

Indice

INTRODUZIONE	1
1. Il “controllo” assembleare sull’ufficio gestorio	1
2. Sulla figura e sul ruolo dell’azionista di minoranza nell’assemblea di società quotate in un sistema di «capitalismo di agenzia»	9
3. Oggetto della trattazione. Definizione di <i>proxy advisor</i> e relativo ruolo	18
4. Ragioni dell’indagine, metodo e ripartizione della trattazione	23

CAPITOLO PRIMO

L’affermazione dei consulenti di voto e il loro controverso ruolo nel sistema del governo societario e della gestione dell’investimento

Sezione I

Le ragioni economiche e normative alla base della diffusione dei servizi di consulenza di voto

1. Il mercato della consulenza di voto	32
2. La crescente rilevanza dei consulenti di voto tra “professionalizzazione” dell’azionariato di società quotate	36
3. ... e l’incrementata propensione degli azionisti di minoranza a partecipare alla vita sociale	39
4. La progressiva definizione di un contesto normativo favorevole al c.d. <i>engagement</i> degli investitori istituzionali: i <i>proxy advisor</i> come collettori, selettori e analisti dell’informazione rilevante per l’esercizio del diritto di voto	41
5. L’affermazione dei <i>proxy advisor</i> negli Stati Uniti, tra regole di diritto societario e regole di diritto dei mercati e degli intermediari finanziari. 5.1 Gli sviluppi rilevanti sul piano del rapporto tra azionisti e gestori.	44

L'«accesso» alla sollecitazione di deleghe promossa dall'emittente di proposte di voto degli azionisti concernenti il governo societario .	46
5.2 (<i>Segue</i>): l'avvento di un differente sistema di votazione e di rinnovo delle cariche nel consiglio di amministrazione	50
5.3 (<i>Segue</i>): <i>proxy access</i> e proposte degli azionisti relative a candidature alle cariche amministrative	52
5.4 La sollecitazione concorrente di deleghe di voto in forma elettronica	56
5.5 Le disposizioni federali sul voto consultivo degli azionisti su alcune materie concernenti il governo societario	57
5.6 Gli sviluppi nella disciplina degli intermediari dell'investimento. Il (quasi-) dovere fiduciario di esercitare il diritto di voto posto in capo a talune categorie di investitori istituzionali secondo la normativa federale di settore. I fondi pensionistici e assicurativi privati .	58
5.7 (<i>Segue</i>): gli obblighi di trasparenza di fondi comuni di investimento e <i>investment adviser</i> riguardo alle <i>policy</i> e procedure di esercizio dei diritti di voto e ai voti esercitati	61
5.8 La soppressione della facoltà dei <i>broker</i> di esercitare discrezionalmente il diritto di voto sugli strumenti finanziari detenuti per conto della clientela	65
6. L'emersione di una tendenza al (parziale) allineamento dei sistemi europei di regolamentazione dell'assemblea e dell'azionista di minoranza con il sistema statunitense di <i>proxy</i>	68
7. Le precondizioni normative per la formazione delle decisioni di voto nella fase pre-assembleare nel nostro ordinamento	71
7.1 I diritti di informazione e di orientamento dell'attività assembleare	72
7.2 La partecipazione all'assemblea indiretta e a distanza	75
7.3 La legittimazione all'intervento e al voto in base alla c.d. data di registrazione	77
8. Il concorso dell'assemblea nella definizione degli assetti di <i>governance</i> della società: la nomina di amministratori e sindaci di minoranza; il voto consultivo sui compensi degli amministratori	78
9. (<i>Segue</i>): operazioni con parti correlate e controllo degli azionisti . .	81
10. La più attiva partecipazione degli investitori istituzionali alla vita sociale (con particolare riferimento alla situazione italiana)	83
10.1 Il voto sulle politiche di remunerazione	87
10.2 La nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo	90

Sezione II**Le problematiche associate alle prestazioni di consulenza di voto e il loro impatto potenzialmente negativo sul c.d. *engagement* in assenza di un (adeguato) controllo degli investitori professionali**

