

XII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"LA LIBERTÀ D'IMPRESA"

Roma, 17-18 settembre 2021

RAFFAELE FELICETTI*

Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in materia ambientale e sociale: un cortocircuito logico?

Institutional Investors' Non-Financial Reporting: Why the EU Regulatory Framework Should Be Updated

SOMMARIO: Introduzione. - 1. I grandi *asset managers*: posizionamento sul mercato e modello di *business*. - 1.a. La gestione essenzialmente "passiva" dei Tre Giganti. - 1.b. Tre Giganti e concorrenza. - 2. Attività di *stewardship* e *corporate governance* delle società in portafoglio. - 2.a. Il voto in assemblea. - 2.b. Il dialogo diretto con gli amministratori. - 3. Il dibattito sulla *stewardship* e l'impegno E & S dei "Tre Giganti". - 4. Obiettivi dell'indagine e metodologia. - 5. Campione. - 6. La rilevanza dei Tre Giganti nelle società del campione. - 6.a. Le posizioni aggregate. - 6.b. I *top holders*. - 7. Gli *engagements* ambientali e sociali di BlackRock. - 8. Una verifica della solidità dei dati: il voto in assemblea. - 9. *Segue*. Conferme da Oltreoceano? Le evidenze dagli Stati Uniti. - 10. Il *framework* europeo in materia di *disclosure* E & S. - 11. L'inadeguatezza dell'impianto normativo: un "cortocircuito logico"? - 11.a. Il mercato attivista europeo. - 12. L'assenza di obblighi di *disclosure* degli *engagements*. - 13. *Segue*. Conseguenze e possibili soluzioni. - 14. Un modello di obbligo di *disclosure*. - Conclusioni.

* Teaching Fellow in Corporate Governance & S.J.D. Candidate, Harvard Law School; Ph.D. Candidate, LUISS Guido Carli University. Email: Rfelicetti@sjd.law.harvard.edu

Introduzione.

Gli investitori istituzionali che gestiscono fondi passivi (e, in particolare, indicizzati) hanno riscosso particolare successo negli ultimi anni.¹ Il successo di questa tipologia di fondi ha contribuito a consolidare il ruolo di *asset managers* come BlackRock, Vanguard e StateStreet Global Advisors (congiuntamente, i “Tre Giganti” o “Tre Gestori”), ormai tra gli investitori istituzionali più grandi in termini di partecipazioni al capitale di società e con posizioni sul mercato in ascesa.²

Nel dibattito accademico europeo il tema dei grandi *asset managers* di fondi indicizzati ha sinora ricevuto relativamente poca attenzione. Il presente lavoro cerca di trattarne da una prospettiva particolare: il loro ruolo alla luce degli obiettivi di sostenibilità che, ormai, sembrano essere in cima all’agenda di molti *policy-makers* e, in particolare, di quelli europei.³ Muovendo dalla considerazione che, negli ultimi anni, i Tre Giganti abbiano con sempre maggiore intensità posto l’accento sull’integrazione dei criteri di sostenibilità nelle loro attività di *stewardship*,⁴ sembra interessante chiedersi quali siano le tendenze in Europa per quanto riguarda l’esercizio dei diritti di *voice* in materia ambientale e sociale. In particolare, focalizzandosi sull’impegno dei Tre Giganti ci si propone di indagare se e come questo impegno si stia effettivamente traducendo nelle interazioni con le società parte dei loro portafogli di investimento, per poi chiedersi se il quadro normativo europeo garantisca sufficiente trasparenza in materia.

Il lavoro muove dalla considerazione che i Tre Giganti, come ogni grande investitore istituzionale, abbiano sostanzialmente tre modi per promuovere la loro agenda, sia per quel che attiene alla *governance* tradizionale, sia per quel che riguarda i temi ambientali e sociali: la presentazione di proposte all’assemblea dei soci, il voto in assemblea e il

¹ Cfr. J. E. FISCH, A. HAMDANI, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Passive Investors*, ECGI Working Paper n. 414/2018.

² *Infra*, par. 1.

³ *Infra*, par. 10.

⁴ Su cui cfr. *infra*, par. 3.

dialogo diretto.⁵ Facendo uso di una metodologia quantitativa, si costituisce quindi un campione di 83 società europee per capire con quali modalità BlackRock (che è l'*asset manager* maggiormente esposto sulle questioni ambientali e sociali, almeno a livello di intenti) abbia promosso il suo impegno sociale e ambientale nelle interazioni con queste società. Più specificamente, si verifica anzitutto il numero di *private engagements* su tematiche ambientali e/o sociali condotti nel 2020 dall'*asset manager*. L'analisi consente di verificare l'effettivo ricorso allo strumento del dialogo diretto per discutere queste tematiche. Si procede poi ad analizzare gli ordini del giorno delle assemblee, sia ordinarie, sia straordinarie, delle società parte del campione, al fine di individuare in quanti casi si sia fatto uso dello strumento del voto in assemblea per le stesse tematiche.

I risultati mostrano una netta prevalenza del ricorso al dialogo diretto rispetto alla presentazione di proposte all'assemblea dei soci o al voto in assemblea su proposte di altri soci. Dopo aver cercato di individuare le ragioni di questi *trends* si analizza, alla luce di questi risultati, l'idoneità del quadro normativo europeo a garantire sufficiente *disclosure* in materia ambientale e sociale. Si dimostra come il quadro normativo in materia si focalizzi sulla *disclosure* pre-contrattuale e, seppur in misura ridotta, sulla *disclosure* del comportamento di voto, ignorando tuttavia ciò che accade "a porte chiuse" nel corso del dialogo diretto. Si conclude evidenziando come l'introduzione di un regime di *disclosure* del contenuto dei *private engagements* su questioni ambientali e sociali possa rappresentare una possibile soluzione.

1. I grandi asset managers: posizionamento sul mercato e modello di business.

I Tre Giganti sono tra gli investitori istituzionali più grandi in termini di partecipazioni al capitale di società e la loro posizione sui vari mercati continua a crescere a tassi significativi. Operano in molti mercati, inclusi quello nord-americano e quello europeo. Con riferimento al primo, in particolare, sono già titolari di partecipazioni significative in moltissime società quotate e detengono, individualmente, posizioni pari al 5% o più in molte società appartenenti a due tra i più importanti indici: l'S&P 500 e il

⁵ *Infra*, par. 2.

Russell 3000.⁶ Alcuni studi stimano che nell'arco dei prossimi vent'anni i Tre Gestori potrebbero possedere pacchetti azionari che garantirebbero loro, congiuntamente, il 40% dei voti in molte società appartenenti all'S&P 500 e circa il 36% in molte appartenenti all'indice Russell 3000.⁷ Il *trend* di crescita sembra non arrestarsi neanche dinanzi a scenari macro-economici di recessione come, ad esempio, quello recentemente causato dall'emergenza Covid-19.⁸

Il motivo per cui i Tre Giganti sono titolari di partecipazioni, anche rilevanti, in così tante società è da rinvenirsi nel *business model* di una particolare tipologia di fondo da essi gestito: i fondi indicizzati.⁹ Si tratta di fondi che cercano un ritorno economico per i loro investitori "tracciando" un indice (e.g., l'indice S&P 500 o Russell 3000 in America, o lo Stoxx 600 in Europa).¹⁰ Per ottenere tale risultato, si investe in tutte (o quasi tutte) le società parte dell'indice. Insomma, si tratta di fondi che, a differenza di quelli attivi, non cercano di "battere il mercato", ma soltanto di replicarne l'andamento. Il modello di *business* sinora illustrato ha due conseguenze fondamentali: una gestione essenzialmente passiva e la sostanziale impossibilità (o, meglio, l'assenza di incentivi) per gli *asset managers* di differenziarsi tra di loro.

⁶ L. BEBCHUK, S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *B. U. L. Rev.*, 2019, 99, 721 ss., 735.

⁷ *Ibidem*, pp. 739-40.

⁸ Basti in effetti considerare come uno dei Tre Gestori (Vanguard) sia addirittura riuscito ad aumentare la propria fetta di mercato: mentre molti investitori in fondi comuni hanno infatti deciso di disinvestire ai primi segnali di caduta dei mercati, la quasi totalità degli investitori in Vanguard ha deciso di mantenere le proprie posizioni di investimento. VANGUARD, U.S. household trading: Coronavirus market volatility, <https://personal.vanguard.com/pdf/coronavirus-market-volatility.pdf> («[. . .] despite the sharp jump in trading, over 90% of Vanguard U.S. individual investors have "stayed the course" and not traded in response to the market decline.»).

⁹ L'espressione "fondi indicizzati" include sia i fondi comuni di investimento, sia gli ETFs. Sulle due tipologie di fondi cfr. W. A. BIRDTISTLE, *The Fortunes and Foibles of Exchange-Traded Funds: A Positive Market Response to the Problems of Mutual Funds*, in *Del. J. Corp. L.*, 2008, 33, 69 e ss., 76-86.

