazionali, è stato compiuto con la Direttiva 2003/51/CE del 18 giugno 2003 (la cd. Direttiva modernizzazione), la quale – espressamente – ha inteso rimuovere “qualsiasi incompatibilità” tra le Direttive comunitarie ed i principi *IAS/IFRS*¹¹.

L'impatto della suddetta Direttiva è stato alquanto contenuto nel nostro ordinamento¹², incidendo pressoché esclusivamente sulle informazioni da fornire nella relazione sulla gestione, nella quale sono state inserite – tra le altre – la descrizione dei principali rischi e delle incertezze cui è soggetta l'impresa, nonché la presentazione degli indicatori di risultato finanziari e non, *ivi* compresi quelli riferiti all'ambiente ed al personale.

La disciplina contabile comunitaria è stata successivamente “ritoccata” dalla Direttiva 2006/46/UE del 14 giugno 2006¹³, volta ad ampliare ulteriormente gli adempimenti informativi in capo alle imprese, con precipuo riferimento alle operazioni intercorse con parti correlate ed a quelle fuori bilancio, per la cui definizione è fatto espresso rinvio a quella contenuta nei principi contabili internazionali adottati ai sensi del Regolamento CE 1606/2002.

Le indicazioni della Direttiva si sono tradotte – nel nostro ordinamento, ad opera del d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173 – nell'introduzione dei nn. 22 *bis* e 22 *ter* al primo comma dell'art. 2427 c.c., e nell'inserimento di un secondo comma nella suddetta disposizione codicistica, il quale rimanda esplicitamente ai principi contabili internazionali *endorsed* per la nozione di “strumento finanziario”, “strumento finanziario derivato”, “*fair value*”, “parte correlata” e “modello e tecnica di valutazione generalmente accettato”, ove menzionati negli artt. 2427, 2427 *bis* e 2428 c.c.

⁹ Comma successivamente abrogato dall'art. 1, terzo comma, d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173.

¹⁰ V. G.E. COLOMBO, (nt. 3) 1. Sul recepimento della Direttiva *fair value*, cfr. M. CARATTOZZOLO, *L'introduzione del «fair value» nella IV e VII Direttiva comunitaria: una prima valutazione*, in *Società*, 2002, 11, 1340 ss.

¹¹ Il quindicesimo considerando afferma, letteralmente, che “le modifiche disposte elimineranno qualsiasi incompatibilità tra le Direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE, da un lato, e gli IAS, dall'altro, in vigore al 1° maggio 2002”.

¹² Il recepimento è stato attuato mediante il d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32. Per la disamina delle modifiche introdotte, v. C. SOTTORIVA, *L'attuazione della Direttiva 2003/51/CE con il D.Lgs. n. 32/2007*, in *Società*, 2007, 6, 657 ss.

¹³ V., in argomento, P. BALZARINI, *Attuazione della Direttiva 2006/46/CE in tema di bilancio di esercizio, bilancio consolidato e informazioni sulla corporate governance*, in *Società*, 2009, 1, 95 ss.

Come emerge da questo breve *excursus* normativo¹⁴, sinora i principi contabili *LAS/IFRS* sono stati relegati ad una funzione meramente definitoria per la maggior parte delle imprese, perlomeno sino al d.l. n. 91/2014, che, un poco in sordina, ne ha permesso l'adozione facoltativa a tutte le società (con la sola esclusione di quelle che posseggono i requisiti – dimensionali – per redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 *bis* c.c.).

Uno scenario ben diverso pare schiudersi con il d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139¹⁵, con il quale è stata recepita nel nostro ordinamento la Direttiva 2013/34/UE, apportando, contestualmente, alcune consistenti modifiche alle disposizioni codicistiche in tema di bilancio d'esercizio ed a quelle del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127, recante la disciplina del bilancio consolidato. A queste si affiancano alcuni interventi di coordinamento che hanno interessato il d.lgs. 26 maggio 1997, n. 173; il già citato d.lgs. n. 38/2005 ed il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39.

Focalizzando l'attenzione sulle innovazioni introdotte dal d.lgs. n. 139/2015 nella predisposizione del bilancio d'esercizio¹⁶, si rileva, in primo luogo, come esse spazino dai documenti che lo compongono ai principi di redazione degli stessi, incidendo parimenti

¹⁴ Per approfondimenti v. M. CARATTOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*², Milano, Giuffrè, 2006, 17 ss.; G. STRAMPELLI, *L'introduzione dei Principi LAS-IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. NOTARI, L.A. BIANCHI, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2006, 321 ss.; A. PALMA, (nt. 5), 19 ss.; O. CAGNASSO, *I principi di redazione del bilancio LAS/IFRS secondo la dottrina commercialistica*, in *NDS*, 2012, 4, 58 ss.; E. BOCCHINI, *Diritto della contabilità delle imprese. 2. Bilancio d'esercizio*⁴, Torino, Utet, 2016, 34 s. e 547 ss.

¹⁵ “Attuazione della Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE e abrogazione delle Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, per la parte relativa alla disciplina del bilancio di esercizio e di quello consolidato per le società di capitali e gli altri soggetti individuati dalla legge”, pubblicato in *G.U.* 4 settembre 2015, n. 205. Le disposizioni del d.lgs. n. 139/2015 entrano in vigore dal 1° gennaio 2016 e troveranno applicazione per i “bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire da quella data” (così l'art. 12, primo comma, del Decreto).

La Direttiva 2013/34/UE è stata recepita, inoltre, con il d.lgs. 18 agosto 2015, n. 136, pubblicato in *G.U.* 1° settembre 2015, n. 202, recante “Attuazione della Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, per la parte relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, nonché in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi ed istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro, e che abroga e sostituisce il Decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87”.

Com'è stato osservato, “a differenza della l. 26 marzo 1990, n. 69, Delega al Governo per l'attuazione di direttive comunitarie in materia societaria, nella quale era contenuta la delega per il recepimento della IV e della VII Direttiva CEE, non sono stati indicati dal Parlamento criteri ispiratori per il recepimento della Dir. 2013/34/UE”. In questi termini C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015 per il recepimento della Direttiva 2013/34/UE in tema di bilanci*, in *Società*, 2015, 10, 1061 s., ove ulteriori riferimenti sull'iter di adozione del d.lgs. n. 139/2015.

Per una ampia disamina del Decreto e del suo impatto sulla disciplina contabile nazionale, v. C. SOTTORIVA, *La redazione del bilancio di esercizio secondo il D.Lgs. 139/2015 e secondo i principi contabili nazionali*, Milano, Ipsoa, 2015; L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Milano, Giuffrè, 2015; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*³, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, Utet, 2015, 449 ss.; G. STRAMPELLI, *Del bilancio*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G. PORTALE, Milano, Giuffrè, 2016, 2166 ss.; E. BOCCHINI, (nt. 14).

¹⁶ Le previsioni, dettate nell'ambito della disciplina delle società per azioni, trovano piena applicazione anche nelle società a responsabilità limitata, come espressamente confermato dall'art. 2478 *bis* c.c., il cui primo comma è stato modificato – dall'ult. comma dell'art. 6 del Decreto n. 139/2015 – sopprimendo l'elencazione analitica di rinvii ai singoli articoli ed inserendo un richiamo, più generale, alle “disposizioni di cui alla Sezione IX, del Capo V del presente Libro” quinto del Codice civile.

sulla struttura degli schemi di conto economico e di stato patrimoniale, nonché sulle informazioni da fornire in nota integrativa.

Esaminando distintamente alcune delle suddette modifiche¹⁷ – che, lo si anticipa, solo in parte non impattano sulle imprese di minori dimensioni – ci si imbatte sistematicamente in nozioni, principi e criteri ispirati (ove non direttamente derivati) dai principi contabili internazionali *LAS/IFRS*.

2. Il principio di rilevanza.

Prendendo le mosse dai principi generali che presiedono alla redazione del bilancio d'esercizio¹⁸, scolpiti all'art. 2423, secondo comma, c.c., il legislatore ha inserito¹⁹, dopo il terzo comma, una novella previsione, in cui si stabilisce che “non occorre rispettare gli obblighi in tema di rilevazione, valutazione, presentazione e informativa quando la loro osservanza abbia effetti irrilevanti al fine di dare una rappresentazione veritiera e corretta”, aggiungendo – al secondo periodo – che “rimangono fermi gli obblighi in tema di regolare tenuta delle scritture contabili” e che – così il terzo periodo – “le società illustrano nella nota integrativa i criteri con i quali hanno dato attuazione alla presente disposizione”²⁰.

¹⁷ Si segnala brevemente che, tra le altre modifiche “ispirate” ai principi *LAS/IFRS*, figurano:

- conformemente allo *LAS 38*, l'eliminazione dei costi di ricerca e di pubblicità dal novero degli oneri capitalizzabili tra le immobilizzazioni immateriali, con conseguente adattamento della denominazione della voce B.I.2. dello schema di stato patrimoniale previsto dall'art. 2424 c.c. [art. 6, quarto comma, lett. a), d.lgs. n. 139/2015]; del criterio di valutazione di cui all'art. 2426, primo comma, n. 5, c.c. [art. 6, ottavo comma, lett. d), d.lgs. n. 139/2015] e dell'informativa da fornire in nota integrativa, richiesta al n. 3 del primo comma dell'art. 2427 c.c. [art. 6, nono comma, lett. a), d.lgs. n. 139/2015];
 - la soppressione dei conti d'ordine [abrogando, con l'art. 6, quarto comma, lett. n), del Decreto, il terzo comma dell'art. 2424 c.c.], non previsti dagli *standards* internazionali (*LAS 1*). Le informazioni *ivi* esposte sono ora richieste in nota integrativa [così il n. 9 del primo comma dell'art. 2427 c.c., modificato dall'art. 6, nono comma, lett. c), d.lgs. n. 139/2015];
 - analogamente a quanto stabilito dallo *LAS 21*, la valutazione delle poste in valuta, distinguendo – al n. 8 *bis* del primo comma dell'art. 2426 [riformulato dall'art. 6, ottavo comma, lett. h), d.lgs. n. 139/2015] – quella di attività e passività monetarie da quella di attività e passività non monetarie, per la cui definizione è lo stesso secondo comma dell'art. 2426 c.c. a rinviare ai principi contabili internazionali.
- Infine, tra le ulteriori innovazioni apportate dal Decreto n. 139/2015, si rammenta:
- la modifica del n. 6 del primo comma dell'art. 2426 c.c., recante i criteri di valutazione dell'avviamento, ora ammortizzabile in funzione della sua vita utile, o, laddove questa non sia attendibilmente stimabile, in un periodo non superiore ai dieci anni, dando spiegazione in nota integrativa del periodo di ammortamento [art. 6, ottavo comma, lett. e), d.lgs. n. 139/2015]. Inoltre, non sono consentiti ripristini di valore per tale *asset*, stante il ritocco apportato all'art. 2426, primo comma, n. 3, c.c., modificato dall'art. 6, ottavo comma, lett. b), del Decreto. Sicché, per l'avviamento, le disposizioni codicistiche permangono, per certi versi, disallineate rispetto agli *LAS/IFRS*, ove non è previsto il sistematico ammortamento, ma unicamente l'effettuazione dell'*impairment test* (*LAS 36*);
 - la separata indicazione negli schemi di stato patrimoniale e di conto economico dei rapporti intercorrenti con le imprese cd. sorelle, ovvero sia quelle sottoposte al controllo delle controllanti, (art. 6, quarto e sesto comma, d.lgs. n. 139/2015).

¹⁸ Per la suddivisione delle norme che regolano la disciplina codicistica in disposizioni recanti clausole generali, principi di redazione e norme di dettaglio, cfr., *ex multis*, C. ANGELICI, *Principi di redazione del bilancio*, in *La nuova disciplina dei bilanci delle società*, a cura di M. BUSSOLETTI, Torino, Giappichelli, 1993, 23 ss.; E. BOCCHINI, (nt. 14), 65 ss., il quale ricorda che “il «sistema a cascata» delineato dal legislatore è, dunque, un sistema a piramide”.

¹⁹ Art. 6, secondo comma, lett. b), d.lgs. n. 139/2015.

²⁰ V., sul punto, P. PISONI, F. BAVA, A. DEVALLE, F. RIZZATO, *Novità della nota integrativa del bilancio in forma ordinaria*, in *Il fisco*, 2015, 42, 4054 ss.

Trattasi del cd. principio di rilevanza, espressamente menzionato nel diciassettesimo considerando della Direttiva 2013/34/UE, laddove, da un lato, si auspica che esso regoli “la rilevazione, la valutazione, la presentazione, l’informativa e il consolidamento nei bilanci”²¹, e, dall’altro, se ne suggerisce una cauta adozione, consentendo “agli Stati membri di limitare l’applicazione obbligatoria del principio di rilevanza alla presentazione e all’informativa”, non dovendosi “pregiudicare eventuali obblighi nazionali relativi alla tenuta di registri completi da cui risultino le operazioni commerciali e la situazione finanziaria”.

L’art. 2 della Direttiva 2013/34/UE fornisce, al n. 16, una definizione dell’aggettivo rilevante, precisandone il significato ai fini della Direttiva: trattasi dello “stato” dell’informazione ravvisabile “quando la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori sulla base del bilancio dell’impresa”, specificando che “la rilevanza delle singole voci è giudicata nel contesto di altre voci analoghe”.

Il principio di rilevanza chiude l’elenco dei “*Principi generali di bilancio*” snocciolati dall’omonimo art. 6, primo par., della Direttiva, che includono, più propriamente, i principi di redazione del bilancio (continuità aziendale, prudenza, etc.)²².

Detto principio, inserito alla lett. j), prevede testualmente che “non occorre rispettare gli obblighi di rilevazione, valutazione, presentazione, informativa e consolidamento previsti dalla presente Direttiva quando la loro osservanza abbia effetti irrilevanti”. Se, per un verso, è immediato riscontrarne la pressoché totale sovrapposibilità con l’omologa novella disposizione dell’art. 2423 c.c., per altro verso, pare potersi osservare come la formulazione “domestica” ne abbia ulteriormente precisato il significato, aggiungendo il termine al quale rapportare un’eventuale irrilevanza, ovverosia la “rappresentazione veritiera e corretta”²³.

La collocazione topografica all’interno dell’art. 6 della Direttiva, unitamente al riferimento del legislatore nazionale alle clausole generali²⁴ come parametro cui commisurarne l’applicazione in concreto, inclinano a posizionare il principio di rilevanza al secondo gradino della scala gerarchica delle fonti del bilancio²⁵. E ciò ancorché il legislatore

²¹ Si legge, ancora nel diciassettesimo considerando, che, “in base al principio di rilevanza, informazioni considerate irrilevanti possono ad esempio essere aggregate nei bilanci. Tuttavia, mentre un singolo elemento potrebbe essere considerato irrilevante, elementi irrilevanti di natura analoga potrebbero essere considerati rilevanti ove presi nel loro insieme”.

²² Per tale ragione, verosimilmente, nella *Relazione illustrativa* del Decreto n. 139/2015 – richiamando l’art. 6, primo par., lett. j), della Direttiva – il principio di rilevanza è qualificato come “principio generale”. Peraltro, anche il principio della prevalenza sostanza sulla forma è qualificato come principio generale ed è stato inserito nel nostro Codice tra i principi di redazione.