1. L'insufficienza dello strumento normativo a determinare una più attiva partecipazione dell'azionista, il ruolo di incentivo dei consulenti di voto e la rilevanza giuridica dei rischi connessi 92
2. L'incidenza dei servizi di consulenza di voto sul ridimensionamento della c.d. apatia razionale degli investitori professionali e sulla promozione dell'*engagement* 95
3. (*Segue*): l'incentivo alla c.d. azione collettiva degli investitori istituzionali 98
4. (*Segue*): il possibile contributo dei *proxy advisor* al rafforzamento di prassi di "buon governo" societario 101
5. I profili problematici dell'attività di *proxy advisory*. L'insufficiente propensione degli investitori clienti al controllo del consulente di voto e il rischio di "esternalizzazione" della decisione di voto 108
6. I conflitti di interesse e la possibile divergenza delle raccomandazioni di voto dagli interessi degli investitori clienti 111
7. La (talora dubbia) qualità delle raccomandazioni di voto 118
8. Caratteristiche e rilevanza dei consulenti di voto nel "mercato" della *corporate governance* 123
 - 8.1 L'influenza dei consulenti di voto nella prassi assembleare statunitense 123
 - 8.2 Caratteristiche e rilevanza dell'attività dei consulenti di voto nell'ambito europeo 127
9. (*Segue*): l'incerta portata dell'influenza esercitata dai consulenti di voto sugli investitori (e sugli emittenti) 134

CAPITOLO SECONDO

I modelli legali di controllo dei rischi connessi all'attività di consulenza di voto tra approccio "privatistico" e "pubblicistico": i limiti dell'ordinamento vigente e la necessità di attribuire all'investitore cliente un (più attivo) ruolo di monitoraggio

1. I modelli di regolazione dell'attività di *proxy advisory*: approccio al problema e piano dell'indagine 142

2. I limiti del modello “privatistico” di controllo fondato sul contratto e sulla responsabilità civile del prestatore del servizio. Rilievi generali e osservazioni preliminari	145
3. La responsabilità dei consulenti di voto verso gli investitori clienti. La limitata rilevanza, in fatto, dell’ordinamento italiano ai fini della regolazione del rapporto	148
4. Qualificazione del contratto di consulenza di voto. Il rilievo non dirimente, ai fini del regime di responsabilità da inadempimento, della sua riconduzione allo schema dell’appalto di servizi o dell’opera professionale	152
5. L’inadempimento e la responsabilità dell’impresa di <i>proxy advisory</i> nei confronti dell’investitore contraente. La diligenza professionale e il rilievo dei principi contrattuali di buona fede e correttezza	162
6. I limiti fattuali dell’azione risarcitoria. L’allegazione dell’inadempimento	164
7. (<i>Segue</i>): l’imputabilità del pregiudizio al <i>proxy advisor</i> e la posizione dell’investitore creditore della prestazione	165
8. (<i>Segue</i>): la quantificazione del danno	168
9. La responsabilità esterna del consulente di voto. Posizione del problema	171
10. Responsabilità da fatto illecito	174
11. Sui limiti entro i quali il contratto di <i>proxy advisory</i> può configurare un rapporto con obblighi di protezione a favore di terzi. Osservazioni preliminari	177
12. Non riconducibilità del contratto di <i>proxy advisory</i> alla figura dell’art. 1411 c.c.	179
13. Non configurabilità di un’ipotesi speciale di danno da informazione al mercato del consulente di voto	181
14. Non configurabilità di un rapporto obbligatorio di protezione tra il consulente di voto e terzi diversi dai titolari sostanziali delle partecipazioni gestite o amministrate dal creditore della prestazione	185
15. (<i>Segue</i>): i limiti fattuali di un’azione dei beneficiari economici delle risorse gestite dall’intermediario nei confronti del consulente di voto. Rilievi conclusivi	194
16. Il modello “pubblicistico” di controllo dei rischi associati alla consulenza di voto fondato su norme tendenti a realizzare condizioni di trasparenza (sulle posizioni di potere e sui conflitti di interesse): l’inidoneità dell’attuale assetto normativo	196
17. Gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti <i>ex art.</i>	