¹⁰ Cfr. M. J. MALLOW, *Asset Management, Index Funds, and Theories of Corporate Control* (2019), reperibile in internet al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3483573, («*Index funds seek to provide investors with returns that track the return of securities contained in a specific index, such as the S&P 500 or the Dow Jones Industrial Index.*»).

a. *La gestione essenzialmente "passiva" dei Tre Giganti.*

La gestione dei fondi indicizzati è essenzialmente passiva: il compito del gestore è quello di allocare gli *assets* presso gli stessi titoli che compongono l'indice (o *benchmark*) di riferimento e, se del caso, variare la composizione del portafoglio al variare di quella dell'indice. Ciò segna una differenza notevole rispetto al modello di *business* dei fondi speculativi. I profitti di questi ultimi dipendono in larga misura dalla loro capacità d'individuare e acquistare titoli azionari di società che ritengono sottovalutate dal mercato, e di farlo prima che quest'ultimo se ne accorga. Una volta acquistata una partecipazione in una di queste società, il fondo generalmente cerca d'implementare strategie che mirano ad incrementare la produzione di valore per la società.¹¹ A tal fine, i fondi speculativi adottano strategie di *engagement* con il *management* della società: da qui la necessità per i fondi speculativi di raccogliere molte informazioni sulle società-bersaglio e i conseguenti costi, più elevati di quelli che i fondi a gestione passiva devono sopportare. Quest'attività di ricerca *firm-specific* ha una conseguenza significativa: i fondi speculativi investono in un numero relativamente limitato di società¹² e ciò segna una differenza fondamentale tra gestori di fondi attivi e passivi.

Da qui, un'ulteriore conseguenza, almeno in linea teorica: i fondi speculativi sono fondi attivisti, nel senso che partecipano alla vita delle società in cui investono proprio perché la differenza positiva di valore tra il costo a cui hanno acquistato la partecipazione e quello a cui poi la rivenderanno rappresenta il profitto del fondo. I profitti dei gestori di fondi indicizzati, invece, non sono legati, come visto, all'andamento del titolo di una singola società, ma piuttosto a quello, complessivo, dell'indice il cui andamento questi fondi cercano di tracciare. C'è quindi un disincentivo per questi gestori, rispetto a quelli di fondi speculativi, ad investire risorse eccessive nelle iniziative di *corporate governance*. In particolare, a differenza di

¹¹ *Ibidem*, p. 112.

¹² *Ibidem*, p. 113.

questi ultimi, i primi tendono a non presentare proposte in assemblea.¹³ Come si vedrà,¹⁴ tutto ciò, però, non significa che questi fondi siano completamente passivi: significa, invece, che le modalità del loro impegno sono diverse rispetto a quelle dei fondi speculativi e, più in generale, a quelle dei fondi a gestione attiva. Lo strumento del voto sembra essere, infatti, sostituito da un altro, informale, ma non per questo meno efficace: il dialogo diretto.¹⁵

b. Tre Giganti e concorrenza.

Il modello di *business* dei Tre Giganti sopra descritto ha un'ulteriore conseguenza: crea un disincentivo all'assunzione di iniziative volte a differenziarsi tra loro. I Tre Giganti sono in concorrenza reciproca. Ognuno cerca di attrarre il più elevato numero di investitori possibile e tutti e tre i gestori si rivolgono allo stesso mercato: quello degli investitori intenzionati a investire in fondi passivi. Muovendo da queste considerazioni, si è evidenziato come la competizione tra fondi indicizzati non fornisca ai loro gestori alcun incentivo ad assumere iniziative, in quanto il promotore ne sopporterà tutti i costi, ma sarà costretto a dividerne i benefici con i diretti concorrenti.¹⁶ Si immagini che un fondo intenda promuovere un'iniziativa che migliori la *governance* di una delle società portafoglio: l'iniziativa ha un costo che, tuttavia, il gestore prevede verrà più che compensato dai benefici per la società destinataria dell'iniziativa. Questi benefici dovrebbero, in teoria, tradursi in un vantaggio competitivo per il fondo che ha promosso

¹³ Un'importante ricerca empirica condotta negli Stati Uniti ha mostrato come, in cinque anni, i tre *asset managers* non abbiano presentato neanche una delle 1,500 proposte provenienti dagli azionisti. L. A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Colum. L. Rev.*, 2019, 119, 2104 ss. D'altronde, uno dei tre *asset managers* stessi ha confermato di non aver mai presentato una proposta all'assemblea degli azionisti, né tantomeno iniziato una *proxy fight* o cercato di far eleggere un amministratore gradito. Cfr. BLACKROCK, *The Investment Stewardship Ecosystem* (2018), reperibile in internet al seguente indirizzo:

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-investmentstewardship-ecosystem-july-2018.pdf> («While BlackRock votes on shareholder proposals that are on company ballots, we have never filed a shareholder proposal on any company's proxy statement or initiated a proxy fight. In addition, BlackRock has never sought a seat on a public company board as part of its stewardship activities.»).

¹⁴ *Infra*, par. 2.

¹⁵ *Infra*, par. 2.b.

¹⁶ V. L. BEBCHUK, S. HIRST (nt. 13), 2056 ss.

l'iniziativa.¹⁷ Come efficacemente rilevato dalla dottrina sopra citata, tuttavia, nel caso dei gestori di fondi passivi – e, più specificamente, di fondi indicizzati – del beneficio di cui gode il fondo promotore in seguito al miglioramento della *governance* di una delle società portafoglio godranno anche i suoi diretti concorrenti, in quanto anch'essi tracciano quel medesimo indice, mentre solo il primo sopporterà i costi relativi all'iniziativa. Di conseguenza, assumendo uno scenario di gestori razionali, il promotore troverà sconveniente intraprendere l'iniziativa e, pertanto, si asterrà dall'implementarla.

2. *Attività di stewardship e corporate governance delle società in portafoglio.*

La natura tendenzialmente passiva dei fondi gestiti dai Tre Giganti e i disincentivi all'assunzione di determinate iniziative non si traducono però necessariamente in un disinteresse verso le vicende di *corporate governance* delle società in cui investono (cc.dd. società-portafoglio). L'espressione "*stewardship*" designa l'insieme delle attività che i gestori pongono in essere e le interazioni che intercorrono tra questi e il *management* delle società-portafoglio al fine di promuovere buone prassi di governo societario che mirino alla produzione di valore nel lungo termine.¹⁸ Queste interazioni possono assumere vesti formali (e.g., voto in assemblea o presentazione di proposte alla stessa,¹⁹ o più informali, come nel caso dei cc.dd. *private engagements*).

a. *Il voto in assemblea.*

Il voto in assemblea è lo strumento più tradizionale. Come ogni azionista, i Tre Giganti hanno diritto di votare in assemblea le azioni

¹⁷ Ciò non solo perché il valore di una delle società portafoglio incrementa per effetto dell'iniziativa (e, quindi, aumenta anche il ritorno economico del fondo, seppur in misura attenuata a causa degli effetti compensativi derivanti dalle *performance* delle altre società parte dell'indice), ma anche perché ciò consentirebbe al gestore-promotore di differenziarsi dai propri concorrenti diretti potendo vantare, rispetto ad essi, migliori *performance* economiche.

¹⁸ BLACKROCK, (nt. 13), 6. Definizioni simili sono, per esempio, offerte dalla dottrina, che definisce il concetto di *stewardship* come «*the actions that investment managers can take in order to enhance the value of the companies that they invest in on behalf of their own beneficial investors.*» L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2044-45.

¹⁹ Come si è visto sopra, i Tre Giganti non fanno mai uso di quest'ultimo diritto.

detenute. Il voto viene esercitato per conto dei beneficiari ultimi dell'investimento; le decisioni su come votare le azioni sono prese a livello centralizzato. Come visto, infatti, i Tre Giganti investono in un numero molto elevato di società, ma operano con staff numericamente limitati;²⁰ sarebbe quindi impossibile per gli *stewardship teams* dei gestori analizzare ogni singola proposta per decidere come votare.²¹ Di conseguenza, per ovviare al problema, i Tre Giganti votano ricorrendo ai servizi di ricerca forniti da *proxy advisory firms* come ISS, Glass Lewis e Ownership Matters e, ancor più significativamente, facendo affidamento sui cc.dd. *voting and engagements principles*: indicazioni generali cioè, decise a livello centralizzato dall'*asset manager* (e, dunque, non dai singoli fondi) su come votare su ogni categoria di proposta.²² I Tre Giganti (e, in particolare, BlackRock)²³ a volte votano anche contro la rielezione di un candidato al c.d.a. di una delle società-portafoglio qualora ritengano che la società in questione non abbia effettuato progressi in materia ambientale e sociale. Si configura, quindi, in queste ipotesi un utilizzo del voto in assemblea su punti dell'ordine del giorno non relativi a questioni E & S (la rielezione del c.d.a., appunto) motivato, però, da ragioni ambientali e sociali.²⁴

b. *Il dialogo diretto con gli amministratori.*

Questa tipologia di interazione include tutti quei canali di discussione con il *management* delle società-portafoglio che però, a differenza

²⁰ L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2076 ss.

²¹ D. S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, in *J. Corp. L.*, 2018, 43, 101 ss., 124.

²² Cfr., ad esempio, BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Principles*, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>. Sebbene sia teoricamente possibile che un singolo fondo si distacchi da questi principi generali, nella prassi ciò accade molto raramente. Cfr. D. S. LUND, (nt. 21), 125 («[a]t BlackRock in 2015, one of their funds did not vote along with the other funds in only 18 per 100,000 of shareholder proposals. Likewise, at Vanguard, only 6 out of 100,000 proposals featured a fund voting differently than its other funds. State Street also showed a low level of internal disagreement, voting inconsistently in 195 per 100,000 proposals.»)

²³ V. nt. 71.