²³ Come osservato da C. MEZZABOTTA, *Le novità sul bilancio civilistico: come potrebbe intervenire l’OIC?*, in *Bilancio e reddito d’impresa*, 2015, 11, 23 ss., “non si tratta di derogare all’applicazione delle norme civilistiche, a favore di regole non conformi a queste, ma volte comunque a fornire quella «rappresentazione veritiera e corretta» richiesta dal comma 2 dell’art. 2423, bensì di permettere la non applicazione di talune norme – che sono e restano finalizzate a fornire la «rappresentazione veritiera e corretta» se gli amministratori le riterranno generare «effetti irrilevanti»”.

Analoghe considerazioni in P. PISONI, F. BAVA, A. DEVALLE, F. RIZZATO, (nt. 20), 4055.

²⁴ Presentate all’art. 4 della Direttiva.

²⁵ In tal senso v. altresì G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 455.

nazionale lo abbia sradicato dalla naturale collocazione nell'alveo dell'art. 2423 *bis* c.c. (recante, per l'appunto, l'elenco dei "Principi di redazione"), per innestarlo direttamente nell'art. 2423 c.c.

Una tale scelta, nondimeno, potrebbe trovare una propria *ratio* collocando il principio di rilevanza nella scia di quelle che sono state definite "norme imperative di chiusura"²⁶: trattasi delle disposizioni dettate al terzo e (oggi) quinto comma dell'art. 2423 c.c., che attribuiscono, rispettivamente, una funzione integrativa ed una derogatoria (in casi eccezionali) alle clausole generali scolpite al secondo comma della norma codicistica²⁷.

Diverso il dispiegarsi della deroga introdotta dal novello quarto comma, ove la perentorietà²⁸ cede il posto alla facoltà di non rispettare determinati obblighi, sintetizzata dallo stesso *incipit* della norma, che esordisce con "non occorre".

Ed ecco che le clausole generali assumono, espressamente, una funzione scriminante, del tutto eventuale, volta a concretizzare le istanze di semplificazione menzionate tra gli obiettivi della Direttiva contabile del 2013²⁹. Una "agevolazione", questa, potenzialmente

Anteriormente all'introduzione della novella Direttiva contabile, tra i principi di redazione si annoveravano il principio di prudenza, di continuità aziendale (cd. *going concern*), di realizzazione, di competenza, di separazione della valutazione degli elementi patrimoniali, di costanza dei criteri di valutazione (noto anche come *consistency principle*). V., *ex multis*, E. BOCCHINI, (nt. 14), 49 ss., part. 101 ss., ove ampi riferimenti in dottrina; F. PONTANI, *I principi di redazione del bilancio d'esercizio*, in *Il bilancio di esercizio*, a cura di A. PALMA, (nt. 5), 101 ss.; M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 169 ss.; L.A. BIANCHI, *I principi generali di bilancio*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, 125 ss.

Come ricordato da G.E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. 7*, Torino, Utet, 1994, 189 s., i principi di redazione sono stati introdotti espressamente nel nostro ordinamento dalla riforma del 1991.

²⁶ Così E. BOCCHINI, (nt. 14), 66, che qualifica il principio di rilevanza come "regola di chiusura" (98).

²⁷ Il terzo comma dispone che, "se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo"; il quinto comma stabilisce che, "se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione degli articoli seguenti è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta, la disposizione non deve essere applicata. La nota integrativa deve motivare la deroga e deve indicarne l'influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico. Gli eventuali utili derivanti dalla deroga devono essere iscritti in una riserva non distribuibile se non in misura corrispondente al valore recuperato". Entrambe le disposizioni codicistiche non sono state interessate dall'intervento riformatore del 18 agosto 2015.

Per approfondimenti v., per tutti, G.E. COLOMBO, (nt. 25), 331 ss.; M. VENTORUZZO, *La disapplicazione obbligatoria delle disposizioni sul bilancio*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, (nt. 25), 73 ss.; O. CAGNASSO, *Obblighi funzionalmente orientati e principi generali in tema di bilancio di esercizio*, in *NDS*, 2011, 4, 9 ss.; G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 470, il quale rammenta che analoghe previsioni sono ravvisabili nello *LAS 1*, parr. 17 ss. (453). Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 66, ai sensi dell'art. 2423, terzo comma, c.c., "si devono fornire le informazioni complementari" che consentano di rappresentare in maniera veritiera e corretta la situazione dell'impresa, laddove, *ex art.* 2423, quinto comma, c.c., "le disposizioni specifiche di dettaglio non devono trovare applicazione, ma devono trovare applicazione le clausole generali".

²⁸ Come puntualizzato da E. BOCCHINI, (nt. 14), 66, "il legislatore pone non una facoltà, ma un *obbligo* ai redattori del bilancio di disapplicare la disposizione specifica di legge, quando essa non dia una rappresentazione chiara, veritiera e corretta".

²⁹ Così il primo considerando della Direttiva, ove si sottolinea che "la comunicazione della Commissione intitolata «L'atto per il mercato unico», adottata ad aprile 2011, propone di semplificare la Quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978 [...] per quanto concerne gli obblighi in materia di informativa di bilancio e di ridurre gli oneri amministrativi, segnatamente per le PMI. Europa 2020, una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, mira a ridurre gli oneri amministrativi e a migliorare il clima imprenditoriale, specialmente per le PMI, e promuoverne l'internazionalizzazione. Il Consiglio europeo del 24 e 25 marzo 2011 ha altresì esortato a ridurre l'onere normativo nel suo complesso, in particolare per le PMI, a

valevole *erga omnes*, diversamente da quanto dispongono gli artt. 2435 *bis* (“*Bilancio in forma abbreviata*”) e 2435 *ter* c.c. (“*Bilancio delle micro-imprese*”), riservati a imprese che rispettino determinati requisiti dimensionali (v. *infra*).

Il legislatore nazionale, inoltre, ha attinto a piene mani alle possibilità concesse dalla novella Direttiva contabile, non limitando l’operatività del principio di rilevanza unicamente agli obblighi di presentazione e di informativa³⁰, bensì estendendone l’applicazione anche alla rilevazione ed alla valutazione.

Se da un lato, le prime due attengono – almeno così parrebbe – all’esteriorizzazione delle informazioni contabili, consentendone una “compressione”, dall’altro le seconde due operano “a monte”, incidendo sugli obblighi di iscrizione e di modalità di determinazione delle poste stesse.

Così tratteggiato, il novello quarto comma dell’art. 2423 c.c. parrebbe avere effetti dirompenti sull’informativa contabile delle imprese³¹, rimettendo alla piena discrezionalità del redattore del bilancio ogni determinazione in punto di rilevanza o irrilevanza del rispetto degli obblighi codicistici, a tutto detrimento – come minimo – della comparabilità dei bilanci nello spazio (tra imprese diverse) e nel tempo (tra differenti esercizi di una medesima impresa³²).

Senonché, a ben vedere, la norma costituisce la formulazione astratta di alcune disposizioni anteriormente disseminate tra diverse disposizioni codicistiche, depennate dal d.lgs. n. 139/2015³³.

livello sia dell’Unione sia nazionale, e proposto misure intese a incrementare la produttività, ad esempio l’eliminazione degli oneri amministrativi e il miglioramento del quadro normativo per le PMI”.

³⁰ Come peraltro consentito espressamente dall’art. 6 della Direttiva 2013/34/UE. In proposito, pare di interesse segnalare quanto si legge nelle *Osservazioni* formulate dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili in data 24 aprile 2015 – in sede di pubblica consultazione per l’attuazione della Direttiva contabile – ove sul punto si osserva che “l’applicazione del principio della rilevanza agli elementi della rilevazione e della valutazione può comportare l’esercizio di politiche di bilancio e può nuocere alla chiarezza dei bilanci. Il principio potrebbe essere trattato a livello di prassi contabile, come già oggi avviene”.

³¹ Si legge, nella *Relazione illustrativa* del Decreto, in replica alle osservazioni espresse dalle Commissioni parlamentari sullo schema di Decreto legislativo trasmesso il 20 giugno 2015, che queste hanno suggerito di non introdurre il principio di rilevanza, “poiché potenzialmente foriero di effetti negativi circa la veridicità delle informazioni contenute nel bilancio”. Il mancato accoglimento della proposta è stato così motivato: “il principio di rilevanza è infatti previsto dalla Direttiva 2013/34/UE, che impone di prevederne l’applicazione almeno per gli obblighi in tema di presentazione e informativa. Da un lato, il principio consente di migliorare l’informazione fornita dal bilancio nei limiti in cui impedisce un’eccessiva proliferazione delle informazioni, tale da non permettere di distinguere ciò che è rilevante per il lettore del bilancio da ciò che invece rappresenta un dato non funzionale alle sue esigenze. Dall’altro lato, consente di realizzare l’obiettivo di non far gravare sulle società oneri eccessivi rispetto ai benefici dei lettori dei bilanci. Le società dovranno inoltre illustrare nella nota integrativa i criteri con i quali daranno attuazione a tale principio. L’applicazione del generale principio di rilevanza, infine, non comporta una perdita di quei dati informativi preordinati alla formazione del bilancio, in quanto restano fermi gli obblighi in tema di regolare tenuta delle scritture contabili”.

³² Ben potrebbe un determinato obbligo codicistico esser considerato rilevante in un esercizio e perdere tale requisito nel successivo.

³³ Nella *Relazione illustrativa* si precisa che “l’introduzione del principio generale della rilevanza ha comportato l’eliminazione, in quanto ridondanti, dei riferimenti a tale principio contenuti in specifiche regole di informativa del Codice”.

Sinora il principio di rilevanza ha assunto, inoltre, un ruolo scriminante delle violazioni suscettibili di determinare l’invalidità della delibera di approvazione del bilancio. In argomento v. P. BUTTURINI,

In particolare, è stato soppresso³⁴ il n. 12 dell'art. 2426, primo comma, c.c., che – stando alla *Relazione illustrativa* – costituisce un “chiaro esempio di applicazione del principio di rilevanza alla valutazione delle voci di bilancio”.

Analogo intervento abrogativo scaturisce, per alcune delle informazioni che devono essere fornite in nota integrativa, dall'art. 6, nono comma, lett. b), d) e h), del Decreto n. 139/2015, con cui sono stati eliminati “riferimenti quali: «quando il loro ammontare sia apprezzabile», «se significativa», «siano rilevanti», in quanto già ricompresi nell'ambito del più generale principio di rilevanza”³⁵.

Ed ancora. Spostando l'attenzione sui principi contabili nazionali vigenti, il principio contabile OIC 11 – “*Bilancio d'esercizio. Finalità e postulati*”, risalente, nella sua attuale formulazione, al 30 maggio 2005 – include tra i principali postulati del bilancio la “significatività e rilevanza dei fatti economici ai fini della loro presentazione” nei conti annuali, declinato in “errori, semplificazioni e arrotondamenti”, che “sono tecnicamente inevitabili e trovano il loro limite nel concetto di rilevanza”, atteso che essi “non devono essere di portata tale da avere un effetto rilevante sui dati di bilancio e sul loro significato per i destinatari”³⁶.

Il principio di rilevanza – espressamente introdotto dalla novella Direttiva contabile e prontamente recepito dal legislatore nazionale – è altresì racchiuso nel principio contabile *LAS 1* (“*Presentazione del bilancio*”)³⁷.

In esso – oltre a fornire, al par. 7³⁸, una definizione di “rilevante”, riecheggianti in quella accolta dalla Direttiva 2013/34/UE – il principio di rilevanza è collocato tra i principi generali, unitamente al cd. principio di aggregazione (parr. 29-31).

L'impugnazione del bilancio d'esercizio, in *Tratt.* Galgano, Padova, Cedam, 2007, 115 ss., ove ampi riferimenti alla dottrina ed alla giurisprudenza; C. MOSCA, *Le disposizioni generali in tema di struttura degli schemi di bilancio*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, (nt. 25), 278 ss.

³⁴ Così l'art. 6, ottavo comma, lett. l), d.lgs. n. 139/2015. La norma prevedeva che “le attrezzature industriali e commerciali, le materie prime, sussidiarie e di consumo, possono essere iscritte nell'attivo ad un valore costante qualora siano costantemente rinnovate, e complessivamente di scarsa importanza in rapporto all'attivo di bilancio, sempreché non si abbiano variazioni sensibili nella loro entità, valore e composizione”.

³⁵ Così la *Relazione illustrativa*. Le informazioni espunte dal testo dell'art. 2427 c.c., ad opera dell'art. 6, nono comma, lett. b), d) e h), d.lgs. n. 139/2015 concernono, rispettivamente:

- la composizione dei ratei e risconti, sia attivi sia passivi, degli altri fondi inclusi nel passivo patrimoniale, in precedenza da indicare “quando il loro ammontare sia apprezzabile” (art. 2427, primo comma, n. 7);
- la ripartizione dei ricavi derivanti dalle vendite e dalla prestazione di servizi, distinguendoli per categoria di attività e per area geografica solo se – ante l'intervento del d.lgs. n. 139/2015 – trattasi di una distinzione “significativa” (art. 2427, primo comma, n. 10);
- le operazioni con parti correlate, da dettagliare qualora “non siano state concluse a normali condizioni di mercato”, essendo stato espunto l'ulteriore requisito della loro rilevanza (art. 2427, primo comma, n. 22 bis).

³⁶ In argomento v. M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 209 s., il quale osserva che il principio trova una propria manifestazione nelle disposizioni codicistiche che “consentono il raggruppamento di quelle voci che sono irrilevanti, per il loro importo, ai fini della formazione del quadro fedele (art. 2423 *ter*, secondo comma, c.c.)”; A. RUSSO, *Rilevanza e materiality nell'informazione contabile*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 1315 ss.

³⁷ Cfr. L. PUDDU, M. CAMPRA, E.M. BRAJA, *LAS 1. Presentazione del bilancio*, in *LAS/IFRS. Manuale*³, a cura di F. DEZZANI, P.P. BIANCONI, D. BUSSO, Milano, Ipsoa, 2014, 100.

³⁸ La definizione fornita dallo *LAS 1* recita: “omissioni o errate misurazioni di voci sono rilevanti se potrebbero, individualmente o nel complesso, influenzare le decisioni economiche che gli utilizzatori prendono sulla base del bilancio. La rilevanza dipende dalla dimensione e dalla natura dell'omissione o errata misurazione valutata a seconda delle circostanze. La dimensione o natura della voce, o una combinazione di entrambe, potrebbe costituire il fattore determinante”.

Il combinato operare di entrambi comporta la distinta esposizione *i)* delle classi rilevanti di voci simili, nonché *ii)* delle voci dissimili per natura o destinazione, purché non siano irrilevanti.

Inoltre, il par. 30 dello *LAS 1*, interpolando i due principi, specifica che “se una voce non è singolarmente rilevante, questa è aggregata ad altre voci nei prospetti o nelle note”, con la precisazione che una voce non ritenuta sufficientemente rilevante da richiedere di essere iscritta distintamente nei prospetti, potrebbe avere una rilevanza tale da “richiedere di essere esposta distintamente nelle note”. In ogni caso, sintetizzando la portata selettiva del principio, un’entità non deve “fornire un’informativa specifica richiesta da un *IFRS* se le informazioni non sono rilevanti”.

Ai fini operativi, l’introduzione del principio astratto di rilevanza nel novero delle disposizioni codicistiche, da un lato si traduce – in definitiva – nella “nobilitazione” di un criterio già incluso nel principio contabile nazionale OIC 11. Dall’altro lato – e proprio a motivo del rilievo ad esso così attribuito – necessita di una più adeguata illustrazione (e di concrete esemplificazioni) nell’alveo del principio contabile nazionale, non essendo stato operato alcun rinvio alla definizione proposta dai principi *LAS/IFRS* (pur effettuato, per altre nozioni, dal novello secondo comma dell’art. 2426 c.c.)³⁹.