120, comma 4, lett. b), Tuf in relazione ai voti spettanti «discrezionalmente» in caso di delega di voto al <i>proxy advisor</i> . Residualità dell'ipotesi	198
18. Il contratto di <i>proxy advisory</i> non configura un sindacato di voto o di consultazione <i>ex art. 122 Tuf</i>	204
19. (<i>Segue</i>): ... né dà luogo a un patto tra azionisti stipulato mediante interposizione del comune consulente di voto	207
20. (<i>Segue</i>): il ricorso allo stesso consulente di voto e altre ipotesi di cooperazione tra azionisti “mediata” dal <i>proxy advisor</i> non integrano (in quanto tali) fattispecie di azione di concerto	208
21. Gli obblighi di informazione sui conflitti di interesse del consulente di voto rappresentante ai sensi dell'art. 135- <i>decies</i> Tuf	213
22. La (mera) comunicazione di raccomandazioni di voto non implica una sollecitazione ai sensi dell'art. 136 Tuf	217
23. La consulenza di voto non costituisce un servizio di investimento soggetto a riserva di legge né un servizio accessorio	219
24. Il dialogo dei <i>proxy advisor</i> con gli emittenti oggetto di consulenza di voto e il coordinamento con la disciplina dell'informazione continua	221
25. La possibile rilevanza della disciplina della c.d. <i>selective disclosure</i> di informazioni privilegiate	226
26. I tentativi di regolazione dei consulenti di voto anteriori alla SRD II nell'ambito europeo, tra autodisciplina e regole (non vincolanti) di carattere amministrativo	231
27. I <i>proxy advisor</i> nel quadro della <i>securities regulation</i> federale statunitense secondo l'approccio della SEC (e in una possibile prospettiva legislativa)	235
28. Prime conclusioni	239

CAPITOLO TERZO

La disciplina dei consulenti di voto nella direttiva 2017/828/UE: la necessità di rafforzare il dovere organizzativo dell'investitore professionale di controllo sui servizi di *proxy advisory*

1. La regolazione dei consulenti di voto: rilievi generali sulla direttiva 2017/828	242
2. Le ragioni a favore di una regolamentazione di fonte legale dei <i>proxy advisor</i> : la limitata efficacia di meccanismi esclusivamente “di mercato” (reputazionali e di <i>private ordering</i>)	248

3.	(<i>Segue</i>): il carattere transnazionale dei servizi di <i>proxy advisory</i>	252
4.	L'opportunità di un approccio di regolazione "non invasivo" in ambito europeo	254
5.	Gli obblighi di informazione dei <i>proxy advisor</i> e il "doppio binario" di <i>disclosure</i> previsto nella SRD II	258
6.	Tra <i>comply or explain</i> e informazione minima (comunque) obbligatoria: le possibili criticità del doppio binario di disciplina dell'art. 3j della direttiva 2017/828	262
7.	(<i>Segue</i>): sull'opportunità di uniformi doveri di trasparenza in capo a tutti i consulenti di voto (indipendentemente dall'adesione a codici di condotta?) e sul necessario rafforzamento del contenuto legale di tali doveri	269
8.	(<i>Segue</i>): i limiti dell'approccio misto della SRD II. Per un rafforzamento della disciplina indiretta dei consulenti di voto	271
9.	I possibili approcci regolatori per il superamento dei limiti della disciplina contenuta nell'art. 3j tra disciplina diretta e indiretta dei <i>proxy advisor</i>	273
	9.1 La disciplina diretta: i conflitti di interesse	274
	9.2 (<i>Segue</i>): la qualità delle raccomandazioni di voto	278
	9.3 La necessaria terzietà dell'emittente rispetto alle raccomandazioni di voto	279
10.	Gli investitori professionali e il diritto di voto: tra rafforzamento delle regole di condotta (e organizzative) e disciplina indiretta dei <i>proxy advisor</i>	282
11.	Sul "dovere" di voto dei gestori di Oicr	283
12.	Il rapporto tra <i>policy</i> di engagement, strategia di voto e informazione sui voti esercitati nelle disposizioni della SRD II concernenti gli investitori professionali: il rilievo per una regolamentazione dei <i>proxy advisor</i> e le possibili conseguenze sul mercato della consulenza di voto	289
13.	Le ragioni della dubbia effettività dell'incentivo al controllo dei consulenti di voto da parte degli investitori clienti previsto dall'art. 3g della direttiva 2017/828	299
14.	Il rafforzamento della disciplina indiretta dei consulenti di voto: la "supervisione" da parte degli investitori professionali e l'effettività del suo <i>enforcement</i>	304
15.	Le indicazioni desumibili dalla disciplina dell'esternalizzazione di funzioni. Rilievi generali	310
16.	La tendenziale estraneità del contratto di <i>proxy advisory</i> alla (attuale) disciplina dell' <i>outsourcing</i>	312

17. Le possibili forme di intervento, tra esternalizzazione e <i>advisory</i> “pu- ra”	316
18. Conclusioni	322
BIBLIOGRAFIA	327
DOCUMENTI	357