²⁴ La prassi, seppur efficace, presenta però un limite: a differenza della presentazione di una proposta all'assemblea dei soci, del voto su proposte E & S presentate da altri azionisti o del dialogo diretto (su cui cfr. *infra*), non serve tanto a promuovere una data agenda, ma ha, piuttosto, una funzione "punitiva", almeno in quei casi – i più frequenti – in cui il voto contrario non è accompagnato dalla presentazione di un candidato al c.d.a. gradito al gestore.

di quelli formali, si collocano al di fuori della gamma di diritti riconosciuti dal quadro normativo agli azionisti. Si tratta, insomma, di forme di comunicazione diretta tra investitori istituzionali e amministratori delle società portafoglio²⁵ a intensità variabile, che vanno dai cc.dd. *light* (o *soft*) *engagements*, (per esempio, *conference calls* con il *board*) ai cc.dd. *heavy engagements* (ad esempio l'invio di lettere al *board*, eventualmente seguito da una serie di incontri).²⁶ Il dialogo diretto con gli amministratori delle società portafoglio riveste un ruolo fondamentale nel disegnare gli equilibri generali dell'attività di *stewardship*²⁷ e, d'altronde, i Tre Giganti stessi hanno lo hanno identificato come una componente centrale delle loro strategie di *stewardship*.²⁸ Ad esempio, in un sondaggio condotto nel 2016, alcuni

²⁵ M. EDKINS, *The Significance of ESG Engagement*, in *21st Century Engagement: Investor Strategies for Incorporating Esg Considerations into Corporate Interactions* (2015), p. 4 <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-ceres-engagementguide2015.pdf>.

²⁶ *Ibidem*, pp. 11-12.

²⁷ M. J. MALLOW, J. SETHI, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk–Strine Debate*, in *N.Y.U. J. L. & Bus.*, 2016, 12, 385 ss., 392 («[. . .] voting is not the only means of being active and bringing about change. Engaging with boards and firm executives on a continuous, long-term basis can bring about change through incremental, non-confrontational means.»).

²⁸ L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2085 (nota 145). V. anche BLACKROCK, 2019 *Investment Stewardship Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>, p. 3 («Engagement – or direct dialogue – with companies is critical to ensuring that we vote on an informed basis to protect our clients' economic interests.») e BLACKROCK, *Annual Engagement And Voting Statistics*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-voting-and-engagement-statistics-annual-report-2019.pdf> («The key to effective engagement is constructive and private communication. Engagement allows us to share our philosophy on and approach to investment and corporate governance with companies. Through dialogue, we make clear our expectations of companies in relation to their governance and business practices, including their management of relevant environmental and social factors. Equally, it gives us the opportunity to improve our understanding of investee companies and how their governance and management structures support operational excellence and thus sustainable financial performance.»). Similmente, anche Vanguard e State Street considerano gli *engagements* elemento centrale della propria attività di *stewardship*. V. VANGUARD, *Investment Stewardship Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2021_investment_stewardship_annual_report.pdf («Engagements are foundational to our Investment Stewardship program and are a year-round process that goes beyond proxy voting at annual meetings») e STATE STREET GLOBAL ADVISORS, *Global Proxy Voting and Engagement Principles*, reperibile in internet al seguente indirizzo:

investitori istituzionali hanno evidenziato come la *voice*, specialmente se esercitata informalmente, è importante; più della metà ha inoltre spiegato di aver condotto dialoghi diretti con il *management* delle società-portafoglio nei cinque anni precedenti il sondaggio.²⁹

3. Il dibattito sulla *stewardship* e l'impegno E & S dei "Tre Giganti".

Con la crescita della rilevanza di mercato dei fondi indicizzati, le autorità di regolamentazione e, soprattutto, la dottrina hanno iniziato a dedicare maggiore attenzione alla attività di *stewardship* dei Tre Giganti e, più in generale, dei grandi *asset managers*. Preoccupata dagli scarsi livelli di *stewardship*, parte della dottrina ha chiesto che i Tre Gestori intensificassero quest'attività,³⁰ soprattutto alla luce del fatto che i fondi indicizzati sono inevitabilmente investitori a lungo termine.³¹ Non è mancato però chi ha anche sostenuto che queste preoccupazioni siano eccessive, in quanto risultato di un'errata interpretazione "dei fondi passivi e del contesto di mercato in cui operano".³²

<https://www.ssga.com/library-content/pdfs/ic/proxy-voting-and-engagement-guidelines-principle.pdf>.

²⁹ J. A. MCCAHERY, Z. SAUTNER, L. T. STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *J. Fin.*, 2016, 71, 2905 ss., 2906.

³⁰ In particolare, negli Stati Uniti, Bebchuk e Hirst hanno fornito prove empiriche per mostrare come i Tre Giganti abbiano incentivi a non investire risorse sufficienti nell'attività di *stewardship* e ad essere eccessivamente deferenti nei confronti degli amministratori delle società-portafoglio, proponendo al contempo una serie di possibili soluzioni per rimuovere questi ostacoli. L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2050-56 e 2029-71. Per un focus sul contenzioso cfr. S. GRIFFITH, D. S. LUND, *Toward a Mission Statement for Mutual Funds in Shareholder Litigation*, in *U. Chi. L. Rev.*, 2020, 87, 1149 ss., p. 1219. Muovendo sempre da queste preoccupazioni circa la scarsa propensione dei grandi gestori a investire tempo, risorse economiche e personale nelle loro attività di *stewardship*, altra dottrina si è spinta anche oltre, proponendo – forse anche provocatoriamente – che ai fondi indicizzati sia *in nuce* precluso il voto sulle azioni delle società-portafoglio. D. S. LUND, (nt. 21), 136-38.

³¹ Infatti, alla luce del loro modello di *business* (e a differenza di altri investitori) i gestori di fondi passivi – e, in particolare, quelli di fondi indicizzati – di fatto non possono esercitare il diritto di *exit*. V. A. I. PLATT, *Index Fund Enforcement*, in *UC Davis L. Rev.* 53, 2020, 1453 ss., 1490 («[u]nlike active portfolio managers who are free to exit (or not buy) shares in a firm [. . .] an index fund has no such ability to exit (or not buy) [. . .]»).

³² J. E. FISCH, A. HAMDANI, S. DAVIDOFF SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2019, 168, 17 ss., 20. V. anche M. KAHAN, E. ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders* (2018) - N. Y. U., L. & Econ. Res. Paper Series, Working Paper No. 18-39, in quali sostengono che i Tre Giganti

Il dibattito sulla *stewardship* si è recentemente arricchito di una componente aggiuntiva e, se si vuole, “insolita”. I Tre Giganti si sono, seppur con differenti intensità, impegnati a considerare gli aspetti ambientali e sociali (nel prosieguo, anche “E & S”) nell’ambito della loro attività di *stewardship*.³³ Da qualche anno, infatti, seppur con diversa intensità i loro *engagement principles* – per tali intendendosi quei principi che il gestore identifica come essenziali e caratterizzanti le proprie interazioni, formali e non, con le società-portafoglio – dedicano una particolare attenzione ad aspetti come il cambiamento climatico, i diritti umani, l’inquinamento, i contributi elettorali versati dalle società.³⁴ Si dedica una particolare attenzione anche alla diversità di genere, etnia ed età del c.d.a.³⁵ Simili principi possono essere rinvenuti negli *engagement principles* di Vanguard³⁶ e State Street Global Advisors.³⁷ I

abbiano «tra i più elevati incentivi ad acquisire informazioni, impegnarsi e votare in modo intelligente» e, alla luce, tra l’altro, di quelli reputazionali, «[i] loro incentivi sono di gran lunga superiori a quelli di quasi tutti gli azionisti *retail* e di quelli della maggior parte degli altri investitori istituzionali». Fisch evidenzia poi come a differenza, per esempio, degli *hedge funds*, i gestori di fondi indicizzati – e, a loro volta, i loro investitori – non stanno cercando di «battere il mercato»; cercano, piuttosto, rendimenti pari a quelli medi di un dato indice. In questo contesto, si è osservato che chiedere una maggiore *stewardship* da parte dei Tre Giganti significhi trattarli come ciò che non sono (azionisti) e non come ciò che realmente sono (intermediari). Cfr. J. E. FISCH, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds* (2020), *U. Pa. Inst. L. & Econ., Research paper no. 20-09*.

³³ In questa sede non occorre soffermarsi sulle possibili motivazioni dell’impegno; si rinvia pertanto alle considerazioni svolte in altre occasioni: R. FELICETTI, *L’impegno ambientale e sociale di BlackRock. Riflessioni alla luce delle prime evidenze empiriche del 2020*, in AA. VV., *Tutela dell’ambiente e Responsabilità d’Impresa*, in corso di pubblicazione, Cacucci.

³⁴ Ad esempio, nei suoi *Global Corporate Governance & Engagement Principles* per il 2020 BlackRock spiega che “[. . .] *well-managed companies will deal effectively with the material environmental and social [. . .] factors relevant to their businesses*”, incluso il rischio climatico. BLACKROCK, *Global Corporate Governance & Engagement Principles*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>

³⁵ BLACKROCK, *Engagement Priorities for 2020*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>

³⁶ VANGUARD, *Proxy voting guidelines for U.S. portfolio companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy-voting-guidelines.pdf>.