3. Il principio di prevalenza della sostanza sulla forma.

Tra i principi di redazione è stato espressamente codificato quello della prevalenza della sostanza sulla forma, già cripticamente incluso a chiusura del primo comma dell’art. 2423 *bis* dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6: nella valutazione delle voci occorre tener conto della “funzione economica dell’elemento dell’attivo o del passivo considerato”⁴⁰.

L’art. 6, terzo comma, lett. a) e b) del d.lgs. n. 139/2015 ha, da un lato, eliminato la suddetta formulazione del principio, e, dall’altro, introdotto *ex novo* il comma 1 *bis*, ove si

³⁹ Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 99, “il primo problema che la norma pone all’attenzione degli interpreti concerne la definizione stessa della nozione di «rilevanza», che il legislatore italiano non indica, ma l’interprete può agevolmente ricavare dalla Direttiva n. 34/2013”: tuttavia, “nonostante la definizione contenuta nella Direttiva rimangono ampie zone di incertezza nella ricostruzione della fattispecie della rilevanza. E ciò aggrava la soluzione del connesso problema che concerne la misura della responsabilità civile e penale dei redattori del bilancio e della validità della delibera di approvazione del bilancio stesso, quando sono omesse poste che, in sede di impugnativa del bilancio, siano giudicate, poi, rilevanti”. Al riguardo, G. STRAMPELLI, (nt. 15), 2182, osserva che, “coerentemente con la finalità di prevenzione dell’applicazione strumentale del principio di rilevanza, sembra opportuno che la società predetermini una soglia quantitativa di rilevanza e dia indicazione della medesima nella nota integrativa, con la precisazione che le informazioni non eccedenti tale parametro possono talora essere considerate comunque rilevanti in ragione della natura delle operazioni e delle voci cui si riferiscono”.

⁴⁰ In proposito v., tra gli altri, S. FORTUNATO, *Inquadramento sistematico del principio “substance over form”*, in *Il principio substance over form. Profili contabili, civilistici e tributari*, a cura di F. GALLO, G. SCOGNAMIGLIO, in *Quaderni di Giur. comm.*, n. 358, Milano, Giuffrè, 2012, 1 ss.; P. BALZARINI, *Principi di redazione del bilancio*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. NOTARI, L.A. BIANCHI, (nt. 14), 385 ss.; G. BIANCHI, *Il bilancio*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. CAGNASSO, L. PANZANI, Bologna, Zanichelli, 2012, 61. Nel principio contabile OIC 11, si precisa, al riguardo, che “il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, ha introdotto nel Codice civile una disposizione di carattere generale [...] secondo cui il bilancio è redatto, privilegiando, ove possibile, la rappresentazione della sostanza sulla forma”, aggiungendo che, “come riportato nella Relazione Ministeriale al d.lgs. n. 6/2003, l’espressione «funzione economica» utilizzata dal legislatore è l’esplicitazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma”.

dispone che “la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell’operazione o del contratto”.

La novella enunciazione del principio ricalca pressoché fedelmente quella proposta dall’art. 6, primo par., lett. h), della Direttiva 2013/34/UE⁴¹, espressione di quanto sottolineato al considerando n. 16 della Direttiva, nel quale il legislatore comunitario ha puntualizzato che “la presentazione delle voci di bilancio dovrebbe essere fatta tenendo conto della realtà economica o della sostanza commerciale dell’operazione o dell’accordo sottostanti”, dando atto, nondimeno, che occorrerebbe “consentire agli Stati membri di esentare le imprese dall’obbligo di applicare tale principio”⁴².

Un’opzione, questa, non accolta nel nostro ordinamento: l’intervento riformatore – così la *Relazione illustrativa* – si è reso necessario stanti i problemi interpretativi sorti con il previgente art. 2423 *bis*, primo comma, c.c.⁴³. Sicché, si è inteso chiarire “che il riferimento alla sostanza va riferito al contratto o all’operazione, piuttosto che alla voce dell’attivo o del passivo di bilancio, secondo un approccio più coerente con la disposizione contenuta nella Direttiva”.

In una prospettiva operativa, inoltre, la *Relazione* evidenzia “come la declinazione pratica del principio di sostanza economica sia effettuata dalla legge e dai principi contabili nazionali”⁴⁴.

Il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, come osservato in dottrina⁴⁵, costituisce un tratto distintivo dei principi *LAS/IFRS*, in contrapposizione all’impostazione contabile continentale: in questa “la rappresentazione delle operazioni in bilancio avviene – in genere – in base al «diritto di proprietà»”, laddove, in quelli, l’iscrizione avviene sulla scorta della “sostanza economico-finanziaria dell’operazione”.

⁴¹ La quale, per l’esattezza, recita: “la rilevazione e la presentazione delle voci nel conto economico e nello stato patrimoniale tengono conto della sostanza dell’operazione o del contratto in questione”.

⁴² In proposito, risulta di interesse quanto statuito da Corte Giust. UE, sez. II, 18 giugno 2015, n. 508, C-508/13, promossa dalla Repubblica di Estonia contro il Parlamento europeo ed il Consiglio dell’Unione europea, concernente alcune delle disposizioni della Direttiva 2013/34/UE. In particolare, la Corte ha sottolineato che la Direttiva “consente agli Stati membri di esentare le imprese, nell’elaborazione dei rispettivi bilanci, dall’osservanza del principio contabile della «prevalenza della sostanza sulla forma». Questa possibilità è giustificata, in particolare, dal fatto che l’onere amministrativo di un contabile è ridotto se quest’ultimo può limitarsi ad illustrare la forma giuridica di una transazione piuttosto che la sua sostanza commerciale”.

⁴³ Come si legge nella *Relazione illustrativa*, “il concetto di funzione economica dell’elemento dell’attivo o del passivo, infatti, può evocare il concetto di destinazione e si è lungamente discusso circa l’effettiva portata applicativa della disposizione. Nella consultazione pubblica promossa dal Ministero dell’economia e delle finanze - Dipartimento del Tesoro, era emersa la necessità di modificare la norma, eliminando, in particolare, il riferimento alla voce dell’attivo o del passivo”. Cfr. L. DE ANGELIS, (nt. 15), 40; E. BOCCHINI, (nt. 14), 111 ss.

⁴⁴ In argomento, A. SURA, *Il trattamento contabile delle immobilizzazioni materiali: aggiornamenti e prospettive evolutive*, in *Il fisco*, 2015, 38, 3665, sottolinea che, con l’intervento dell’OIC sugli attuali principi contabili nazionali, al fine di chiarire la portata applicativa della prevalenza della sostanza sulla forma, “potrebbero verificarsi ricadute di un certo interesse nei criteri di rilevazione iniziale delle immobilizzazioni materiali”.

⁴⁵ Cfr. *ex multis*, F. DEZZANI, *Introduzione*, in *LAS/IFRS. Manuale*, (nt. 37), 22 s. In argomento, M. VENUTI, *Il principio “substance over form” nel bilancio LAS/IFRS*, in *LAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, (nt. 3), 245 ss.; M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 211.

Esso era descritto, nel *Conceptual Framework* dei principi contabili internazionali risalente al 1989, nei seguenti termini⁴⁶: “se l’informazione è destinata a rappresentare fedelmente fatti o operazioni, è necessario che questi siano rilevati e presentati nella loro sostanza e realtà economica e non solo sotto l’aspetto formale”, e ciò in quanto “la sostanza dei fatti e delle operazioni non è sempre coerente con ciò che appare da un loro esame formale”.

Un primo esempio in cui sussiste un marcato contrasto tra forma e sostanza dell’operazione è dato dalla sottoscrizione di un contratto di *leasing* finanziario, contabilizzato con il metodo patrimoniale⁴⁷ nel nostro ordinamento (con il prevalere della forma) e con il metodo finanziario⁴⁸, al ricorrere di determinati requisiti, nei principi *LAS/IFRS* (e segnatamente nello *LAS 17*, sostituito, a decorrere dal 1° gennaio 2019, dal novello *IFRS 16*).

Il legislatore nazionale, pur mantenendo salda l’impostazione contabile continentale, ha da tempo richiesto l’esposizione – in nota integrativa⁴⁹ – degli effetti derivanti dall’applicazione del metodo di contabilizzazione finanziario. Una scelta, questa, confermata all’esito del recepimento della Direttiva 2013/34/UE, non essendo state apportate modifiche di sorta all’art. 2427, primo comma, n. 22, c.c., ancorché le Commissioni parlamentari ne avessero suggerito l’eliminazione⁵⁰.

Nella *Relazione illustrativa*, si precisa che si è ritenuto “preferibile mantenere l’attuale impianto normativo in attesa che si definisca il quadro regolatorio internazionale sul *leasing* e si possa, quindi, riorganizzare la materia in modo complessivo”⁵¹.

⁴⁶ Così il par. 35 del *Conceptual Framework* (1989). Il *Conceptual Framework* – rivisto nel 2010 – è stato sottoposto a revisione nel corso del 2015 e nel relativo *Exposure Draft ED/2015/3*, diffuso nel maggio 2015, si precisa che uno degli obiettivi dell’aggiornamento è quello di spiegare «the roles of prudence and substance over form in financial reporting», indicando espressamente, al par. 2.14, che una «faithful representation provides information about the substance of an economic phenomenon instead of merely providing information about its legal form. Providing information only about a legal form that differs from the economic substance of the underlying economic phenomenon would not result in a faithful representation». Si assiste, in definitiva, ad un ritorno alla precedente nozione di *faithful representation*, così come proposta nella versione del 1989 del *Framework*, dopo la parentesi costituita dall’aggiornamento del 2010, ove tale riferimento è stato soppresso. Per approfondimenti, v. M. CAMPRÀ, *Quadro concettuale dell’informativa finanziaria*, in *LAS/IFRS. Manuale*, (nt. 37), 59.

Per maggiori dettagli sul processo di revisione del *Conceptual Framework*, che dovrebbe concludersi nel 2016, può utilmente consultarsi il sito www.ifrs.org.

⁴⁷ Non essendovi alcun passaggio di proprietà, l’utilizzatore del bene concesso in *leasing* si limita ad iscrivere i canoni sostenuti tra i costi esposti in conto economico, indicando nei conti d’ordine gli impegni assunti nei confronti della società di *leasing*.

⁴⁸ Il *leasing* finanziario consiste, in definitiva, in una forma di finanziamento: ragion per cui, il bene oggetto del contratto è iscritto dall’utilizzatore tra le proprie attività di stato patrimoniale e regolarmente ammortizzato in ragione del tipo di cespite. Tra le passività occorre rilevare il debito contratto con la società di *leasing*, indicando in conto economico – oltre all’ammortamento del bene – la quota interessi inclusa nei canoni di *leasing*.

⁴⁹ Il n. 22 è stato aggiunto al primo comma dell’art. 2427 c.c. dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

⁵⁰ Come si legge nelle *Osservazioni* formulate dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili in data 24 aprile 2015, per rispettare il dettato del novello art. 2423 *bis*, comma 1 *bis*, c.c., sarebbe stato sufficiente “prevedere all’art. 2424 la separata indicazione dei soli immobilizzi concessi in *leasing* operativo ed eliminare il riferimento alla rappresentazione dei contratti di *leasing* finanziario con il cd. «metodo finanziario» in nota integrativa”.

⁵¹ Critici C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1070; L. DE ANGELIS, (nt. 15), 66 s. Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 114, “è pur sempre il legislatore che fissa il campo di applicazione del principio, stabilendo, per es. che il principio non si applichi ai contratti di *leasing*. Ecco che il redattore si trova di nuovo

Di talché, nel frattempo, è lecito domandarsi se l'esplicitazione del principio cd. *substance over form* troverà una qualche concreta ricaduta operativa – ampliando il novero delle operazioni contabilizzate in ragione della loro sostanza economica⁵² – oppure si limiterà ad essere una mera riformulazione di un principio già contenuto (pur con tutti i limiti del caso) nel nostro ordinamento.

4. Le modifiche alla struttura del bilancio: il rendiconto finanziario.

L'intervento riformatore dell'agosto 2015 ha inciso altresì sulla struttura stessa del bilancio, aggiungendo il rendiconto finanziario⁵³ tra i documenti di cui esso, in senso stretto, si compone (art. 2423, primo comma, c.c.⁵⁴).

Correlatamente, è stato introdotto *ex novo* l'art. 2425 *ter* c.c.⁵⁵, esclusivamente dedicato al suddetto prospetto, dal quale devono risultare – così l'unico comma – l'importo e la composizione delle disponibilità liquide all'inizio ed alla fine dell'esercizio (corredate dai dati riferiti all'annualità antecedente), nonché i flussi finanziari movimentati in corso d'anno e derivanti dall'attività operativa, da quella di investimento e da quella di finanziamento, con separata indicazione delle operazioni intercorse con i soci.

Dalla redazione del rendiconto sono espressamente esonerate sia le imprese che predispongono il bilancio in forma abbreviata, stante il disposto dell'art. 2435 *bis*, secondo comma, c.c. (così come modificato dall'art. 6, dodicesimo comma, d.lgs. n. 139/2015), sia le micro-imprese, ai sensi dell'art. 2435 *ter*, secondo comma, n. 1, c.c.

le mani legate dal legislatore ed è vincolato dal legislatore stesso a iscrivere in bilancio il bene concesso in *leasing* nel patrimonio del cedente e non del cessionario”.

⁵² Allo stato, tale sovvertimento è ravvisabile pienamente per i contratti di vendita con obbligo di retrocessione a termine (artt. 2424 *bis*, quinto comma, e 2425 *bis*, terzo comma, c.c.), nonché per le plusvalenze derivanti da operazioni di *sale and lease back* (art. 2425 *bis*, ult. comma, c.c., inserito dall'art. 16, d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310).

⁵³ Rendiconto che, sinora, non figurava neppure espressamente all'art. 2428 c.c., limitandosi la relazione sulla gestione a richiedere – a seguito, come visto, del recepimento della Direttiva 2003/51/CE, ad opera del d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32 – la presentazione di indicatori di risultato finanziari, “nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione”.

Nella previgente versione del principio contabile nazionale OIC 12 – “*Composizione e schemi del bilancio d'esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi*”, risalente al 30 maggio 2005 – si richiedeva l'inclusione del rendiconto finanziario nella nota integrativa, aggiungendo che, “sebbene la mancata presentazione non venga considerata in via generale allo stato attuale come violazione del principio della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, tale mancanza, tuttavia, in considerazione della rilevanza delle informazioni di carattere finanziario fornite e della sua diffusione sia su base nazionale che internazionale si assume limitata soltanto alle aziende amministrative meno dotate, a causa delle minori dimensioni”.

Con l'aggiornamento dei principi contabili nazionali, conclusosi nel gennaio 2015, la disciplina del rendiconto finanziario è stata espunta dall'OIC 12 per confluire nell'OIC 10, appositamente dedicato alla redazione del suddetto documento. Il principio OIC 10, diffuso nel mese di agosto 2014, “raccomanda la redazione del rendiconto finanziario tenuto conto della sua rilevanza informativa” (par. 9), precisando che “la risorsa finanziaria presa a riferimento per la redazione del rendiconto è rappresentata dalle disponibilità liquide” (par. 1) e che il prospetto dovrebbe esser presentato in nota integrativa (par. 3).