³⁷ R. LACAILLE, R. KUMAR, *2019 Proxy Voting and Engagement Guidelines: North America*, in *Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg.* (27 marzo 2019), reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/03/27/2019-proxy-voting-and->

criteri E & S trovano poi una loro centralità anche nel contesto dei rapporti annuali sulla *stewardship*, in cui i Tre Gestori spiegano agli investitori e al pubblico gli esiti delle loro interazioni con il *management* delle società-portafoglio e i voti espressi nelle varie assemblee dei soci.³⁸ Quest'attenzione ai profili sociali e ambientali è stata peraltro recentemente ribadita – e, per molti versi, rafforzata – nelle due lettere inviate nel gennaio 2020 dal presidente del c.d.a. e CEO di BlackRock Larry Fink, una agli amministratori delegati delle società-portafoglio, l'altra agli investitori in BlackRock.³⁹

4. Obiettivi dell'indagine e metodologia.

L'obiettivo dell'indagine è di individuare quali siano le tendenze in Europa per quanto riguarda l'esercizio dei diritti di *voice* in materia ambientale e sociale. In particolare, ci si propone di capire quale dei due

[engagement-guidelines-north-america/](#) («[a]s a fiduciary, State Street Global Advisors takes a comprehensive approach to engaging with our portfolio companies about material environmental and social (sustainability) issues. We use our voice and our vote through engagement, proxy voting, [. . .] to communicate with issuers and educate market participants about our perspective on important sustainability topics. [. . .] When voting, we fundamentally consider whether the adoption of a shareholder proposal addressing a material sustainability issue would promote long-term shareholder value in the context of the company's existing practices and disclosures as well as existing market practice.»).

³⁸ BLACKROCK, 2019 *Investment Stewardship Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>; VANGUARD, *Investment Stewardship 2019 Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2019-investment-stewardship-annual-report.pdf>; STATE STREET, *Stewardship Report 2018-2019*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.ssga.com/library-content/products/esg/annual-asset-stewardship-report-2018-19.pdf>.

³⁹ L. FINK, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>. V. anche L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOLetter:PMS:US:NA&gclid=EAIaIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP_D_BwE&gclsrc=aw.ds («Our investment conviction is that sustainability- and climate-integrated portfolios can provide better risk-adjusted returns to investors. And with the impact of sustainability on investment returns increasing, we believe that sustainable investing is the strongest foundation for client portfolios going forward.»). In entrambe le lettere si ribadisce come la sostenibilità verrà posta al centro non solo delle politiche d'investimento di BlackRock, ma anche delle interazioni del gestore con le società-portafoglio e con i loro *management*.

strumenti di *voice* a disposizione degli *asset managers* e analizzati nei precedenti parr. 2.a. e 2.b. (i.e., diritto di voto in assemblea e dialogo diretto)⁴⁰ sia utilizzato da BlackRock che, tra i Tre Giganti, sembra, almeno negli intenti, essere l'*asset manager* maggiormente esposto su questioni E & S.⁴¹ Sulla base dei dati raccolti, si intende poi analizzare l'effettività degli obblighi di *disclosure*, vigenti in Unione europea, su queste materie (cfr. *infra* parr. 10 ss.).

La parte empirica di questo lavoro fa uso di una metodologia quantitativa. Al fine di fornire una stima sull'effettiva rilevanza dei risultati empirici per l'Unione europea, si procede preliminarmente a raccogliere i dati sulla rilevanza dei Tre Giganti nel mercato europeo. In particolare, si conducono due indagini⁴² per verificare le loro posizioni nelle società europee parte del campione che sarà poi interessato dalle indagini empiriche dei parr. 7 e 8.⁴³

Una volta individuata la rilevanza dei Tre Giganti nel campione considerato, si possono trarre delle indicazioni di massima sull'effettiva rilevanza dei risultati dell'indagine che verrà poi condotta successivamente. Questa seconda indagine si concentra su due profili. Si isolano, anzitutto, tra le società europee con cui BlackRock ha condotto *engagements* nel 2020 quelle in cui gli *engagements* hanno avuto ad oggetto tematiche ambientali e/o sociali. L'analisi consente di verificare, in termini assoluti, l'effettivo ricorso allo strumento del dialogo diretto per discutere queste tematiche. Si procede poi ad analizzare gli ordini del giorno delle assemblee, sia ordinarie, sia straordinarie, delle società così isolate, al fine di individuare in quanti casi si sia fatto uso dello strumento del voto in assemblea per le stesse tematiche. Questa seconda indagine consente di individuare il rilievo del dialogo diretto in termini relativi (i.e., relativamente all'altro strumento: quello, appunto, del voto in assemblea). Si procede infine a confrontare i dati così ottenuti con le prime evidenze empiriche provenienti dagli Stati Uniti, non solo per effettuare un ulteriore controllo sulla solidità dell'analisi, ma anche per

⁴⁰ *Supra*, par. 2.a e 2.b.

⁴¹ *Infra*, par. 6.

⁴² *Infra*, par. 6.

⁴³ Sulla composizione del campione, cfr. *infra* par. 5.

verificare se le tendenze che emergono dai risultati empirici in Unione europea siano allineate ai primi *trends* provenienti da Oltreoceano.

5. *Campione.*

Il campione di società è stato creato partendo dalla lista di società con cui BlackRock ha condotto *private engagements* nel 2020.⁴⁴ Si prende a riferimento BlackRock in quanto, tra i Tre Giganti, sembra essere l'*asset manager* che si è esposto maggiormente sui questi profili,⁴⁵ soprattutto alla luce delle recenti lettere a firma del suo CEO sopra richiamate.⁴⁶ Nel riportare i dati sugli *engagements*, BlackRock aggrega quelli sulle società europee, medio-orientali e africane;⁴⁷ per il 2020, BlackRock ha condotto dialoghi diretti con 351 di queste società. Questo primo campione è, tuttavia, eccessivamente ampio, in quanto per un verso include, come menzionato, società non europee; per un altro, comprende anche gli *engagements* condotti su tematiche di *governance* pura. Si è pertanto proceduto anzitutto a identificare manualmente, isolandoli, gli *engagements* su tematiche ambientali e sociali; il numero di società si è quindi ridotto a 180. Da qui, si è poi proceduto a identificare le società incorporate in Unione europea (con esclusione, pertanto, di quelle incorporate in Regno Unito e Svizzera).⁴⁸ La lista di società è quindi scesa a 91, dalle quali sono state eliminate 8 società⁴⁹ per cui non erano rinvenibili ulteriori informazioni, o perché chiuse, oppure perché non disponibili nel *database* utilizzato. Ne è pertanto risultato un campione di 83 società, che rappresenta pertanto quelle (i) europee, e (ii) con cui BlackRock ha condotto *engagements* su questioni ambientali e sociali.⁵⁰ Questo campione costituirà l'oggetto delle analisi dei parr. 6, 7 e 8.

⁴⁴ V. BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Engagement Summary Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-engagement-summary-report-2020.pdf>

⁴⁵ R. FELICETTI, (nt. 33).

⁴⁶ V. L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, (nt. 39).

⁴⁷ *Ibidem*, pp. 51 e ss.

⁴⁸ L'identificazione del paese di incorporazione è stata effettuata tramite FactSet.

⁴⁹ Si tratta di Ingenico Group SA, Mylan NV, Linde GMBH, Mallinckrodt PLC, Masmovil Ibercom SA, Peugeot SA, Sampo PLC e Umicore SA.

⁵⁰ La lista completa è disponibile nella Tavola 2 nell'Allegato.

6. *La rilevanza dei Tre Giganti nelle società del campione.*

Per avere una maggiore accuratezza sull'effettiva rilevanza dei dati che saranno raccolti nei paragrafi successivi, è utile analizzare quali siano le posizioni dei Tre Giganti nelle 83 società parte del campione. In effetti, si potrebbe scoprire che i Tre Giganti non abbiano partecipazioni rilevanti nelle società parte del campione. Se così fosse, le indagini sul dialogo diretto e sul voto in assemblea che saranno condotte nei parr. 7 e 8 rischierebbero di risultare scarsamente indicative dei *trends* più generali. Si è pertanto proceduto a raccogliere dati sulle posizioni dei Tre Giganti nelle società parte del campione, conducendo una doppia indagine. Anzitutto, si è analizzato quali siano le posizioni aggregate dei tre *asset managers* in queste società. Si è poi verificato in quante di queste uno o più dei tre *asset managers* compaiano tra i primi dieci investitori (cc.dd. *top holders*).

a. *Le posizioni aggregate.*

Preme anzitutto evidenziare che un'analisi delle posizioni aggregate (e non solo individuali) dei singoli *asset managers* si giustifica in quanto, alla luce del *business model* descritto,⁵¹ i Tre Giganti hanno incentivi (e disincentivi) sostanzialmente coincidenti. D'altronde, almeno con riferimento al panorama accademico statunitense, analisi aggregate delle posizioni dei Tre Giganti non sono certo nuove.⁵² Ai fini di questa prima indagine, si sono raccolti dati sulle posizioni individuali dei tre *asset managers* nelle 83 società-campione⁵³ e si è poi proceduto ad aggregarli. L'indagine sulle posizioni individuali include tutti i fondi gestiti da ognuno dei Tre Giganti. I risultati della ricerca condotta sono riportati nella Tavola 1 sotto.

⁵¹ *Supra* par. 1.

⁵² V., e.g., L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13); J. FICHTNER, E. M. HEEMSKERK e J. GARCIA-BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, in *Bus. & Pol.*, 2017, 19, 298 ss.; J. E. FISCH, A. HAMDANI, S. DAVIDOFF SOLOMON, (nt. 32).

⁵³ I dati sono stati raccolti tramite FactSet e sono aggiornati a marzo 2021.

Tavola 1. Le posizioni aggregate dei Tre Giganti nelle società-campione.

Percentuale Posizione Aggregate	Numero di società
> 10%	4
5% - 9.99%	44
3 - 4.99%	27
< 2.99%	8
Totale	83

I dati mostrano come i Tre Gestori abbiano posizioni aggregate comprese tra il 5 e il 9.99% in 44 società, pari poco più del 50% delle 83 società-campione. In altre 4 società, detengono posizioni aggregate superiori al 10% e, in 3 di queste, le percentuali vanno ben oltre tale soglia, attestandosi, in particolare, al 18.3%, 19.5% e 20%.⁵⁴ Per una minoranza di società (27), le partecipazioni sono comprese tra il 3% e il 4.99% e, per numero ancora inferiore (8), scendono a meno del 3%.

Posizioni aggregate comprese tra il 5% e il 9.99% potrebbero non sembrare particolarmente rilevanti per mercati come quello americano, dove i cc.dd. *blockholders* – e, in particolare, i Tre Giganti – arrivano, *individualmente*, a detenere posizioni pari al 5% e, insieme, in media pari al 20% del capitale sociale di molte società dell’S&P 500.⁵⁵ Tuttavia, il dato europeo sembra particolarmente significativo anzitutto alla luce dello scarso – o, quantomeno, diverso – attivismo degli azionisti che caratterizza il mercato europeo rispetto a quello nord-americano⁵⁶ e che concorre a conferire a un determinato dato un valore completamente diverso a seconda che si

⁵⁴ Si tratta, rispettivamente, di Alkermes Plc, Aon Plc e Johnson Controls International P.

⁵⁵ L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 6), 724.

⁵⁶ W. RINGE, *Shareholder Activism: A Renaissance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Jeffrey N. Gordon e Wolf-Georg Ringe, Oxford, Oxford University Press, 2018, 391-394.

riferisca al mercato europeo o a quello statunitense.⁵⁷ In secondo luogo, se si considera l'elevato livello di concentrazione proprietaria che caratterizza il mercato europeo rispetto a quello americano,⁵⁸ si può osservare come, anche in questo caso, una posizione aggregata di una data percentuale in Europa assuma un rilievo e un valore completamente diversi rispetto alla stessa percentuale negli Stati Uniti. In questa direzione, basti considerare che le percentuali sopra riportate sono riferite alla totalità del capitale sociale. Tuttavia, quest'ultima misura include anche, ad esempio, le partecipazioni azionarie di controllo, così come quelle vincolate da clausole di *lock up* o da patti parasociali. Una misura maggiormente accurata si ottiene, però, ponendo le percentuali dei Tre Giganti in relazione al flottante, cioè a quelle azioni non di controllo. Questa è, infatti, la parte di capitale sociale effettivamente disponibile sul mercato. Come ulteriore verifica, si è quindi proceduto a raccogliere dati sul flottante delle 83 società-campione.⁵⁹ Il

⁵⁷ In altre parole, una posizione aggregata, ad esempio, pari al 5% del capitale sociale di una società sarebbe scarsamente rilevante se riferita a un mercato come quello statunitense, certamente più maturo, rispetto a quello europeo, sul piano dell'attivismo degli azionisti. La stessa percentuale, però, se letta nel contesto di scarso attivismo degli azionisti che caratterizza il mercato europeo acquista un valore certamente diverso: l'assenza di azionisti "esterni" (v. *infra* nel testo) titolari di partecipazioni significative, abbinata a un generalizzato disinteresse da parte degli azionisti verso le vicende di *corporate governance*, contribuisce a incrementare la forza di quella data posizione aggregata e, in ultima istanza, la capacità dei suoi titolari di influire sul governo della società.

⁵⁸ V., e.g., M. GUTIÉRREZ, M. SÁEZ LACAVE, *Strong shareholders, weak outside investors*, in *J. Corp. Law Studies*, 2018, 18, 276 ss., 279 («[. . .] the ownership structure remains highly concentrated in continental Europe, where the percentage of controlled, listed firms (defined as firms in which a shareholder owns more than 25% of the shares) is above 50% for all countries except Sweden and Finland.»); J. GRANT, T. KIRCHMAIER, *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*, in *Europ. Mgm't Rev.*, 2005, 2, 231 ss., 232 («In contrast [to the United States], Continental Europe has seen concentrated ownership structures, giving one owner, or a small group of shareholders, ultimate power over the firm. In this paper, we establish that to this date, families are still the most important ownership group in the largest three continental European countries of Germany, France and Italy, while in each of these countries, a group of the largest three owners can still establish legal control over half the top 100 companies.»); THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, Final Report (URN 12/917, luglio 2012), parr. 2.29 e 8.16; M. BECHT, C. MAYER, *Introduction*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di Fabrizio Barca e Marco Becht, Oxford Scholarship Online, 2001.

⁵⁹ I dati sono stati raccolti utilizzando il database FactSet.

flottante (f) è calcolato come la differenza tra il capitale circolante (kc) e le azioni detenute dai cc.dd. *insiders* (ai).⁶⁰ Dunque:

$$f = kc - ai$$

La percentuale di flottante ($f\%$) è calcolata come il rapporto tra flottante e capitale circolante. Quindi:

$$f\% = \frac{(kc - ai)}{kc}$$

I dati così raccolti mostrano come, se si considera il flottante, le percentuali aggregate dei Tre Giganti, anche e soprattutto quelle minori comprese nella fascia tra il 3% e il 4.99% della Tavola 1 sopra, assumono un rilievo diverso rispetto a quello che potrebbe loro assegnarsi a primo impatto. La Tavola 2 – che, per garantire una maggiore snellezza del testo, è riprodotta soltanto nell’Allegato – riporta i dati per ognuna delle società. In questa sede, a titolo esemplificativo, basti evidenziare che, mentre in Aena SME SA i Tre Giganti hanno una percentuale di partecipazione aggregata del 3.39% del capitale sociale, il flottante della società è pari a meno della metà del capitale sociale: è quindi evidente come quella partecipazione, se apparentemente bassa, acquista un invece rilievo diverso se rapportata al capitale effettivamente circolante.

b. *I top holders.*

L’altra verifica condotta è stata quella di analizzare (i) quanto frequentemente uno più dei tre *asset managers* figurasse tra i primi dieci investitori delle società-campione, e (ii) in quante di queste BlackRock – l’*asset manager* su cui si focalizzeranno le analisi dei prossimi paragrafi – figuri tra i primi dieci.⁶¹ Questa ulteriore verifica, come menzionato, è utile per capire quali siano le posizioni dei Tre Giganti non in aggregato e assoluto, come fatto nel paragrafo precedente, ma *individualmente e relativamente* agli altri investitori. Si procede a un’analisi in rapporto agli altri investitori per

⁶⁰ La definizione di *insiders* include gli amministratori, i direttori e le entità pubbliche o private che non siano investitori istituzionali.

⁶¹ Anche questi dati sono stati raccolti tramite il *database* FactSet.

avere una “misura” rispetto a cui valutare le posizioni individuali dei Tre Giganti. I dati raccolti sono riportati nella Tavola 3.

Tavola 3. Top holders delle società-campione.

<i>Società-campione in cui uno o più dei Tre Giganti è tra i primi dieci investitori</i>	83 (100%)
<i>Società-campione in cui BlackRock è tra i primi dieci investitori</i>	77 (92.7%)

Uno o più dei Tre Giganti figura tra i primi dieci azionisti nella totalità delle società-campione, il che dimostra l'importanza delle loro posizioni, non solo di quelle aggregate (come osservato nel par. 6. a. sopra), ma anche di quelle individuali. BlackRock, poi, risulta essere tra i primi dieci azionisti di 77 società, pari quindi al 92.7% delle 83 società-campione. Questi dati mostrano come sebbene, individualmente, le posizioni dei Tre Giganti possano apparire meno significative di quelle detenute dagli stessi gestori nelle società nord-americane, si tratta comunque di posizioni che, in considerazione del contesto di mercato europeo e relativamente al resto della platea degli investitori nelle stesse società, hanno un rilievo non trascurabile.

7. Gli engagements ambientali e sociali di BlackRock.

Verificata la rilevanza dei Tre Giganti (e, anche individualmente, di BlackRock) nelle società campione, si possono quindi raccogliere dati empirici sulle modalità con cui il loro impegno ambientale e sociale sia eventualmente riflesso nelle loro attività di *stewardship* con le società-portafoglio. Come anticipato, l'indagine si concentra su BlackRock in quanto, tra i tre *asset managers*, sembra essere quello maggiormente esposto sulle dimensioni ambientali e sociali.⁶² I dati si riferiscono al 2020 in quanto la “svolta” in

⁶² *Supra* par. 5.

chiave ambientale dell'*asset manager* si è realizzata, almeno negli intenti, in quell'anno.⁶³

Nel 2020 BlackRock ha condotto 158 dialoghi diretti con le 83 società-campione. Il numero di dialoghi condotti, tuttavia, non coincide con il numero di discussioni intercorse.⁶⁴ Nell'ambito dei 158 dialoghi diretti, BlackRock ha condotto 528 discussioni su varie tematiche che, per maggiore chiarezza, vengono di seguito raggruppate, anche in linea con le categorizzazioni effettuate dall'*asset manager*, sotto tre macro-categorie: *governance*, ambiente e sociale.⁶⁵ La Tavola 4 – anche questa riprodotta nell'Allegato – riporta per ognuna delle 83 società-campione il numero di dialoghi condotti nel 2020, i macro-temi discussi (i.e., *governance*, ambiente o sociale) e il numero aggregato di discussioni su questioni ambientali e/o sociali.