In proposito, si è osservato che il suddetto principio dovrà ora dar conto dell'obbligatorietà della predisposizione del rendiconto finanziario, senza, tuttavia, necessità di “modifiche sostanziali ai contenuti tecnici dell'OIC 10”. Così C. MEZZABOTTA, (nt. 23), 23 ss. In argomento, v. altresì L. FORNACIARI, *Il rendiconto finanziario nel nuovo bilancio d'esercizio*, in *Bilancio e reddito d'impresa*, 2015, 12, 5 ss.

⁵⁴ Così l'art. 6, secondo comma, lett. a), d.lgs. n. 139/2015.

⁵⁵ Ad opera dell'art. 6, settimo comma, d.lgs. n. 139/2015.

L'introduzione del rendiconto finanziario non è frutto di un'imposizione di matrice comunitaria, dal momento che l'art. 4 della Direttiva 2013/34/UE si limita a ribadire che la composizione "minima" del bilancio è data da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, consentendo agli Stati membri di "imporre alle imprese diverse dalle piccole imprese di includere nei bilanci d'esercizio altri prospetti".

Sicché, per comprendere appieno le ragioni sottese a questa innovazione, occorre esaminare la *Relazione illustrativa* del Decreto n. 139/2015, laddove si precisa che tale documento "migliora in modo significativo l'informativa sulla situazione finanziaria della società"⁵⁶.

Benché vi siano state sollecitazioni in senso contrario da parte delle Commissioni parlamentari, si è ritenuto di non inserire "previsioni specifiche volte ad assicurare la comparabilità ed al divieto di compensazione delle voci", che, "per quanto condivisibili, possono trovare migliore collocazione nei principi contabili nazionali che l'Organismo Italiano Contabilità emanerà" ai sensi dell'art. 12 del d.lgs. n. 139/2015.

Conseguentemente, a differenza dei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico o delle informazioni da presentare in nota integrativa, il legislatore non ha introdotto né una struttura codificata né un contenuto analiticamente predeterminato per il rendiconto finanziario, limitandosi a selezionare – tra le molteplici tipologie esistenti⁵⁷ – quello delle variazioni di liquidità (*cash flow statement*)⁵⁸.

Sinora il rendiconto finanziario costituiva un documento obbligatorio solamente per i soggetti *LAS adopter*, espressamente ricompreso dallo *LAS 1* nei prospetti di cui si compone il bilancio⁵⁹ ed appositamente disciplinato dallo *LAS 7*⁶⁰.

Il rendiconto finanziario, così come introdotto nelle disposizioni codicistiche, si distingue nettamente dagli altri documenti che formano il bilancio, in quanto, da un lato,

⁵⁶ Come osserva G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 461, il rendiconto finanziario fornisce informazioni "fondamentali per valutare la capacità di un'impresa di far fronte ai debiti in scadenza e di effettuare nuovi investimenti, ma che né lo stato patrimoniale, né il conto economico forniscono, essendo redatti «per competenza» e non «per cassa»". Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 369, esso offre "ai destinatari del bilancio di esercizio tutti gli elementi, non altrimenti desumibili dal bilancio, per valutare: a) le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa alla data di chiusura dell'esercizio e, quindi, la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari futuri con le risorse finanziarie disponibili; b) le cause che hanno determinato tali condizioni finanziarie". In senso analogo L. DE ANGELIS, (nt. 15), 61, il quale precisa che "il rendiconto finanziario consente non solo di calcolare la posizione finanziaria netta dell'impresa che lo redige alla fine di ogni esercizio, ma anche di estrarre gli indici finanziari di questa".

⁵⁷ Tra gli altri, si ricordano il rendiconto delle variazioni di risorse finanziarie totali (*funds flow statement*) ed il rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto (*working capital statement*). V., per approfondimenti, G. FERRERO, F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2006, 314 ss.; M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 1146 ss.; F. DALLA SEGA, *Il rendiconto finanziario*, in *Il bilancio di esercizio*, a cura di A. PALMA, (nt. 5), 586 ss.; G. STRAMPELLI, (nt. 15), 2265 ss.

⁵⁸ Cfr. G. FERRERO, F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio*, (nt. 57), 403 ss.; M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 1153 ss.

⁵⁹ Il bilancio d'esercizio, così come ora strutturato, difetta – rispetto al bilancio conforme ai principi contabili internazionali (ed in particolare allo *LAS 1*) – del prospetto delle variazioni delle poste del patrimonio netto, la cui adozione è, peraltro, implicitamente ammessa dall'art. 4, par. 1, della Direttiva 2013/34/UE. Cfr. C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1072.

⁶⁰ Per approfondimenti, v. G. RACUGNO, *Il rendiconto finanziario*, in *LAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, (nt. 3), 497 ss.; D. BUSSO, *LAS 7. Rendiconto finanziario*, in *LAS/IFRS. Manuale*, (nt. 37), 229 ss.

ove obbligatorio, non presenta alcuna struttura preordinata⁶¹, e, dall'altro, ove il bilancio è redatto in maniera semplificata (artt. 2435 *bis* e 2435 *ter* c.c.), il legislatore lo ha eliminato *tout court*.

Le disomogeneità che, in astratto, ben si potrebbero riscontrare nella predisposizione del rendiconto finanziario – lasciato volutamente “in bianco” dal legislatore – potrebbero, tuttavia, rivelarsi piuttosto contenute, qualora – come auspicabile – gli operatori si attengano alle modalità di redazione ed ai prospetti proposti dal principio contabile nazionale OIC 10⁶².

5. L'irruzione del fair value: l'iscrizione degli strumenti finanziari derivati.

Maggiori incertezze operative generano alcune ulteriori modifiche apportate dal d.lgs. n. 139/2015, che – per converso – parrebbero aver trovato una più rigida disciplina codicistica.

Trattasi dell'iscrizione degli strumenti finanziari derivati⁶³ direttamente negli schemi di stato patrimoniale e di conto economico, dopo un lungo periodo di acclimatamento tra le informazioni da fornire in nota integrativa⁶⁴: un esempio emblematico, questo, del

⁶¹ In proposito, E. BOCCHINI, (nt. 14), 368, ha rilevato, da un lato, che “i principi contabili internazionali non sono utilizzabili dall'interprete nella ricostruzione della normativa applicabile” – non figurando il rendiconto finanziario tra i termini elencati all'art. 2426, secondo comma, c.c., per i quali è fatto espresso rinvio alle nozioni racchiuse nei principi *LAS/IFRS endorsed* – e, dall'altro, che occorre “utilizzare il contenuto della definizione legislativa alla luce della dottrina contabile e del principio contabile” OIC 10, il quale, essendo antecedente il d.lgs. n. 139/2015, “afferitava che il rendiconto finanziario era un complesso di informazioni che faceva parte della nota integrativa, anche se raccomandava la formazione di un documento autonomo”.

⁶² Adattandoli opportunamente alle indicazioni normative, come suggerisce E. BOCCHINI, (nt. 14), 371.

⁶³ Il derivato, nella definizione fornita dal par. 9 del principio contabile *LAS 39* (“*Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*”), è uno strumento finanziario o un altro contratto che “possiede contemporaneamente le tre seguenti caratteristiche:

- 1) il suo valore cambia in relazione al cambiamento in un tasso di interesse, prezzo di uno strumento finanziario (es.: azione), prezzo di una merce, tasso di cambio in valuta estera, indice di prezzi o di tassi, merito di credito (*rating*) o indici di credito o altra variabile, denominata «sottostante»;
- 2) non richiede un investimento netto iniziale (ovvero ha un valore di mercato – *fair value* – nullo al momento della sua sottoscrizione e, pertanto, non dà origine ad incassi/pagamenti) o richiede un investimento netto iniziale (incasso/pagamento) che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato;
- 3) è regolato a data futura”.

In tal senso D. BUSSO, *LAS 39. Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione*, in *LAS/IFRS. Manuale*, (nt. 37), 1564, cui si rinvia per approfondimenti; F. GIUSSANI, *Gli strumenti derivati e le coperture*, in *Il bilancio di esercizio*, a cura di A. PALMA, (nt. 5), 467 ss.

Si precisa che lo *LAS 39* sarà sostituito dal novello *IFRS 9* (“*Strumenti finanziari*”), ultimato nel luglio 2014, la cui applicazione, consentita in via anticipata, decorre dal 1° gennaio 2018. Il nuovo *standard* internazionale regola, tra gli altri profili, le modalità di classificazione e misurazione, l'effettuazione dell'*impairment test* ed un nuovo approccio all'*hedge accounting*.

⁶⁴ Come anticipato, ai sensi dell'art. 2427-*bis* c.c., inserito dal d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394, a recepimento delle indicazioni della Direttiva 2001/65/CE. Inoltre, nella relazione sulla gestione *ex art.* 2428, terzo comma, c.c., devono risultare, ai sensi del n. 6 *bis* (introdotto dal d.lgs. n. 394/2003), “in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio:

- a) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
- b) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari”.

progressivo appiattimento delle disposizioni del Codice civile ai principi contabili internazionali⁶⁵.

In primo luogo, nello schema di stato patrimoniale sono stati inseriti, tra le attività, gli strumenti finanziari derivati attivi⁶⁶, che hanno letteralmente “sostituito” nel prospetto le azioni proprie⁶⁷, andando a collocarsi, tra le immobilizzazioni finanziarie, alla voce B.III.4,

In argomento, v. M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 1024 ss., il quale ha evidenziato che, con le suddette norme, applicabili dal 1° gennaio 2005, “le piccole imprese, che non applicano i principi contabili internazionali, paradossalmente dovranno calcolare il *fair value* degli strumenti finanziari [...] prima ancora delle imprese obbligate ad utilizzare gli *LAS/IFRS*, dato che quest’obbligo, per il bilancio d’esercizio, scatta solo dal 1° gennaio 2006”; S. SCETTRI, G. STRAMPELLI, *Il disposto dell’art. 2427 bis: le informazioni relative al valore equo fair value degli strumenti finanziari*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. NOTARI, L.A. BIANCHI, (nt. 14), 567 ss.; F. GIUSSANI, (nt. 63), 487 ss.

Occorre rammentare, per completezza, che il principio OIC 31 – “*Fondi per rischi e oneri e Trattamento di Fine Rapporto*”, aggiornato ad agosto 2014 ed in corso di revisione (v. *infra*) – dispone al par. 59, trattando i fondi rischi, che tra le “passività connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio, ma caratterizzate da uno stato d’incertezza il cui esito dipende da verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro”, potrebbero collocarsi, “ove ne ricorrano le condizioni per l’iscrizione, i fondi costituiti per perdite maturate a fronte di operazioni fuori bilancio relative a contratti derivati”. Cfr., per approfondimenti sul punto, A. SURA, *Definita una disciplina ad hoc per la rilevazione in bilancio dei derivati*, in *Il fisco*, 2015, 46, 4462 ss., part. 4463, il quale rammenta che, “anche nell’unico caso in cui i derivati sono rilevati in bilancio, ovvero i derivati speculativi minusvalenti, la rilevazione in bilancio non avviene necessariamente al loro *fair value*, in quanto le regole generali dell’OIC 31 prescrivono l’obbligo di rilevare un fondo soltanto se la passività a cui dovrebbero far fronte è ritenuta probabile. Un’applicazione letterale di questa regola potrebbe comportare la mancata rilevazione in bilancio del derivato, anche se minusvalente, tutte le volte in cui si ritenga che l’evoluzione della variabile sottostante sia tale da indurre a ritenere che al termine del contratto non si produrrà, nel complesso, alcuna perdita”.

⁶⁵ Conseguentemente, si è osservato che, “poiché si tratta di norme completamente nuove per il nostro ordinamento, è verosimile che l’OIC predisponga un apposito principio contabile altrettanto nuovo. È vero tuttavia che il principio OIC 3 (Le informazioni sugli strumenti finanziari) potrebbe essere utilizzato, pur con le dovute e rilevanti modifiche, come «contenitore» per le nuove regole”. V. C. MEZZABOTTA, (nt. 23), 23 ss. In argomento, cfr. F. DEZZANI, *Derivati di “copertura” e “speculativi”: adozione “Principi LAS” anche per il Codice civile*, in *Il fisco*, 2015, 46, 4455, il quale evidenzia come “la registrazione e l’esposizione nello stato patrimoniale e nel conto economico delle operazioni su derivati” sia “la novità più rilevante” del d.lgs. n. 139/2015; A. SURA, (nt. 64), 4465, il quale sottolinea che, “per quanto dettagliata, la nuova disciplina codicistica necessita di ulteriori specificazioni soprattutto per ciò che riguarda il trattamento contabile delle operazioni di copertura. Su temi quali la valutazione dell’efficacia della copertura, la gestione contabile dell’eventuale inefficacia, la definizione degli elementi designabili e altri ancora sarà con ogni probabilità l’Organismo Italiano di Contabilità a fornire i chiarimenti necessari”; G. STRAMPELLI, (nt. 15), 2306 ss.

In proposito, si anticipa in questa sede che lo *standard setter* nazionale ha posto in pubblica consultazione (v. *infra* per ulteriori dettagli sull’aggiornamento degli OIC in corso), in data 12 aprile 2016, la bozza di un principio contabile dedicato interamente agli strumenti finanziari derivati, allo scopo “di definire i criteri per la rilevazione, classificazione e valutazione degli strumenti finanziari derivati, nonché le tecniche di valutazione del *fair value* degli strumenti finanziari derivati e le informazioni da presentare in nota integrativa” (par. 1). In esso, sono mutate le definizioni presenti nei principi contabili internazionali (parr. 2 ss.), fornite indicazioni sulle operazioni di copertura (parr. 50-104) e presentate disposizioni per la prima applicazione delle nuove norme codicistiche (parr. 118-122); in calce al documento, sono proposti alcuni esempi illustrativi, le motivazioni sottostanti le decisioni assunte dall’Organismo Italiano di Contabilità, un approfondimento su “*Gli strumenti finanziari derivati nella legislazione civilistica*”, nonché quattro appendici concernenti “*Esempi di strumenti finanziari derivati*” (Appendice A), “*Valutazione al fair value*” (Appendice B), “*Scorporo di derivati incorporati*” (Appendice C) e “*Relazioni di copertura*” (Appendice D).

⁶⁶ Rispettivamente, lett. d) e f) del quarto comma dell’art. 6, d.lgs. n. 139/2015. Cfr. E. BOCCHINI, (nt. 14), 270 ss.

⁶⁷ Le azioni proprie, come dispone il novello ultimo comma dell’art. 2424 *bis* c.c., “sono rilevate in bilancio a diretta riduzione del patrimonio netto, ai sensi di quanto disposto dal terzo comma dell’articolo 2357 *ter*” (così il quinto comma dell’art. 6 del d.lgs. n. 139/2015). Una modifica, questa, che naturalmente ha richiesto l’inserimento di un’apposita voce nel patrimonio netto, identificata nella posta A.X. del passivo, di nuovo

e, nell'attivo circolante, tra le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, alla voce C.III.5. Nel passivo, gli strumenti finanziari derivati passivi sono stati introdotti⁶⁸ tra i fondi per rischi ed oneri, scalzando dalla voce B.3. la posta residuale “*altri fondi*”, scivolata alla novella voce B.4. dello schema; inoltre è stata appositamente dedicata la voce A.VII. del patrimonio netto alla “*Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi*”⁶⁹.