Come si può osservare, 300 di queste discussioni sono state su tematiche di *governance*. Le restanti 228 si sono invece concentrate su questioni ambientali e sociali. Poco più del 40% delle discussioni, quindi, ha investito tematiche ambientali e sociali, il che mostra come il gestore abbia fatto largo uso dei *private engagements* per discutere non solo i temi di *governance* tradizionale, ma anche quelli ambientali e sociali. Non conoscendo il numero totale (i.e., non solo tramite *private engagements*) di questioni ambientali e sociali affrontate da BlackRock, non si può dire se quelle discusse per mezzo degli *engagements* rappresentino una parte significativa o meno delle questioni E & S totali. L'analisi sui comportamenti di voto nel prossimo

⁶³ V. L. FINK, (nt. 39). Sulle fonti dei dati cfr. *supra* par. 5.

⁶⁴ Infatti, può accadere che durante un singolo dialogo (e.g., una *conference call*) vengano affrontate più tematiche, non necessariamente connesse tra loro (cc.dd. *multiple engagements*). Pertanto, il numero delle tematiche trattate può essere – e spesso è – superiore a quello delle discussioni condotte. V. L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2088 («[. . .] *the Big Three engage with only a small minority of their portfolio companies, and have multiple engagements in a given year with an even smaller minority of companies in their portfolios.*»); R. FELICETTI, (nt. 33).

⁶⁵ In questa sede, per *governance* si intendono le tematiche aventi ad oggetto la composizione del *board*, il *risk management*, la gestione, la strategia, la struttura di *governance* e la remunerazione degli amministratori. L'ambiente copre tematiche come la gestione del rischio climatico, la gestione dell'impatto ambientale e, più in generale, i profili di sostenibilità. La categoria sociale, infine, include tematiche come la gestione delle risorse umane e la gestione dei rischi e delle opportunità sociali.

paragrafo consentirà, come meglio si dirà, di approssimare una stima. Dal numero di discussioni su queste tematiche (come si è detto, poco meno della metà delle discussioni totali), si può però già desumere come i *private engagements* rappresentino certamente uno strumento cui BlackRock ha fatto ricorso in misura abbastanza frequente nelle società-campione per discutere questioni ambientali e sociali; tanto che, come si è visto, il numero di discussioni aggregato su questioni E & S non è di molto inferiore rispetto a quello delle discussioni su temi di *governance* tradizionale, generalmente più frequenti rispetto alle prime.

8. *Una verifica della solidità dei dati: il voto in assemblea.*

Verificato quanto spesso BlackRock sia ricorso al dialogo diretto con i *boards* delle 83 società-campione per trattare le tematiche ambientali e sociali, si è dunque provveduto a raccogliere dati empirici per provare a capire quanto frequentemente lo stesso abbia fatto ricorso al voto in assemblea per trattare le stesse questioni. L'analisi si concentra su (i) eventuali proposte E & S presentate da BlackRock (ma anche da Vanguard e SSGA), e (ii) proposte su queste tematiche presentate da altri azionisti. Quest'ultima analisi è maggiormente indicativa della prima per capire se, in Unione europea, per avanzare istanze ambientali e sociali si faccia prevalentemente ricorso al dialogo diretto oppure al voto in assemblea.⁶⁶ Per entrambe le analisi si è pertanto proceduto a raccogliere e analizzare le convocazioni con l'ordine del giorno e i verbali delle assemblee ordinarie e straordinarie delle 83 società-campione nel 2020. Si sono poi isolate le proposte ambientali (e.g., questioni come il cambiamento climatico, la sicurezza alimentare, il contenimento delle emissioni di anidride carbonica, i tentativi di ridurre l'utilizzo delle risorse naturali etc.) e sociali (e.g., rispetto dei diritti umani, parità di genere e

⁶⁶ Infatti, se l'analisi fosse limitata soltanto al primo profilo (proposte E & S presentate dei Tre Giganti), il risultato risulterebbe scarsamente indicativo dei *trends* generali (i.e., non limitati ai Tre Giganti) qualora si osservasse un basso numero di proposte presentate. In particolare, di fronte a un basso numero di proposte presentate dai Tre Giganti, si potrebbe sostenere che tale risultato sia dovuto proprio all'elevato numero di discussioni su questioni ambientali e sociali condotte dai tre *asset managers* nello stesso anno e non sia, quindi, rappresentativo delle tendenze generali degli azionisti in Unione europea.

diversità nella composizione del *board*, attenzione alle condizioni di lavoro etc.).⁶⁷

Con riferimento alla prima analisi – proposte E & S presentate dei Tre Giganti – non si è rinvenuta una singola proposta (non solo in materia ambientale e sociale, ma anche in materia di *governance*) presentata da uno o più dei Tre Giganti alle assemblee delle 83 società-campione. Ciò è peraltro in linea con le indicazioni provenienti dagli Stati Uniti.⁶⁸

Quanto invece al secondo dato – proposte E & S presentate da altri azionisti – che, come anticipato, è quello che maggiormente interessa ai fini del presente lavoro, sulle oltre 83 assemblee (considerando sia quelle ordinarie, sia quelle straordinarie) se ne sono rinvenute soltanto 6 in cui sono state presentate proposte a carattere ambientale o sociale,⁶⁹ per un totale di 11 proposte E & S all’ordine del giorno.⁷⁰ E ciò a fronte delle innumerevoli proposte su altri temi all’ordine del giorno di ciascuna delle assemblee. Insomma, si è votato su questioni ambientali e sociali in appena il 7% delle 83 assemblee considerate (qui il denominatore è dato esclusivamente dalle assemblee ordinarie; se si considerassero anche le straordinarie, la percentuale scenderebbe significativamente).⁷¹ La Tavola 5 nell’Allegato riporta i risultati.

⁶⁷ Si sono invece escluse le proposte presentate dallo stesso c.d.a. quando in ottemperanza a un obbligo di legge. Si pensi, ad esempio, alle proposte presentate per conformarsi alla legge francese n. 2019-486 del 22 maggio 2019 (c.d. “PACTE”) che è intervenuta in materia di rappresentazione dei lavoratori nel *board*.

⁶⁸ *Supra* par. 1.a.

⁶⁹ Si tratta delle assemblee di Aena SME S, Danone Sa, Danske Bank A/S, Equinor ASA, Total SE, Wordline SA.

⁷⁰ Per ognuna di queste assemblee si è registrata una sola proposta ambientale e sociale, ad eccezione dell’assemblea di Equinor ASA, al cui ordine del giorno erano iscritte 6 proposte afferenti a questi temi.

⁷¹ Non si considerano in questa sede le ipotesi in cui BlackRock ha votato contro la rielezione di candidati al c.d.a. a causa di mancanza di progressi su questioni E & S. In queste ipotesi, infatti, non si è di fronte a proposte ambientali e sociali; la dimensione ambientale e sociale assume rilievo soltanto come motivazione che determina il comportamento di voto su una questione (la rielezione di un amministratore, appunto), però, che non è strettamente ambientale e sociale. Per completezza, si riporta comunque anche questo dato. BlackRock ha votato contro la rielezione di un membro del c.d.a. a causa della mancanza di progressi in materia di *disclosure* climatica in otto occasioni, nelle seguenti società: Cez AS; Daimler AG;

Se, come anticipato, il fatto che i Tre Giganti non abbiano presentato proposte non è particolarmente sorprendente, il basso livello di proposte ambientali e sociali presentate lo è. Negli Stati Uniti, per esempio, già da tempo si registrano interessanti livelli di attivismo E & S degli azionisti, condotto tramite la presentazione di proposte su questi temi.⁷² Ciò sembra, comunque, almeno in parte riconducibile agli scarsi livelli di attivismo – non solo su questioni E & S, ma anche su quelle di *governance* tradizionale – che, come menzionato, caratterizzano il mercato europeo rispetto a quello nord-americano.⁷³

9. *Segue. Conferme da Oltreoceano? Le evidenze dagli Stati Uniti.*

Ferme le differenze per quel che concerne le proposte E & S presentate (come appena visto, molto poche in Europa, generalmente più comuni negli Stati Uniti), sembra a questo punto interessante chiedersi quali siano le tendenze negli Stati Uniti, un mercato in cui, come detto, grazie alle proposte E & S presentate da altri azionisti, per promuovere il loro impegno ambientale e sociale i Tre Giganti possono non solo condurre dialogo diretto con i *boards* delle società-portafoglio, ma anche votare su tali proposte. Quello nord-americano è un mercato più “maturo” di quello europeo in materia di attivismo degli azionisti e, pertanto, le indicazioni da lì provenienti possono essere particolarmente indicative.

Quella delle tendenze in materia di attivismo E & S è una tematica ancora relativamente inesplorata, ma i risultati dei primi studi sembrano andare direzioni tra loro simili. Uno studio condotto da Hirst, ad esempio, mostra per la stagione 2013-2014 un basso livello di supporto da parte di BlackRock e Vanguard (e, seppur in minor misura, da parte di State Street) alle proposte di azionisti mirate a incrementare i livelli di trasparenza in materia di contributi politici versati dalle società-portafoglio;⁷⁴ similmente,

Fortum OYJ; Heidelbergcement AG; Air Liquide SA; Pge Polska Grupa Energetyczna SA; Scout24 AG; Volvo AB.