Nello schema di conto economico, le contropartite di natura reddituale della rilevazione degli strumenti finanziari derivati sono accolte nella macro-classe D, ora denominata “*Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie*”, e precisamente alle voci D.18.d. (in cui dovranno essere iscritte le rivalutazioni “*di strumenti finanziari derivati*”) e D.19.d. (riservata alle svalutazioni “*di strumenti finanziari derivati*”), entrambe aggiunte dal d.lgs. n. 139/2015⁷⁰.

conio, denominata “*Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio*” [art. 6, quarto comma, lett. h), d.lgs. n. 139/2015]. Il terzo comma dell'art. 2357 *ter c.c.*, sostituito dall'art. 6, primo comma, d.lgs. n. 139/2015, dispone correlatamente che “l'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto di eguale importo, tramite l'iscrizione nel passivo del bilancio di una specifica voce, con segno negativo”. V., in senso critico, C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1064, part. nt. 11; in argomento, cfr. altresì N. DE LUCA, *La riserva “negativa” per azioni proprie in portafoglio*, in *Società*, 2016, 1, 5 ss.

Tale innovazione rappresenta un ulteriore esempio dell'assorbimento dei principi contabili internazionali nelle disposizioni codicistiche, atteso che la suddetta modalità di contabilizzazione è prevista dallo *LAS 1* e dallo *LAS 32*, che, ai par. 33-34, regola l'esposizione in bilancio delle azioni proprie. In argomento cfr. D. BUSSO, *LAS 32. Strumenti finanziari: esposizione in bilancio*, in *LAS/IFRS. Manuale*, (nt. 37), 1138 ss.

⁶⁸ Art. 6, quarto comma, lett. i), d.lgs. n. 139/2015. In proposito, nella *Relazione illustrativa* del Decreto, sono espresse le ragioni sottese all'iscrizione degli strumenti finanziari derivati tra i fondi e non, come richiesto dalle Commissioni parlamentari, tra i debiti “per coerenza con quanto previsto nell'attivo patrimoniale”. La *ratio* è da ravvisare nelle “caratteristiche” dei derivati che “li connotano come più vicini ai fondi per rischi ed oneri piuttosto che ai debiti. Si tratta infatti di poste tipicamente incerte nell'*an* e nel *quantum*”.

⁶⁹ Ad opera dell'art. 6, quarto comma, lett. h), d.lgs. n. 139/2015, che ha modificato la composizione del patrimonio netto.

⁷⁰ Così l'art. 6, sesto comma, d.lgs. n. 139/2015, alle lett. d), e) ed f). Sul punto, si è osservato che “in presenza di coperture dal rischio di cambio o di prezzo di *commodity*, gli utili/perdite sui derivati di copertura sarebbero iscritti in macroclassi differenti da quelle in cui sarebbero iscritte le perdite/utigli sulle poste coperte. Per evitare questa incoerenza a livello di presentazione dei valori, in sede di esame dello schema di Decreto era stata rappresentata l'ipotesi di rendere utilizzabili le voci D.18 e D.19 del conto economico solo per accogliere le variazioni di *fair value* degli strumenti derivati non di copertura, mentre le variazioni di *fair value* relative agli strumenti finanziari derivati di copertura di avverse variazioni di valore si dovrebbero imputare nelle medesime voci di conto economico in cui vengono iscritte le variazioni di *fair value* delle poste coperte. Per esigenze di chiarezza, in nota integrativa, si sarebbero dovuti indicare gli importi maturati sui derivati di copertura e sulle poste coperte imputati nelle medesime voci”. Cfr. C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1067.

Trattando delle modifiche apportate alla struttura del conto economico, vale la pena di aprire una breve parentesi, segnalando che parimenti l'eliminazione delle voci relative ai proventi ed oneri straordinari – in precedenza esposti alle voci E.20 ed E.21 dello schema, ora espunte dall'art. 6, sesto comma lett. g), d.lgs. n. 139/2015, e da includere nelle altre voci del prospetto – ricalca l'impostazione dei principi contabili internazionali. V., in argomento, L. PUDDU, M. CAMPRA, E.M. BRAJA, (nt. 37), 142, ove sono riportate le *Basis for Conclusion* del principio, nelle quali si puntualizza che “il Consiglio ha deciso che le voci trattate come componenti straordinarie rientrano nel normale rischio d'impresa e non giustificano la loro presentazione separata” (BC63).

Per controbilanciare la soppressione della macro-classe E, è stata riformulata l'informativa prevista dal n. 13 del primo comma dell'art. 2427 *c.c.*, che richiede ora “l'importo e la natura dei singoli elementi di ricavo o di costo di entità o incidenza eccezionali” [art. 6, nono comma, lett. e), d.lgs. n. 139/2015].

In argomento, G. LEONI, A. PICA, *Restyling della gestione straordinaria nella redazione del bilancio con effetti tributari*, in *Corr. trib.*, 2015, 46, 4545; sul differente approccio alle poste straordinarie proprio dei principi contabili internazionali, v. M. DI SARLI, *Il conto economico*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, (nt. 25), 465 ss.

L'iscrizione degli strumenti finanziari derivati nei prospetti di bilancio ha comportato – correlatamente – l'introduzione di un apposito criterio di valutazione nel corpo dell'art. 2426 c.c., inserito al novello n. 11 *bis* del primo comma⁷¹, il quale prevede espressamente che gli strumenti finanziari derivati siano iscritti al *fair value*, imputando le variazioni direttamente a conto economico o – in casi di strumenti finanziari di copertura – in una riserva (positiva o negativa) di patrimonio netto, gradualmente riversata anch'essa a conto economico⁷². E parimenti al *fair value* dovranno essere iscritti gli elementi oggetto di copertura⁷³.

La norma impone poi, da un lato, la non distribuibilità degli utili derivanti dalla valutazione al *fair value* “degli strumenti finanziari derivati non utilizzati o non necessari per la copertura”⁷⁴, e, dall'altro, l'indisponibilità (financo per la copertura delle perdite) delle riserve di patrimonio netto correlate alla valutazione degli strumenti finanziari derivati di copertura, il cui ammontare non rileva ai fini degli artt. 2412, 2433, 2442, 2446 e 2447 c.c.⁷⁵.

Inoltre, le disposizioni in precedenza racchiuse al secondo comma dell'art. 2427 c.c. – recante il rinvio per alcune definizioni ai principi contabili internazionali adottati

⁷¹ Aggiunto dall'art. 6, ottavo comma, lett. i), d.lgs. n. 139/2015.

⁷² Come dispone la norma, l'iscrizione della variazione di *fair value* a riserva è possibile se “lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata”. La riserva di patrimonio netto, prosegue il n. 11 *bis*, “è imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura”.

⁷³ Così il n. 11 *bis* del primo comma dell'art. 2426 c.c., ove si prevede che “gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura”. La stessa disposizione normativa stabilisce che “si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura”. Le disposizioni codicistiche non rinviano espressamente ai principi contabili internazionali per l'individuazione delle condizioni che consentono di ritenere sussistente “la copertura”, (v. art. 2426, secondo comma, c.c.).

⁷⁴ Sul punto si è osservato che “tale principio non è coerente con le previsioni del d.lgs. n. 38/2005 che, relativamente agli strumenti di *trading, ivi* inclusi i derivati non di copertura, stabilisce la disponibilità dei relativi risultati economici rilevati nel conto economico. Poiché la finalità della disciplina sul trattamento contabile degli strumenti finanziari derivati prevista dallo schema di Decreto è proprio quella di allineare la disciplina nazionale con quella dei principi contabili internazionali, questa differenza di disciplina non trova una sua giustificazione e determina una disparità di trattamento tra le imprese che utilizzano i principi *LAS/IFRS* (le quali, in relazione alle disposizioni del d.lgs. n. 38/2005, considerano disponibili i risultati delle attività di *trading, ivi* inclusi i derivati non di copertura) e le imprese che seguono la disciplina nazionale. [...] In considerazione di quanto detto, apparirebbe opportuno eliminare la previsione di non distribuibilità degli utili derivanti dai derivati non di copertura. [...] In questa prospettiva e per analoghe motivazioni, appare opportuno rimuovere il vincolo alla non distribuibilità (per effetto di accantonamento a specifica riserva) degli «utili netti» relativi alle differenze di cambio imputate nel conto economico”. V. le *Osservazioni* formulate da Assonime, in data 27 aprile 2015, nella fase consultiva di recepimento della novella Direttiva contabile, ove – tra l'altro – si era suggerito di uniformare il dettato dell'art. 2426, primo comma, c.c., ai nn. 8 *bis*, recante il riferimento agli “utili netti” su cambi, e 11 *bis*, riferito ai soli “utili” scaturenti dai derivati.

Per G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 469, la riserva non distribuibile formata dagli utili derivanti da derivati di tipo speculativo non è distribuibile “fino al realizzo mediante la liquidazione o la vendita dello strumento”.

⁷⁵ Nella *Relazione illustrativa* del Decreto si precisa che le summenzionate riserve non vengono incluse nella determinazione del patrimonio netto rilevante ai fini degli artt. 2412, 2433, 2442, 2446 e 2447 c.c., in quanto non trovano “corrispondenza in bilancio con utili o perdite di segno opposto fino a che non si manifestano i flussi o le operazioni coperti”.

dall'Unione europea⁷⁶ – ed ai commi 2, 3 e 4, dell'art. 2427 *bis* c.c. – concernenti, in sintesi, le indicazioni sulle condizioni per considerare strumenti finanziari derivati anche quelli collegati a merci, nonché le modalità di determinazione del *fair value*⁷⁷ – sono state traslate *telles quelles* in coda all'art. 2426⁷⁸.

In proposito, l'unica variazione apportata al tenore letterale delle suddette previsioni concerne l'ambito di applicazione delle nozioni mutuete direttamente dai principi *LAS/IFRS endorsed*, estesa all'intera Sezione IX⁷⁹, nonché il novero stesso delle definizioni, tra le quali sono state aggiunte quelle di attività e passività finanziaria, attività e passività monetaria, e di costo ammortizzato (v. *infra*).

Pare di interesse, al riguardo, dar conto di quanto si legge nella *Relazione illustrativa* del Decreto n. 139/2015, laddove si motiva il rinvio ai principi internazionali adottati dall'Unione, nonostante le Commissioni parlamentari avessero consigliato un rimando “alle migliori tecniche e prassi contabili stabilite dall'autorità nazionale preposta all'emanazione dei principi contabili nazionali”⁸⁰.

Il richiamo ai principi *LAS/IFRS* omologati secondo la procedura prevista dal Regolamento CE 1606/2002 – si precisa – “costituisce condizione necessaria a fare sì che per le fattispecie in oggetto, sia realizzato un impianto definitorio analogo a quello utilizzato dalle società che in forza del citato Regolamento utilizzano gli *LAS/IFRS*. Inoltre l'impianto definitorio tratto dagli *LAS/IFRS* già costituisce il punto di riferimento per la produzione dei principi contabili nazionali, che ad esso fanno riferimento”.

L'intervento riformatore, infine, non ha “risparmiato” neppure le informazioni da presentare in nota integrativa ai sensi dell'art. 2427 *bis* c.c., stanti le integrazioni apportate al

⁷⁶ La norma, come visto, era stata *ivi* inserita ad opera dell'art. 1, secondo comma, d.lgs. n. 173/2008, ed è ora stata radicalmente sostituita dall'art. 6, nono comma, lett. l), d.lgs. n. 139/2015, il quale ne ha così riformulato il contenuto: “le informazioni in nota integrativa relative alle voci dello stato patrimoniale e del conto economico sono presentate secondo l'ordine in cui le relative voci sono indicate nello stato patrimoniale e nel conto economico”. Una previsione, questa, che, se da un lato non stravolge l'esposizione delle informazioni presentate in nota integrativa, sancita altresì – con perfetta identità testuale – al par. 136 dell'OIC 12, dall'altro è anch'essa espressione di un *modus operandi* proprio dei principi contabili internazionali (*LAS 1*, parr. 113 ss.). All'esito della suddetta modifica, come è stato puntualizzato, “la ricerca e la lettura delle informazioni contenute nella nota integrativa risulta facilitata per il lettore del bilancio”. V. P. PISONI, F. BAVA, A. DEVALLE, F. RIZZATO, (nt. 20), 4059.

⁷⁷ La lett. c) del decimo comma del medesimo art. 6, d.lgs. n. 139/2015, ha abrogato il secondo, il terzo ed il quarto comma dell'art. 2427 *bis* c.c.

⁷⁸ Ai sensi dell'art. 6, ottavo comma, lett. m), d.lgs. n. 139/2015.

⁷⁹ In precedenza, stante il dettato del secondo comma dell'art. 2427 c.c., il richiamo operava unicamente ai fini dell'applicazione degli artt. 2427, primo comma, nn. 22 *bis* e 22 *ter*, 2427 *bis* e 2428, terzo comma, n. 6 *bis*.

⁸⁰ Di particolare rilievo, in proposito, le *Osservazioni* di Assonime, in cui si evidenzia che l'utilizzo di nozioni tratte dai principi *LAS/IFRS* “può condurre a tensioni con i principi propri dell'ordinamento in cui essi si trovano concretamente ad operare. Se questo profilo di criticità è un portato necessario nel momento in cui si intende adottare a livello di singolo ordinamento direttamente il complessivo *set* di principi contabili, non è chiaro il motivo che giustifica l'utilizzazione di analoga tecnica per definire termini che si vanno ad inserire all'interno di regole contabili di rilevazione e valutazione prettamente nazionali. Al riguardo, è anche da sottolineare come la tecnica del richiamo diretto comporti che i mutamenti derivanti da nuove definizioni adottate a livello internazionale hanno una diretta ricaduta anche sulla disciplina nazionale”. Conseguentemente, si è suggerito di “utilizzare definizioni e concetti affini a quelli dei principi internazionali”, predisposti dalla “autorità pubblica nazionale chiamata istituzionalmente ad emanare i principi contabili nazionali”.

superstite primo comma dall'art. 6, decimo comma, d.lgs. n. 139/2015⁸¹, volte a fornire ulteriori dettagli sulle modalità di determinazione del *fair value* e sulle variazioni di valore imputate direttamente a conto economico o nella riserva di patrimonio netto, le cui movimentazioni devono essere distintamente esposte in un apposito prospetto.

Il quadro così tratteggiato trova la propria cornice nelle indicazioni della novella Direttiva contabile, ove, per un verso, si è inteso imporre la valutazione al *fair value* per alcuni strumenti finanziari, al fine “della comparabilità dell’informativa di bilancio nell’Unione”, e, per altro verso, se ne è auspicata l’estensione anche per le attività diverse dagli strumenti finanziari, sottolineando che il suddetto criterio “fornisce informazioni che per gli utilizzatori dei bilanci possono essere più rilevanti delle informazioni basate sul prezzo d’acquisto o sul costo di produzione”⁸².

Coerentemente, l’art. 8 della Direttiva 2013/34/UE reca disposizioni sulla “*Valutazione alternativa basata sul valore equo*”, che si pone espressamente in deroga al principio cardine di valutazione, ovverosia il prezzo di acquisto o il costo di produzione, scolpito – tra i principi generali di bilancio⁸³ – all’art. 6, primo par., lett. i).

⁸¹ Oltre a riscrivere la rubrica della norma – che ora recita “*Informazioni relative al «fair value» degli strumenti finanziari*” – si richiedono, per ogni categoria di strumenti finanziari derivati, informazioni su “i termini e le condizioni significative che possono influenzare l’importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri” (lett. b del primo comma); “gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il *fair value* non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato” (lett. b *bis*); “le variazioni di valore iscritte direttamente nel conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto” (lett. b *ter*); “una tabella che indichi i movimenti delle riserve di *fair value* avvenuti nell’esercizio” (lett. b *quater*). In proposito, si è evidenziato che, “poiché i contenuti degli strumenti finanziari derivati e i loro imperfetti metodi di valutazione, di rilevazione contabile e di informazione attraverso i documenti di bilancio – e segnatamente della nota integrativa – hanno avuto un ruolo decisivo nella manifestazione e nell’aggravamento della crisi finanziaria degli anni scorsi, il legislatore ha voluto imporre, riguardo ad essi, a tutte le imprese tenute alla redazione del bilancio, e non soltanto a quelle soggette al sistema degli *LAS/IFRS*, la massima trasparenza al fine di evitare che nei propri patrimoni ancora si annidassero prodotti tossici spesso formati da componenti di difficile comprensione, o addirittura di non chiara decrittazione, latori di gravi e imprevedute perdite future suscettibili di metterne a repentaglio l’equilibrio patrimoniale ed economico”. Cfr. L. DE ANGELIS, (nt. 15), 69.

⁸² Così il diciannovesimo considerando. Per S. FORTUNATO, *Le valutazioni per il bilancio: possibili sviluppi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 47 s., il riferimento alla comparabilità pare “strano”, atteso che “la deroga non dà luogo necessariamente ad un regime valutativo vincolante e generalizzato, posto che sono possibili molteplici opzioni: gli Stati membri possono decidere di «consentire» o meno l’adozione di tale criterio valutativo; in caso positivo, possono decidere di estenderlo a tutte o solo ad alcune categorie di imprese; renderlo applicabile per la redazione tanto dei bilanci d’esercizio quanto dei bilanci consolidati, ma anche solo dei bilanci consolidati; estenderlo al di là della valutazione degli strumenti finanziari, anche a non meglio precisate «attività diverse». Tutto ciò, ovviamente, con buona pace della pretesa esigenza di «comparabilità» dell’informativa di bilancio nell’Unione”.

⁸³ In proposito, v. S. FORTUNATO, (nt. 82), 45, il quale sottolinea che la novella Direttiva contabile “ribadisce la centralità del principio valutativo del «costo storico» in termini di «prezzo di acquisto o del costo di produzione», collocandolo non più separatamente, alla stregua di un criterio base delle valutazioni specificate nelle regole dedicate alle singole voci, ma come «principio generale di bilancio»”.

Più in generale, sui rapporti tra i due criteri di valutazione, cfr. S. FORTUNATO, *Dal costo storico al «fair value»: al di là della rivoluzione contabile*, in *LAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, (nt. 3), 345 ss. Con precipuo riferimento al criterio del costo nel nostro ordinamento contabile, v. G.E. COLOMBO, (nt. 25), 197 ss., part. 201, il quale osserva come le ragioni “della sua adozione da parte di una prassi contabile inveterata e generalizzata” siano da ravvisare: *i*) nella sua (relativa) oggettività, in particolare ove si tratti del costo di acquisto; *ii*) nel fatto che esso non influenza il reddito di esercizio (essendo *erfolgsneutral*); *iii*) nella sua facile applicabilità. In argomento, tra gli altri, P. BALZARINI, *Criteri di valutazione*, in *La disciplina giuridica del bilancio d’esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, (nt. 25), 515 ss.

La norma impone agli Stati membri di autorizzare o prescrivere, per tutte o per alcune categorie di imprese, “la valutazione al *fair value* degli strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati”, con facoltà di legiferare in tal senso anche per altre – circoscritte⁸⁴ – tipologie di attività, limitando l’applicazione della disposizione anche al solo bilancio consolidato.

L’art. 8 fornisce, poi, alcune indicazioni sulla nozione di strumento finanziario derivato e sulle modalità di determinazione del *fair value*, del tutto affini a quelle accolte dal legislatore al terzo comma e seguenti dell’art. 2426 c.c. Lo stesso dicasi per le informazioni da illustrare in nota integrativa, precisate all’art. 16 della Direttiva ed inserite, dal nostro legislatore, all’art. 2427 *bis*, primo comma, c.c.

L’irruzione del *fair value* tra i criteri di valutazione e la rilevazione degli strumenti finanziari derivati (e delle loro variazioni) nei prospetti di stato patrimoniale e di conto economico attesta, inequivocabilmente, un avvicinamento della disciplina contabile nazionale a quella dei principi contabili internazionali⁸⁵, come pianamente emerge dal rinvio diretto agli *LAS/IFRS endorsed* per il correlato impianto definitorio⁸⁶.

Le summenzionate disposizioni codicistiche trovano altresì applicazione in caso di redazione del bilancio d’esercizio in forma abbreviata (art. 2435 *bis* c.c.⁸⁷), stanti sia l’esplicita possibilità di raggruppare anche le novelle voci D.18.d. e D.19.d. dello schema di conto economico, sia l’informativa da fornire in nota integrativa, ove – contrariamente alla previgente disposizione, che ne consentiva l’omissione – è fatto obbligo di dar conto di quanto richiesto dall’art. 2427 *bis*, primo comma, n. 1.

Solamente le micro-imprese sono esentate tanto dalla valutazione degli strumenti finanziari derivati – attesa l’espressa inapplicabilità delle disposizioni del n. 11 *bis* del primo comma dell’art. 2426 c.c.⁸⁸, coerentemente con il diciannovesimo considerando e con l’art. 36 della Direttiva 2013/34/UE – quanto dalla presentazione delle relative informazioni in nota integrativa⁸⁹.

⁸⁴ Il par. 4 dell’art. 8 elenca alcuni elementi per i quali è fatto divieto di adottare il *fair value* come criterio di valutazione. Al par. 3 del medesimo articolo sono individuate le sole passività per le quali la valutazione al *fair value* è richiesta dalla Direttiva.

⁸⁵ Come precisato da D. BUSSO, (nt. 63), 1582, “indipendentemente dalle motivazioni che hanno indotto un’impresa a sottoscrivere un derivato, lo *LAS 39* prevede che il derivato sia sempre iscritto in bilancio, come attività o come passività a seconda del valore assunto a fine esercizio”, sottolineando che il principio contabile internazionale ha “previsto un diverso trattamento degli utili/perdite da valutazione dei derivati a seconda che il derivato possa o meno essere considerato di copertura”.

⁸⁶ La definizione di *fair value* è ora fornita dall’*IFRS 13*, dedicato alla “*Valutazione al fair value*”, che costituisce “una sorta di *superstandard*, nel senso che esso offre una definizione univoca del *fair value* ed un unico quadro di riferimento per la relativa valutazione, da applicare in tutti gli standard specifici ove il criterio è richiamato, a meno che non sussista una espressa esclusione. Ne è conseguita la modifica di numerosi standard (*LAS 39* e *IFRS 9*, *LAS 16*, *LAS 40*, *LAS 41* e *LAS 19*) per adeguarli alle linee guida recepite nell’*IFRS 13*”. Cfr. S. FORTUNATO, (nt. 82), 50.

⁸⁷ Come modificato dall’art. 6, dodicesimo comma, d.lgs. n. 139/2015, segnatamente dalle lett. b) e d). Sul punto, F. DEZZANI, (nt. 65), 4457.

⁸⁸ Così il terzo comma del novello art. 2435 *ter* c.c.

⁸⁹ Essendo esonerate *tout court* dalla sua redazione, a condizione di fornire le informazioni di cui ai nn. 9 e 16 del primo comma dell’art. 2427 c.c. in calce allo stato patrimoniale (così l’art. 2435 *ter*, secondo comma, n. 2, c.c.).

6. *Il criterio del costo ammortizzato: questo sconosciuto.*

Il granitico criterio di valutazione al costo di acquisto o di produzione, al quale sinora erano ancorate le disposizioni codicistiche, è ora affiancato, oltre che dal criterio del *fair value* – che, perlomeno, già aveva fatto capolino nel nostro ordinamento nell’informativa di cui all’art. 2427 *bis* c.c. – da un “terzo incomodo”: il criterio del costo ammortizzato, inserito anch’esso all’art. 2426, primo comma, c.c., dal d.lgs. n. 139/2015.

Precisamente, la rilevazione con il criterio del costo ammortizzato è stata prevista⁹⁰ per le immobilizzazioni costituite da titoli (laddove applicabile, come dispone il n. 1 dell’art. 2426, primo comma, c.c.), per l’aggio ed il disaggio su prestiti (ai sensi del n. 7⁹¹), nonché per i crediti ed i debiti, “tenendo conto del fattore temporale e, per quanto riguarda i crediti, del valore di presumibile realizzo” (così recita ora il n. 8, in precedenza dedicato esclusivamente alla valutazione dei crediti).

Previsioni, queste, per le quali è stato altresì disciplinato un regime transitorio: come stabilito dall’art. 12, secondo comma, del Decreto⁹², esse “possono non essere applicate alle componenti delle voci riferite a operazioni che non hanno ancora esaurito i loro effetti in bilancio”.

Le suddette disposizioni possono non essere adottate nella predisposizione del bilancio in forma abbreviata, come sancisce il novello ultimo comma dell’art. 2435 *bis* c.c., ove si prevede, “in deroga a quanto disposto dall’articolo 2426”, “la facoltà di iscrivere i titoli al costo di acquisto, i crediti al valore di presumibile realizzo e i debiti al valore nominale”. Una facoltà, questa, che si estende naturalmente alle micro-imprese, ai sensi del secondo comma dell’art. 2435 *ter* c.c.

Come anticipato, per la definizione del criterio del costo ammortizzato, l’art. 2426, secondo comma, c.c., rinvia esplicitamente ai principi contabili internazionali adottati dall’Unione europea, che, ancora una volta, sono chiamati a regolare direttamente la valutazione di elementi attivi e passivi del bilancio redatto ai sensi del Codice civile⁹³.

Alcune delucidazioni su tale tecnica sono fornite nella *Relazione illustrativa* del d.lgs. n. 139/2015, in cui si legge che essa “individua una configurazione di valore riconducibile all’alveo del costo storico”, che consente “una migliore rappresentazione delle componenti di reddito legate alla vicenda economica delle poste in questione, prevedendo la rilevazione degli interessi (sia attivi che passivi) sulla base del tasso di rendimento effettivo dell’operazione, e non sulla base di quello nominale”.

⁹⁰ Cfr. art. 6, ottavo comma, d.lgs. n. 139/2015, rispettivamente alle lett. a), f) e g).

⁹¹ Correlatamente, è stata soppressa, nello schema di stato patrimoniale, l’indicazione tra i ratei e risconti, attivi e passivi, del disaggio e dell’aggio su prestiti, rispettivamente nella macro-classe D dell’attivo e nella macro-classe E del passivo, [art. 6, quarto comma, lett. g) e m), d.lgs. n. 139/2015].

⁹² La norma ha previsto il medesimo regime transitorio per il trattamento contabile dell’avviamento (disciplinato dall’art. 2426, primo comma, n. 6, c.c.).

⁹³ Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 269 s., “il criterio del costo ammortizzato è come un Giano bifronte che guarda da un lato al criterio del costo e dall’altro al criterio del *fair value*”; inoltre, come ricorda L. DE ANGELIS, (nt. 15), 69 s., trattasi di un “criterio finanziario da non confondersi con la nozione di ammortamento del costo dei beni strumentali”. In argomento, v. diffusamente G. STRAMPELLI, (nt. 15), 2299 ss.

In termini operativi, e con precipuo riferimento ai crediti ed ai debiti, per i quali occorre tener conto anche del fattore temporale⁹⁴, deve procedersi all'attualizzazione di quelli che, "al momento della rilevazione iniziale, non sono produttivi di interessi (o producono interessi secondo un tasso significativamente inferiore a quello di mercato)".

Per quanto concerne l'applicazione di un tale criterio nella valutazione dei titoli immobilizzati, le Commissioni parlamentari ne avevano sconsigliato l'adozione, "in quanto confliggerebbe con le finalità di semplificazione, risulterebbe di difficile applicazione per le società di piccole dimensioni e, infine, non sembrerebbe essere un criterio previsto dalla Direttiva 2013/34/UE".

Nella *Relazione illustrativa*, argomentando il mancato accoglimento della proposta, si è osservato che il criterio del costo ammortizzato è obbligatorio unicamente per le imprese che non integrano i requisiti per redigere il bilancio ai sensi degli artt. 2435 *bis* e 2435 *ter* c.c. Si aggiunge, poi, che esso "non risulta inoltre confliggere con le disposizioni della Direttiva 2013/34/UE che, all'articolo 8, consente agli Stati membri di autorizzare o prescrivere la rilevazione, valutazione e l'informativa degli strumenti finanziari secondo le metodologie previste dagli *LAS/IFRS*".

Il criterio del costo ammortizzato trova una propria definizione nello *LAS 39*⁹⁵: dal valore rilevato inizialmente per l'attività o la passività finanziaria, occorre sottrarre eventuali rimborsi di capitale e perdite di valore, nonché sommare algebricamente la ripartizione delle differenze (positive o negative) tra il valore iniziale e quello a scadenza determinate sulla base dell'interesse effettivo⁹⁶.

⁹⁴ Viceversa, prosegue la *Relazione*, "l'obbligo di tener conto del fattore temporale non è stato esteso alla valutazione dei titoli nel presupposto che, essendo rappresentati da obbligazioni emesse da società private o da titoli di debito pubblico, producono – di norma – interessi in linea con quelli di mercato".

⁹⁵ Precisamente, il par. 39 dello *LAS 39* stabilisce che "il costo ammortizzato di un'attività o passività finanziaria è il valore a cui è stata misurata al momento della rilevazione iniziale l'attività o la passività finanziaria al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento complessivo utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza, e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di irrecuperabilità". V., per ogni approfondimento sullo *LAS 39*, D. BUSSO, (nt. 63), 1531 ss. In argomento, inoltre, G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 469.

Nel nostro ordinamento contabile, un meccanismo affine è descritto al par. 32 del principio contabile OIC 20 (dedicato ai "*Titoli di debito*" ed aggiornato nel giugno 2014), laddove si dispone che, per i titoli immobilizzati, "il premio di sottoscrizione (negoiazione) partecipa alla formazione del risultato di esercizio secondo competenza economica per il periodo di durata di possesso del titolo, quale remunerazione integrativa a tasso costante del capitale investito rispetto a quello prodotto dagli interessi espliciti. Tuttavia, per motivi di praticità e a condizione che non si verifichino significativi effetti distorsivi è consentita la rilevazione del premio di negoziazione in rate costanti per la durata di possesso del titolo. L'importo del premio di sottoscrizione (negoiazione) di competenza dell'esercizio, determinato secondo la metodologia sopra indicata, è rilevato in diretta contropartita del valore di bilancio del titolo".

⁹⁶ Si è precisato che "il criterio dell'interesse effettivo è un metodo che permette di ripartire la differenza tra il valore iniziale ed il valore di rimborso di un'attività/passività finanziaria lungo il periodo che va dall'acquisizione/sostenimento iniziale fino alla scadenza dell'attività/passività finanziaria, rilevando sempre in conto economico i proventi/oneri finanziari effettivi"; laddove, per tasso di interesse effettivo, il principio contabile *LAS 39* intende quello che "attualizza esattamente i pagamenti o gli incassi futuri stimati lungo la vita attesa dello strumento finanziario (o, ove opportuno, lungo un periodo più breve) al valore contabile netto dell'attività o passività finanziaria". Cfr. D. BUSSO, (nt. 63), 1607.