⁷² Sul tema cfr. S. HIRST, *Social Responsibility Resolutions*, in *J. Corp. L.*, 2018, 43, 217. V. anche C. N. GRIFFIN, *Environmental & Social Voting at Index Funds*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354208.

⁷³ Su cui si rinvia a RINGE, (nt. 56).

⁷⁴ S. HIRST, (nt. 72), 12.

con riferimento alle proposte per la riduzione dell'emissione di gas serra, si è registrata una totale assenza di supporto da parte di BlackRock e Vanguard e tassi di supporto bassi da parte di State Street.⁷⁵ In maniera analoga, lo studio condotto da Griffin sopra citato mostra, per il 2018-2019, livelli estremamente bassi di supporto da parte dei Tre Giganti alle proposte E & S di altri azionisti; supporto che risulta particolarmente esiguo se comparato a quelli dei loro concorrenti.⁷⁶ Sia infine consentito un breve cenno allo studio⁷⁷ condotto recentemente sul comportamento di voto di BlackRock alla luce delle prime evidenze empiriche del 2020, un anno particolarmente significativo alla luce, come discusso,⁷⁸ delle lettere inviate da Larry Fink ai CEOs delle società-portafoglio. In quella sede, analizzando un campione di società nord-americane, erano emerse due tendenze. Anzitutto, in linea con gli studi sopra citati, uno scarso livello di supporto delle proposte E & S di altri azionisti, a conferma del fatto che "il voto in assemblea su proposte ambientali e sociali di altri azionisti resta uno strumento marginale per l'implementazione dell'agenda E & S di BlackRock."⁷⁹ In secondo luogo, un ruolo significativo – quasi ipertrofico – degli *engagements*, "che sembrano ormai aver consolidato il loro ruolo di strumento principale per la conduzione della c.d. *environmental and social stewardship*."⁸⁰

Sembrerebbe, insomma, che anche in quei mercati in cui i Tre Giganti (e, in particolare, BlackRock) abbiano la possibilità di ricorrere al voto in assemblea per promuovere un'agenda E & S, in quanto gli altri azionisti presentano proposte su questi temi, i tre *asset managers* non vi ricorrano e, almeno nel caso di BlackRock, preferiscano utilizzare lo strumento del dialogo diretto. Il che potrebbe suggerire che i risultati dell'analisi condotta nei paragrafi precedenti per quel che riguarda l'Unione europea (largo utilizzo del dialogo diretto per discutere questioni ambientali e sociali, e scarso – se non inesistente – ricorso allo strumento formale del voto in

⁷⁵ S. HIRST, (nt. 72), p. 13.

⁷⁶ S. HIRST, (nt. 72), p. 3.

⁷⁷ *Supra*, nota 33.

⁷⁸ R. FELICETTI, (nt. 33).

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ *Ibidem*.

assemblea) non cambierebbe anche laddove in Europa gli azionisti iniziassero a elaborare e presentare, come già accade negli Stati Uniti, proposte E & S.

10. Il *framework* europeo in materia di *disclosure* E & S

Dalle analisi empiriche svolte nei precedenti paragrafi con riguardo all'Unione europea sono emerse, almeno con riferimento al campione di società identificato, due tendenze. Da un lato, i Tre Giganti – i quali, come visto,⁸¹ in tali società detengono posizioni sia aggregate, sia individuali non trascurabili – sembrano fare largo uso del dialogo diretto per discutere questioni ambientali e sociali. Dall'altro, né i tre *asset managers* (il che non sorprende), né (più sorprendentemente) altri azionisti, hanno fatto ricorso, salvo pochi e isolati casi, allo strumento della presentazione di proposte all'assemblea dei soci per promuovere un'agenda E & S. Pertanto, lo strumento del voto in assemblea non ha trovato spazio nel contesto delle attività di *stewardship* dei Tre Giganti come mezzo per promuovere il loro impegno ambientale e sociale. Occorre quindi chiedersi, alla luce di queste tendenze, se il quadro regolamentare vigente garantisca sufficiente trasparenza in materia E & S interrogandosi, in caso di risposta negativa, su possibili conseguenze e soluzioni. Il tutto alla luce dell'obiettivo di una transizione sostenibile fissato dall'Unione europea nel *Green Deal* europeo⁸² e alla conseguente importanza, da un lato, della *corporate governance* e degli investitori per la mobilitazione dei capitali verso un modello economico maggiormente sostenibile,⁸³ e, dall'altro, della disseminazione di informazioni ambientali e sociali, considerate essenziali per una transizione verso un'economia sostenibile.⁸⁴

⁸¹ *Supra*, par. 6.

⁸² Il *Green Deal* europeo, COM (2019) 640, p. 2. V. anche *Un pianeta pulito per tutti - Visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra*, COM (2018) 773.

⁸³ *Ibidem*, p. 19. In questa direzione, la Commissione europea ha recentemente commissionato a Ernst Young un rapporto in materia di *corporate governance*, al fine d'individuare le problematiche esistenti e possibili soluzioni. Cfr. ERNST YOUNG, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, luglio 2020.

⁸⁴ Si v., tra le varie, la recente Comunicazione della Commissione europea *EU Taxonomy, Corporate Sustainability Reporting, Sustainability Preferences and Fiduciary Duties: Directing*

In Unione europea il quadro normativo in materia è fissato principalmente dalla direttiva (UE) 2017/828 (c.d. *Shareholder Rights Directive II*) che ha modificato la direttiva 2007/36/CE sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e che è stato attuato in Italia con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 e dal regolamento 2088/2019 (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, "SFDR").

La direttiva muove dall'osservazione che "[u]n impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate [. . .]"⁸⁵ ed evidenzia la centralità di tale impegno per il raggiungimento di risultati anche ambientali e sociali.⁸⁶ Questa idea di fondo è quindi riflessa, segnatamente, nella previsione,⁸⁷ su base *comply or explain*, secondo cui gli investitori istituzionali e i gestori di attivi debbano sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno (o, con dizione anglosassone, di *engagement*) che descriva le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi in particolare la strategia, i risultati non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario.⁸⁸ Tale

finance towards the European Green Deal, COM (2021) 188, in cui si enfatizza l'importanza di immettere sul mercato informazioni ambientali e sociali.

⁸⁵ Considerando n. 14 alla direttiva.

⁸⁶ La direttiva, a dire il vero, fa trapelare una preoccupazione legislativa di fondo: il timore, cioè, che gli azionisti – e, in particolare, i fondi speculativi – determinino con le loro politiche, marcatamente orientate, secondo questa visione, alla produzione di profitto immediato, l'affermarsi di un approccio di breve termine che sarebbe ormai divenuto endemico nel mercato dei capitali europeo. Da qui, quindi, l'esigenza, avvertita dai legislatori europei, anche sulla scia dell'esempio dello *UK stewardship code* (FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code 2020*, Principle 7, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf) di porre l'accento sulla necessità che gli azionisti adottino un orizzonte temporale di lungo termine e che prestino particolare attenzione alla dimensione non finanziaria (o ESG) dei loro investimenti. In tema cfr. A. PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute Working Paper n. 353/2017, 17.

⁸⁷ In questa sede ci si concentra esclusivamente sulle previsioni che sono direttamente rilevanti per la materia ESG tralasciando invece le altre (e.g., quelle su identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni, agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista etc.) per cui si rinvia alla direttiva.

⁸⁸ Art. 3 *octies*, primo co., lett. a) direttiva.

formulazione, frutto di un emendamento del Parlamento europeo alla proposta della Commissione e riproposta alla lettera in sede di trasposizione della direttiva in Italia,⁸⁹ determina un'importante conseguenza: la considerazione dei fattori ESG diviene, per imposizione legislativa, elemento strutturale delle politiche d'impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi.⁹⁰

I co-legislatori pongono anche l'accento sull'attività di voto in assemblea, prevedendo, anche in questo caso su base *comply or explain*, che investitori istituzionali e gestori di attivi comunichino al pubblico annualmente le modalità di attuazione di tale politica di impegno, compresa dunque la dimensione non finanziaria, "includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto."⁹¹ La forte preferenza dei co-legislatori verso un azionariato sostenibile e di lungo termine emerge anche dalla preoccupazione che la dimensione non finanziaria dell'*engagement* non venga sacrificata in caso di *outsourcing*, che ricorre nell'ipotesi in cui gli investitori istituzionali investano per mezzo dei gestori attivi.⁹²

Quanto alla citata SFDR, rinviando al testo del regolamento per i dettagli, basti qui evidenziare che si chiede ai partecipanti ai mercati finanziari⁹³ di integrare nelle loro comunicazioni una serie di informazioni in

⁸⁹ Art. 3 d.lgs. 49/2019, che inserisce l'art. 123-*quinquies* nel t.u.f.

⁹⁰ Di simile avviso, Paces *supra* nota 86, p. 23.

⁹¹ Art. 3 *octies*, primo co., lett. b) direttiva. Si prevede comunque che dalla comunicazione possano essere esclusi i voti ritenuti non significativi alla luce dell'oggetto della votazione o delle dimensioni della partecipazione nella società.

⁹² In tali ipotesi, infatti, gli investitori istituzionali devono comunicare al pubblico una serie d'informazioni relative all'accordo di gestione con il gestore di attivi, incluse le modalità con cui l'accordo "incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine [. . .]". Art. 3 *nonies*, secondo co., lett. b). Art. 3 d.lgs. 49/2019, che inserisce nell'art. 123-*ter* del t.u.f. il secondo co., lett. b).