In altri termini, come è stato osservato⁹⁷, “se inizialmente l’attività o la passività finanziaria sono stati acquisiti/sostenuti ad un valore diverso dal valore di rimborso, l’applicazione del tasso di interesse effettivo al valore contabile porta a determinare un ammontare di proventi/oneri finanziari effettivi diversi da quelli nominali rilevati all’atto dell’incasso/pagamento degli interessi periodici”. Conseguentemente, pertanto, si rende “necessario aggiungere/togliere proventi/oneri finanziari, in modo tale da iscrivere in conto economico gli interessi effettivi”: “l’aggiustamento in conto economico trova contropartita nell’adeguamento del valore dell’attività/passività finanziaria iscritto nello stato patrimoniale”.

Emerge, pertanto, un criterio valutativo connotato da un elevato coefficiente di tecnicismo, introdotto nel nostro ordinamento ancorché in assenza di un’esplicita indicazione in tal senso nella Direttiva 2013/34/UE⁹⁸.

Un’innovazione, questa, che parrebbe confliggere con l’intento di semplificazione proprio della novella Direttiva contabile, andando a sovraccaricare di complessi conteggi le imprese che redigono il bilancio in forma ordinaria. E sorge spontaneo chiedersi se la modifica apportata alla valutazione di poste patrimoniali generalmente significative – quali i crediti ed i debiti – sia, perlomeno, un passo avanti verso un’informativa più trasparente⁹⁹.

7. Osservazioni conclusive: verso quale bilancio?

Il recepimento, nel nostro ordinamento, della Direttiva 2013/34/UE ha accorciato sensibilmente le distanze tra la disciplina contabile codicistica ed i principi contabili *LAS/IFRS*, introducendo nozioni, principi, criteri di valutazione e prospettati propri degli *standards* internazionali¹⁰⁰. D’altronde, come da tempo si è rilevato¹⁰¹, “una situazione di

⁹⁷ Cfr. D. BUSO, (nt. 63),1608.

⁹⁸ L’Organismo Italiano di Contabilità, in data 7 marzo 2016, ha avviato la pubblica consultazione sui principi contabili nazionali in corso di aggiornamento – v. *infra* per maggiori dettagli – prendendo le mosse dalle bozze degli OIC 15 (“*Crediti*”) e OIC 19 (“*Debiti*”), nei quali sono presentate le definizioni fornite dai principi contabili internazionali *endorsed* ed illustrate le modalità di calcolo del costo ammortizzato, sia in fase di prima rilevazione sia nelle valutazioni successive (soffermandosi altresì, per i crediti, sulla stima delle svalutazioni e dei ripristini di valore), laddove, nelle correlate appendici, sono proposte alcune esemplificazioni numeriche.

⁹⁹ Sul punto, C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1065 e 1070, segnala che “l’introduzione del criterio del costo ammortizzato sarebbe tuttavia contraria al principio della semplificazione a cui si ispira la Direttiva e che, da un punto di vista normativo, tale criterio non risulterebbe compreso tra quelli previsti dalla Dir. 2013/34/UE”, aggiungendo che “dubbi inoltre si registrano in merito all’effettivo miglioramento della qualità delle informazioni fornite in conseguenza dell’applicazione di tale criterio”.

Perplessità erano state altresì sollevate nella fase consultiva di adozione del d.lgs. n. 139/2015, ed in particolare – nelle già ricordate *Osservazioni* del Cndcec del 24 aprile 2015 – si è posta la questione di quale “miglioramento informativo possa avere l’applicazione del costo ammortizzato alla realtà delle società non quotate, che hanno interesse a conoscere gli importi nominali dei titoli di credito (eventualmente rettificati a fronte di inesigibilità) e debito, soprattutto se si ragiona in termini di *trade-off* tra benefici informativi prodotti e oneri amministrativi necessari per la produzione delle informazioni”.

¹⁰⁰ In proposito, cfr. S. FORTUNATO, (nt. 82), 49, il quale – ricordando quanto osservato con riferimento al tentativo di avvicinare il mondo *non-LAS compliant* a quello *LAS compliant* prospettato dalla Direttiva 2003/51/CE – rileva che “(i) lo sforzo di avvicinamento appare sostanzialmente inutile sia perché il d.lgs. n. 38/2005, con cui si è provveduto a definire l’ambito soggettivo di applicazione diretta degli *LAS/IFRS*, prevede l’estensione dei principi contabili internazionali a quasi tutte le società, ad alcune in via obbligatoria e ad altre – molte delle quali riconducibili al cd. «mondo *non-LAS*» – in via facoltativa, restandone escluse solo le società che redigono il bilancio in forma abbreviata; sia perché lo stesso *LASB*, rendendosi conto della non integrale adeguatezza e spesso eccessiva dispendiosità per le piccole e medie imprese (PMI) della integrale

coesistenza, sullo stesso mercato, di società (tra loro concorrenti, magari) i cui risultati vengono quantificati in base a criteri diversi non può reggere a lungo”.

Le modifiche apportate alle disposizioni del Codice civile determinano, a ben vedere, un innalzamento del grado di tecnicismo che permea la materia contabile, riflesso non solo nei dati quantitativi esposti negli schemi, bensì anche nelle spiegazioni – perlomeno degli assunti fondamentali – fornite in nota integrativa (il riferimento è, ad esempio, agli strumenti finanziari derivati).

Parrebbe, questa, la traduzione a livello domestico di uno dei tratti distintivi della novella Direttiva contabile¹⁰²: raggiungere un adeguato grado di dettaglio nella presentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria, nell’interesse dei suoi fruitori.

Un intento da bilanciare, per quanto possibile, con l’inevitabile aggravio di oneri amministrativi che conseguono all’esposizione di un’informativa più approfondita e tecnicamente più complessa, frutto dell’avvicinamento ai principi contabili internazionali¹⁰³.

Nella ricerca di un traballante equilibrio tra istanze fortemente divergenti, sono stati adottati alcuni “contrappesi”, la cui efficacia stabilizzante potrà essere valutata solamente in sede di applicazione, in concreto, delle disposizioni codicistiche riformate dal d.lgs. n. 139/2015.

Trattasi, in primo luogo, dell’introduzione del principio di rilevanza all’art. 2423 c.c.: esso potrebbe – ed il condizionale è d’obbligo, mancandone, allo stato, una precisa nozione¹⁰⁴ – mitigare la portata applicativa di alcune prescrizioni, che, in determinate situazioni, potrebbero rivelarsi in manifesto contrasto con i propositi di semplificazione della Direttiva, generando unicamente complessi ed onerosi conteggi dalla minima valenza informativa¹⁰⁵.

In secondo luogo, l’incerto equilibrio sarebbe puntellato dai parametri dimensionali che consentono di individuare, da un lato, le imprese legittimate a redigere il bilancio in forma

applicazione degli *LAS-IFRS* a tale tipologia di imprese, ha adottato un *set* specifico di *standard* per le PMI, allo stato peraltro senza molto successo; (ii) ma soprattutto, oltre che inutile la cd. modernizzazione del diritto contabile locale appare anche *teoricamente inaccettabile*, poiché finisce per dar vita ad una sorta di «monstrum», che non risponde né alla logica tradizionale del costo storico, né alla logica innovativa del «*fair value*», traducendosi in una *soluzione ibrida* che non sa né di carne né di pesce”.

¹⁰¹ Cfr. G.E. COLOMBO, (nt. 3), 10.

¹⁰² Scolpito, come visto in apertura, al quarto considerando della Direttiva 2013/34/UE.

¹⁰³ D’altro canto, lo stesso *International Accounting Standards Board* ha predisposto il documento “*IFRS for SMEs*” dedicato all’applicazione dei principi contabili internazionali da parte delle piccole e medie imprese.

¹⁰⁴ E non è peregrino rammentare che l’aggettivo rilevante è comparso altresì nelle novelle disposizioni sulle false comunicazioni sociali di cui all’art. 2621 c.c., recentemente modificate dalla l. 27 maggio 2015, n. 69, che puniscono ora il mendacio costituito dall’esposizione di “fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero” o dall’omissione di “fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale la stessa appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore”.

¹⁰⁵ Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, all’introduzione del criterio del costo ammortizzato, obbligatorio per tutte le società che redigono il bilancio in forma ordinaria.

Per C. MEZZABOTTA, (nt. 23), 23 ss., è auspicabile un aggiornamento del principio OIC 11 che chiarisca “cosa s’intende per «effetti irrilevanti», in modo da evitare che la facoltà concessa dalla norma a fini meramente semplificatori non diventi una scusante per non applicare le nuove norme, specialmente se ritenute «troppo complicate» e non invece «irrilevanti»”.

abbreviata (art. 2435 *bis* c.c.¹⁰⁶), e, dall'altro, le micro-imprese¹⁰⁷, le cui informazioni contabili sono state condensate in appena due prospetti quantitativi, conformi agli schemi di stato patrimoniale e di conto economico delineati dall'art. 2435 *bis* c.c. (art. 2435 *ter* c.c.).

In questo modo, l'equivalenza per cui minori sono le dimensioni dell'impresa, minori debbono essere i suoi oneri informativi – che anima apertamente la Direttiva contabile del 2013 – troverebbe una pratica (ed agevole) attuazione.

Nondimeno, questa (teorica) corrispondenza biunivoca non è esente da profili di criticità, per un verso, determinati da contraddizioni latenti nella redazione dei bilanci in

¹⁰⁶ I parametri quantitativi che contraddistinguono le imprese che possono redigere il bilancio ai sensi dell'art. 2435 *bis* c.c. – in ultimo modificati ad opera del d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173, art. 1, quarto comma – consistono in *i*) attivo dello stato patrimoniale pari ad € 4.400.000; *ii*) ricavi delle vendite e delle prestazioni pari ad € 8.800.000; ed infine, *iii*) un numero di dipendenti occupati mediamente pari a 50 unità nel corso dell'esercizio.

Sulla redazione del bilancio in forma abbreviata v., *ex pluribus*, O. CAGNASSO, *Il bilancio abbreviato*, in *La riforma dei bilanci annuali e consolidati delle società*, Padova, Cedam, 1993, 79 ss.; G. TARDIO, *Il bilancio in forma abbreviata*, in *La disciplina giuridica del bilancio d'esercizio*, a cura di L.A. BIANCHI, (nt. 25), 483 ss.; M. CARATTOZZOLO, (nt. 14), 959 ss.; G. STRAMPELLI, *Bilancio in forma abbreviata*, in *Obbligazioni. Bilancio*, (nt. 14), 701 ss.; G. BIANCHI, (nt. 40), 275 ss.

I parametri dimensionali previsti dall'art. 2435 *bis* c.c. sono pressoché allineati a quelli individuati dalla Direttiva 2013/34/UE per la definizione di piccola impresa, e più precisamente (art. 3, secondo par.):

“sono piccole imprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti:

- a) totale dello stato patrimoniale: € 4.000.000;
- b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: € 8.000.000;
- c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 50.

Gli Stati membri possono stabilire soglie superiori rispetto alle soglie di cui al primo comma, lettere a) e b). Tuttavia le soglie non sono superiori a € 6.000.000 per il totale dello stato patrimoniale e a € 12.000.000 per i ricavi netti delle vendite e delle prestazioni”.

¹⁰⁷ Ai sensi del novello art. 2435 *ter*, primo comma, c.c. – aggiunto dall'art. 6, tredicesimo comma, d.lgs. n. 139/2015 – si considerano micro-imprese “le società di cui all'articolo 2435 *bis* che nel primo esercizio, o successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: € 175.000;
- 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: € 350.000;
- 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità”.

La nozione di micro-impresa fornita dal legislatore nazionale è più restrittiva di quella delineata dall'art. 3, par. 1, della Direttiva 2013/34/UE, laddove esse sono individuate nelle imprese che, “alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti:

- a) totale dello stato patrimoniale: € 350.000;
- b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: € 700.000;
- c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10”.

La scelta di dimezzare i requisiti dimensionali previsti dalla Direttiva è stata censurata dalle Commissioni parlamentari, come si apprende dalla *Relazione illustrativa* del Decreto, nella quale, al riguardo, si precisa che, “sulla base dei dati disponibili, le soglie dimensionali previste dallo schema di provvedimento consentirebbero a circa il sessanta per cento delle società di capitali italiane di redigere il bilancio secondo le semplificazioni previste, ottenendo un considerevole abbattimento dell'onere amministrativo a fronte del quale non si ritiene che possa prodursi una perdita di qualità dell'informazione finanziaria, trattandosi di soggetti economici per i quali, per quanto riguarda ad esempio l'accesso al credito bancario, rivestono un'importanza maggiore le garanzie reali prestate dai soci piuttosto che gli attivi esposti in bilancio. L'adozione delle soglie previste dalla Direttiva [...] avrebbe invece attratto nell'ambito di applicazione della disposizione circa il settantatré per cento delle società. In questo caso, trattandosi di soggetti che, per quanto seppure di ridotte dimensioni, presentano comunque dei valori di bilancio più considerevoli, si è ritenuto non appropriato un regime così semplificato come quello di cui all'articolo 2435 *ter* del Codice civile, mentre più idoneo appare quello di cui all'articolo 2435 *bis*”.

forma abbreviata, e, per altro verso, scaturenti dall'eccesso di semplificazioni che contraddistingue il bilancio delle micro-imprese.

Sul primo versante, pare emblematica l'applicazione della novella disciplina sugli strumenti finanziari derivati anche alle imprese che predispongono il bilancio ai sensi dell'art. 2435 *bis* c.c.¹⁰⁸.

Una situazione, questa, dai risvolti paradossali: le società alle quali è espressamente vietata la redazione di un bilancio adottando i principi *LAS/IFRS* [ai sensi del combinato disposto degli artt. 4, sesto comma, e 2, lett. g), d.lgs. n. 38/2005], saranno obbligate a elaborare, surrettiziamente, un bilancio – per alcuni versi – *LAS compliant*, proprio conformandosi alla disciplina codicistica.

Sul secondo versante, ad una prima lettura dell'art. 2435 *ter* c.c., si trae l'impressione che il legislatore abbia dato vita – per circa il 60% delle società di capitali, come precisato nella stessa *Relazione illustrativa* – ad un'informativa contabile eccessivamente striminzita, costituita esclusivamente da due, asettici, prospetti quantitativi redatti in forma sintetica¹⁰⁹.

Portata all'estremo, la semplificazione rischia di trasformarsi in una vera e propria assenza di informazione, che potrebbe, tuttavia, esser mitigata ricorrendo ai postulati della

¹⁰⁸ In relazione al bilancio in forma abbreviata, ci si limita a rilevare, in questa sede, che il novello quinto comma dell'art. 2435 *bis* c.c. – modificato dall'art. 6, dodicesimo comma, lett. d), d.lgs. n. 139/2015 – elenca le informazioni che devono figurare nella nota integrativa, a differenza della previgente disposizione che enunciava le indicazioni che potevano essere omesse. Una scelta, questa, che verosimilmente trae origine dalla Direttiva 2013/34/UE, ove, all'art. 16, è individuato il “*Contenuto della nota integrativa di tutte le imprese*”, ampliato, per le imprese medie, grandi e gli enti di interesse pubblico, dal successivo art. 17.

¹⁰⁹ E ciò ancorché una tale possibilità sia stata prevista – a livello meramente opzionale – dall'art. 36 della novella Direttiva contabile.

Sull'eccessiva sinteticità del bilancio previsto per le micro-imprese, cfr. G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 457, ove l'Autore rileva che, “in pratica, il bilancio delle società di modeste dimensioni può ridursi ai soli stato patrimoniale e conto economico redatti in forma sintetica, così da ridurre al minimo gli oneri contabili per le imprese (ma inevitabilmente anche la qualità delle informazioni fornite)”; G. LEONI, A. PICA, (nt. 70), 4545 s., per i quali “si potrebbe eccepire che un sistema rappresentativo estremamente semplificato, in un contesto come l'area economico-europea composta anche da imprese di minori dimensioni, potrebbe rischiare di non evidenziare criticità latenti, creando problemi per il tessuto economico in cui codeste realtà operano, venendosi, di fatto, a generare un sistema carente sotto la forma della rendicontazione e dei controlli”; C. SOTTORIVA, *Il D.Lgs. n. 139/2015*, (nt. 15), 1069, nt. 20, il quale sottolinea che “le disposizioni sul contenuto della Nota integrativa solo formalmente sarebbero in grado di produrre una riduzione di oneri amministrativi, poiché le informazioni che possono non essere richieste sono per lo più note a chi prepara il bilancio. Ulteriore aspetto riguarda la mancata indicazione di elementi fondamentali per la valutazione dell'azienda ai fini dell'accesso al credito e, in termini più generali, della trasparenza, presupposto necessario per una valutazione reale del profilo di rischio dell'attività produttiva”.

Analoghe perplessità sono state altresì evidenziate dalle Commissioni parlamentari, che, come si legge nella *Relazione illustrativa* del Decreto, hanno “sollevato dubbi circa l'effettiva utilità di talune semplificazioni che, a fronte di ridotti vantaggi dal punto di vista della riduzione dell'onere amministrativo, comporterebbero invece una rilevante perdita nella qualità dell'informativa finanziaria, da cui potrebbero derivare in particolare rischi per l'accesso al credito”. In risposta, è stato puntualizzato nella *Relazione*, che “il regime previsto, oltre che attuativo di quanto previsto dalla Direttiva 2013/34/UE, pone le società che ne beneficiano in una situazione di uguale assetto normativo con le imprese, di analoghe caratteristiche, localizzate in quegli Stati membri che possono essere ritenuti per dimensioni economiche comparabili all'Italia e nei quali le semplificazioni in oggetto previste dalla Direttiva sono state già recepite. Infine, per quanto concerne la possibile perdita di qualità dell'informazione finanziaria e le possibili difficoltà nell'accesso al credito, si ritiene che le semplificazioni previste non comporteranno tali problematiche, poiché le micro-imprese presentano dei valori in termini di ricavi e di attività patrimoniali particolarmente ridotti e tali, in molti casi, da rendere comunque necessario un intervento degli azionisti sotto forma di garanzie personali per consentire loro l'accesso al finanziamento bancario”.

chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta, declinati nella loro funzione integrativa¹¹⁰.

Considerando i parametri dimensionali che qualificano le micro-imprese, è ragionevole ritenere, poi, che il bilancio regolato dall'art. 2435 *ter* c.c. – ancorché collocato nell'ambito della disciplina della s.p.a. – possa essere redatto, prevalentemente, da s.r.l.¹¹¹.

A ciò si aggiungano, poi, le conseguenze di natura tributaria che la novella disciplina codicistica comporta¹¹², stante il principio di derivazione del reddito imponibile dal risultato d'esercizio (art. 83 del Testo Unico delle imposte sui redditi).

In uno scenario così in chiaroscuro, un ruolo centrale è assunto – inevitabilmente – dai principi contabili nazionali¹¹³, che, come ricordato, sono stati recentemente oggetto di ammodernamento¹¹⁴. Una centralità riconosciuta implicitamente nelle disposizioni finali e

¹¹⁰ Così O. CAGNASSO, nell'ambito del *Laboratorio di diritto commerciale* dedicato a *Il bilancio di esercizio: recenti novità e questioni aperte*, tenutosi in Torino, in data 20 aprile 2016.

In proposito, il novellato quinto comma dell'art. 2435 *bis* c.c. – come modificato dall'art. 6, dodicesimo comma, lett. d), del d.lgs. n. 139/2015 – fa espressamente salve, nella redazione del bilancio in forma abbreviata, “le indicazioni richieste” dal terzo, quarto e quinto comma dell'art. 2423 c.c.

Nella lettera dell'art. 2435 *ter* c.c., viceversa, non consta di analoga previsione: nondimeno, in forza, da un lato, del rinvio all'art. 2435 *bis* c.c. per gli schemi ed i criteri di valutazione, e, dall'altro, dell'espressa inapplicabilità del solo quinto comma dell'art. 2423 c.c. (sculpita al terzo comma dell'art. 2435 *ter* c.c.), il dettato del terzo e quarto comma dell'art. 2423 c.c. dovrebbe valere anche per il bilancio delle micro-imprese.

¹¹¹ Così O. CAGNASSO, nell'ambito del già menzionato *Laboratorio di diritto commerciale* dedicato a *Il bilancio di esercizio: recenti novità e questioni aperte* (nt. 110).

In relazione alle s.r.l., il primo comma dell'art. 2478 *bis* c.c. è stato modificato – dall'ult. comma dell'art. 6 del Decreto n. 139/2105 – sopprimendo l'elencazione analitica di rinvii ai singoli articoli ed inserendo un richiamo, più generale, alle “*disposizioni di cui alla Sezione IX, del Capo V del presente Libro*” quinto del Codice civile.

¹¹² Il primo comma dell'art. 83 dispone che “il reddito complessivo è determinato apportando all'utile o alla perdita risultante dal conto economico, relativo all'esercizio chiuso nel periodo d'imposta, le variazioni in aumento o in diminuzione conseguenti all'applicazione dei criteri stabiliti” dallo stesso Testo Unico. Ed anche in questo contesto, si innestano profili di contraddittorietà, dal momento che il primo comma prosegue stabilendo che, “per i soggetti che redigono il bilancio in base ai principi contabili internazionali di cui al Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, anche nella formulazione derivante dalla procedura prevista dall'articolo 4, comma 7 *ter*, del Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, valgono, anche in deroga alle disposizioni dei successivi articoli della presente sezione, i criteri di qualificazione, imputazione temporale e classificazione in bilancio previsti da detti principi contabili”.

¹¹³ I principi “sono regole tecniche ispirate alle migliori prassi operative. Non hanno valore regolamentare e non sono vincolanti, ma forniscono utili ed autorevoli indicazioni per la corretta applicazione delle norme legislative in tema di bilancio”. Cfr. G.F. CAMPOBASSO, (nt. 15), 451.

Il ruolo dell'Organismo Italiano di Contabilità ha trovato espresso inquadramento normativo con il secondo comma dell'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, che ha introdotto il novello art. 9 *bis* del d.lgs. n. 38/2005, laddove si prevede che esso, in qualità di “istituto nazionale per i principi contabili”, provvede alla loro emanazione, ispirandosi “alla migliore prassi operativa, per la redazione dei bilanci secondo le disposizioni del Codice civile”; fornisce supporto ed esprime pareri in materia di normativa contabile al Parlamento ed agli Organi governativi; partecipa “al processo di elaborazione dei principi contabili internazionali adottati in Europa, intrattenendo rapporti con l'*International Accounting Standards Board (IASB)*, con l'*European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)* e con gli organismi contabili di altri Paesi”.

¹¹⁴ Per un'efficace disamina dell'impatto del d.lgs. n. 139/2015 sui principi contabili nazionali, v. C. MEZZABOTTA, (nt. 23), 23 ss., la quale rammenta che l'OIC “ha recentemente ultimato un progetto di profonda revisione della struttura, della forma e dei contenuti dei principi contabili nazionali già esistenti, che risalivano alla serie pubblicata nel 2005. Il progetto, intrapreso nel maggio 2010 dall'OIC, dopo un procedimento che ha visto l'intervento consultivo di numerosi soggetti appartenenti alle categorie dei *preparers* (le società di capitali e i loro consulenti) e degli *users* (le banche e gli altri istituti di credito, *in primis*) del

transitorie dello stesso d.lgs. n. 139/2015¹¹⁵, nonché nella *Relazione illustrativa* del Decreto, ove è stata stilata una prima “selezione” dei temi che dovranno esser approfonditi dall’Organismo Italiano di Contabilità¹¹⁶.

Il fardello posto sulle spalle di quest’ultimo è appesantito dalla stringente tempistica che, di necessità, deve connotare l’intervento chiarificatore¹¹⁷, atteso che le novelle disposizioni codicistiche si applicheranno ai “bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire” dal 1° gennaio 2016 (ai sensi dell’art. 12, primo comma, del Decreto), dovendosi, inoltre, adattare, ai fini comparativi, le informazioni relative all’esercizio finanziario antecedente, ai sensi dell’immutato quinto comma dell’art. 2423 *ter c.c.*¹¹⁸.

Tra i profili da affrontare, in una prospettiva strettamente operativa, vi sarà proprio il regime transitorio, stanti, da un lato, le limitate precisazioni fornite sul punto dall’art. 12, secondo comma, d.lgs. n. 139/2015, e, dall’altro, gli ostacoli nell’applicare le attuali indicazioni del principio OIC 29¹¹⁹. Quest’ultimo, al par. 9, stabilisce che “gli effetti reddituali dell’adozione di nuovi e diversi criteri contabili sono rilevati a conto economico, tra i proventi e oneri straordinari”, oggi espunti dallo schema di cui all’art. 2425 c.c. [art. 6, sesto comma, lett. g), d.lgs. n. 139/2015].

L’intervento dell’Organismo Italiano di Contabilità – necessario in un’ottica più propriamente applicativa delle novelle disposizioni codicistiche – si rivela, per certi versi, quasi contraddittorio, se si considera che il legislatore ha, di fatto, assorbito direttamente

bilancio di esercizio e consolidato e la pubblicazione di bozze per la discussione, è culminato con la pubblicazione in via definitiva dei principi modificati e rivisti e di nuovi documenti che si sono aggiunti alla serie di quelli già esistenti”, principi che sono stati applicati ai bilanci chiusi a partire dal 31 dicembre 2014.

¹¹⁵ L’art. 12, terzo comma, d.lgs. n. 139/2015, stabilisce che “l’Organismo italiano di contabilità aggiorna i principi contabili nazionali di cui all’articolo 9 *bis*, comma 1, lettera a), del Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, sulla base delle disposizioni contenute nel presente Decreto”.

¹¹⁶ Nella *Relazione illustrativa* si legge che “ai principi contabili nazionali occorrerà fare riferimento per quanto riguarda la necessaria declinazione pratica, *in* compresa la descrizione delle possibili casistiche, di norme di carattere generale che, per loro intrinseca natura e finalità (quali ad esempio quelle relative ai principi della rilevanza e della sostanza economica), recano criteri generali e non una descrizione di dettaglio che, inevitabilmente, non potrebbe essere esaustiva delle diverse fattispecie e dei fatti gestionali a cui sono rivolte. Analogamente, i principi contabili nazionali potranno fornire elementi applicativi ed indicazioni per aspetti specifici di carattere tecnico riguardanti, ad esempio, le operazioni di copertura, il costo ammortizzato e l’attualizzazione”.

¹¹⁷ Nel mese di marzo, l’Organismo Italiano di Contabilità ha avviato il processo di aggiornamento dei principi contabili nazionali, la cui ultimazione è prevista per il mese di luglio 2016. I primi principi posti in pubblica consultazione sono stati l’OIC 15 (“*Crediti*”) e l’OIC 19 (“*Debiti*”), tra quelli “maggiormente impattati dalle novità introdotte dal d.lgs. n. 139/2015”, tra cui figurano “costo ammortizzato ed attualizzazione per l’iscrizione dei crediti e dei debiti; iscrizione e valutazione in bilancio degli strumenti finanziari derivati; eliminazione dallo stato patrimoniale delle voci «costi di ricerca» e «costi di pubblicità»”.

Successivamente, sono state pubblicate, nell’ordine, le bozze di un nuovo *standard* – ancora privo di numerazione – dedicato agli “*Strumenti finanziari derivati*”, dell’OIC 29 (“*Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell’esercizio*”), dell’OIC 24 (“*Immobilizzazioni immateriali*”), dell’OIC 16 (“*Immobilizzazioni materiali*”) e dell’OIC 31 (“*Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto*”), dell’OIC 14 (“*Disponibilità liquide*”), dell’OIC 20 (“*Titoli di debito*”) e dell’OIC 21 (“*Partecipazioni*”).

¹¹⁸ Ove si dispone che “per ogni voce dello stato patrimoniale e del conto economico deve essere indicato l’importo della voce corrispondente dell’esercizio precedente. Se le voci non sono comparabili, quelle relative all’esercizio precedente devono essere adattate; la non comparabilità e l’adattamento o l’impossibilità di questo devono essere segnalati e commentati nella nota integrativa”.

¹¹⁹ Dedicato, come visto, ai “*Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, eventi e operazioni straordinarie, fatti intervenuti dopo la chiusura dell’esercizio*”, aggiornato ad agosto 2014.

nel dettato normativo (o indirettamente, mediante il rinvio di cui al novello secondo comma dell'art. 2426, c.c.) alcuni elementi caratteristici dei principi *LAS/IFRS* adottati dall'Unione europea¹²⁰.

Le risposte che esso fornirà alle numerose questioni operative sollevate dal d.lgs. n. 139/2015 potranno oscillare dalla mera “traduzione” degli *standards* internazionali ad un loro più profondo adattamento all'impostazione contabile che sinora ha permeato la disciplina nazionale, con diverse gradazioni di affrancamento dalle regole *LAS/IFRS*, in funzione dei margini, più o meno stringenti, di autonoma definizione delle singole disposizioni contabili del Codice civile¹²¹.

Sicché, si profila all'orizzonte la coesistenza di una pluralità di tipologie di bilanci, che si assomma alla primigenia distinzione tra imprese che predispongono il bilancio uniformandosi ai principi contabili internazionali e quelle che lo redigono nel rispetto delle disposizioni codicistiche.

L'informativa contabile, per queste, sarà diversamente graduabile in ragione di parametri esclusivamente dimensionali: un *discrimen*, questo, che nel nostro contesto societario potrebbe finire col tradursi in una diversificazione per tipo sociale (*s.p.a. versus s.r.l.*).

Solo la concreta applicazione delle novelle norme codicistiche e dei principi contabili aggiornati consentirà di definire più compiutamente il nuovo, *rectius*, i nuovi bilanci risultanti dal recepimento della Direttiva 2013/34/UE, che oscillano dall'estremo del bilancio ridotto ai minimi termini delle micro-imprese a quello del bilancio ordinario delle imprese di maggiori dimensioni¹²², liberamente (ma non troppo) ispirato ai principi *LAS/IFRS*, passando, in una posizione intermedia, per il bilancio in forma abbreviata.

¹²⁰ Sull'avvicinamento – parziale – ai principi contabili internazionali, v. L. DE ANGELIS, (nt. 15), 161; G. STRAMPELLI, (nt. 15), 2169.

¹²¹ Per E. BOCCHINI, (nt. 14), 41, tra “i problemi sistematici ancora aperti”, figurano, tra gli altri, la “stratificazione delle leggi in materia contabile, perché manca, nel nostro Paese, un vero e proprio «diritto contabile», degno di questo nome e, cioè, organico e coerente” e “l'impatto che avranno nel nostro ordinamento i principi contabili internazionali”. L'Autore ha evidenziato la “liquidità” che connota i principi contabili “modificati troppo spesso”, osservando, opportunamente, che “ogni modifica della normativa in tema di bilanci [...] impone costi amministrativi notevoli e, in ogni caso, il costo più elevato dato dalla incertezza del diritto”.

¹²² In questo contesto, si rammenta che, all'esito delle modifiche apportate dal d.l. n. 91/2014 al d.lgs. n. 38/2005, le imprese che superano i parametri dimensionali di cui all'art. 2435 *bis* c.c. possono redigere un bilancio d'esercizio integralmente *LAS compliant*.