⁹³ La nozione include, ad esempio, le imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio, i gestori di fondi di investimento alternativi, le società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari, gli enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio. Cfr. art. 2 regolamento cit. Il regolamento introduce

materia di sostenibilità. In particolare, questi devono includere nell'informativa precontrattuale una descrizione che dettagli (i) in che modo i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento, e (ii) i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili. La SFDR, insomma, si concentra quasi esclusivamente sull'informativa precontrattuale: su quella fase delle contrattazioni, cioè, in cui un intermediario fornisce informazioni su un prodotto o servizio che intende offrire a un potenziale cliente.

11. *L'inadeguatezza dell'impianto normativo: un "cortocircuito logico"?*

Occorre a questo punto interrogarsi sull'adeguatezza dell'impianto normativo così brevemente ricostruito alla luce dei risultati empirici delle analisi sinora condotte. Si è evidenziato che la normativa europea in materia di *disclosure* ambientale e sociale (soprattutto ambientale, a dire il vero) si fonda su due pilastri: l'informativa pre-contrattuale di cui alla SFDR e quella sulle politiche d'impegno e sui comportamenti di voto di cui alla SHRD II. L'impianto normativo – e, in particolare, la SHRD II – sembra fondarsi sull'assunto tradizionale che gli azionisti abbiano a disposizione due macro-categorie di diritti che discendono dalla loro posizione: i diritti di *voice* e quello di *exit*, come mostrato nella Figura 1.⁹⁴

disposizioni specifiche anche per i consulenti finanziari, ma in questa sede non ci si occupa di queste disposizioni.

⁹⁴ Sui diritti degli azionisti in Italia, specie alla luce della normativa europea, cfr., *inter alia*, G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS* 2011, I, 2 ss.; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, 5, 685 ss.; N. ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Aa.Vv., Studi in onore di M. Foschini*, 2011, Padova, Cedam, 173 ss.; L. MULA, F. BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 171 ss.; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31 ss.

Figura 1. I diritti degli azionisti

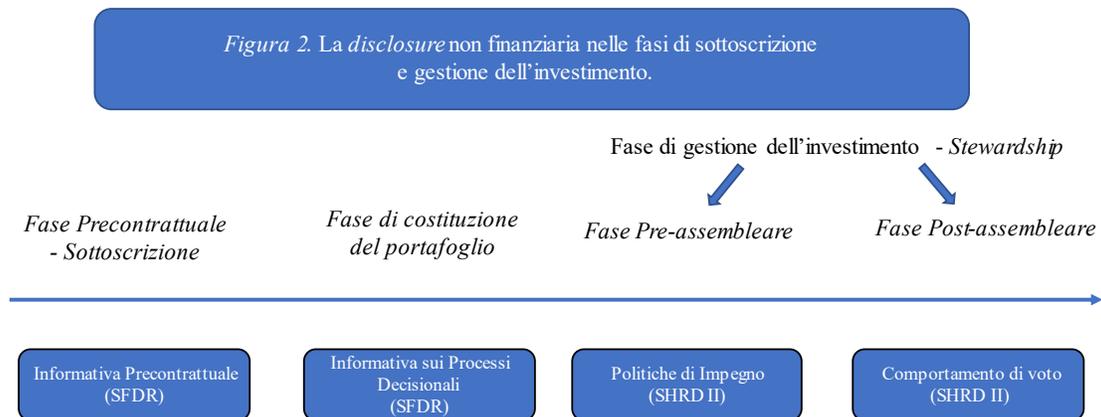
Diritti di *voice*

Exit

Alla luce di questa bipartizione, l'impanto normativo europeo in materia di *disclosure* non finanziaria, come sopra ricostruito, può considerarsi tutto sommato soddisfacente. Possono, in particolare, individuarsi quattro fasi dell'investimento in cui la *disclosure* di informazioni non finanziarie risulta particolarmente importante. La prima, quella iniziale, di sottoscrizione, da parte degli investitori individuali, dei prodotti offerti da quelli istituzionali. La seconda, quella successiva, di costituzione del portafoglio. La terza è quella di gestione, che include le attività di *stewardship* con le società-portafoglio, sia nella fase pre-assembleare, sia (e soprattutto) in quella assembleare. In questo contesto i diritti degli azionisti acquisiscono un rilievo particolare. Se si esclude il diritto di recesso, per cui le *disclosure* non finanziarie non rilevano (se non, al massimo, in un'ottica di *negative portfolio screening*, ma *ex post*, che però non rileva per i gestori di fondi passivi),⁹⁵ è evidente come, nella sostanza, il diritto di voto rappresenti, tra i vari diritti di *voice*, quello dalla portata più dirompente, non solo perché non legato (a differenza di altri diritti di *voice*, come ad esempio quello di chiedere

⁹⁵ Il *negative portfolio screening* consiste nell'esclusione di determinate imprese dal ventaglio di opzioni d'investimento sulla base di valutazioni ESG (si pensi per esempio a un fondo che non investa in azioni di società che siano state oggetto di controversie a sfondo ESG o che non si conformino alle *best practices* di sostenibilità). A. AMEL-ZADEH, G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Fin. Analysts J.*, 2018, 74, 87 ss., 94 ("Negative screening is the exclusion of certain sectors, companies, or practices from a fund or portfolio on the basis of specific ESG criteria."). Sebbene, in questa accezione, il *portfolio screening* sia inteso come tecnica da utilizzare nella fase di costruzione del portafoglio, niente esclude che un gestore possa utilizzarla per recedere da società sulla base di considerazioni ambientali o sociali. Come discusso sopra, però, il recesso non è un'opzione realistica per i gestori di fondi passivi e, in particolare, di quelli indicizzati. Cfr. A. I. PLATT, (nt. 31).

l'integrazione dell'ordine del giorno) a particolari soglie minime, ma soprattutto in quanto tra i più incisivi, specie nel caso di grandi investitori istituzionali e di minoranze ben organizzate. La Figura 2 sotto riporta queste fasi e mostra come, per ognuna di queste, l'impianto normativo preveda, in effetti, una forma di *disclosure* non finanziaria.



Già nella fase di sottoscrizione, come detto,⁹⁶ la SFDR chiede ai partecipanti al mercato di specificare nell'informativa pre-contrattuale in che modo i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento, nonché i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili. Sempre la SFDR, poi, determina l'immissione nel mercato di informazioni non finanziarie anche nella seconda fase (quella di costituzione del portafoglio). Ciò avviene, come appena visto, mediante l'inclusione nell'informativa pre-contrattuale dei partecipanti al mercato di informazioni sulle modalità con cui i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento e, ancor prima, mediante la pubblicazione sui loro siti web della stessa informazione, nonché di dettagli sugli eventuali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.⁹⁷

⁹⁶ *Supra* par. 10.

⁹⁷ *Ibidem*.

Quanto alla fase di gestione dell'investimento, la SHRD II sembra garantire sufficienti flussi informativi sia con riferimento alla fase pre-assembleare, sia a quella post-assembleare. Con riferimento alla prima, come visto,⁹⁸ gli investitori istituzionali e i gestori di attivi devono sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi i risultati non finanziari. La disseminazione di informazioni non finanziarie è poi garantita in fase post-assembleare dalla previsione secondo cui gli stessi soggetti devono fornire una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto anche con riferimento ai temi ambientali e sociali.⁹⁹

Se quello mostrato nella Figura 1 sopra fosse il quadro esaustivo dei diritti degli azionisti, il *framework* europeo sarebbe più che soddisfacente, come mostrato nella Figura 2. Tuttavia, le evidenze empiriche raccolte in questo lavoro sembrano mostrare un distacco tra diritto scritto e prassi dei mercati; insomma, tra *law in the books* e *law in action*.¹⁰⁰ In particolare, per quel che attiene ai temi ambientali e sociali, l'analisi ha, come visto, evidenziato un largo ricorso al dialogo diretto, ricostruibile in termini di strumento di *voice* informale (non solo perché condotto al di fuori della cornice formale assembleare, ma anche perché non riconosciuto normativamente) e un ricorso al diritto di voto praticamente inesistente.¹⁰¹ Così stando le cose, cambia il quadro dei diritti degli azionisti riportati nella Figura 1 sopra. La Figura 3 sotto – il cui titolo, rispetto alla Figura 1 sopra, è stato aggiornato per tenere conto del fatto che il dialogo diretto non è un “diritto” in senso stretto – mostra il quadro aggiornato alla luce delle evidenze empiriche.

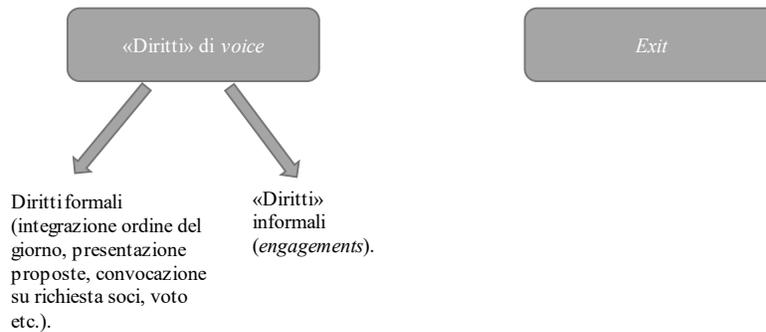
⁹⁸ *Supra* par. 10.

⁹⁹ *Ibidem*.

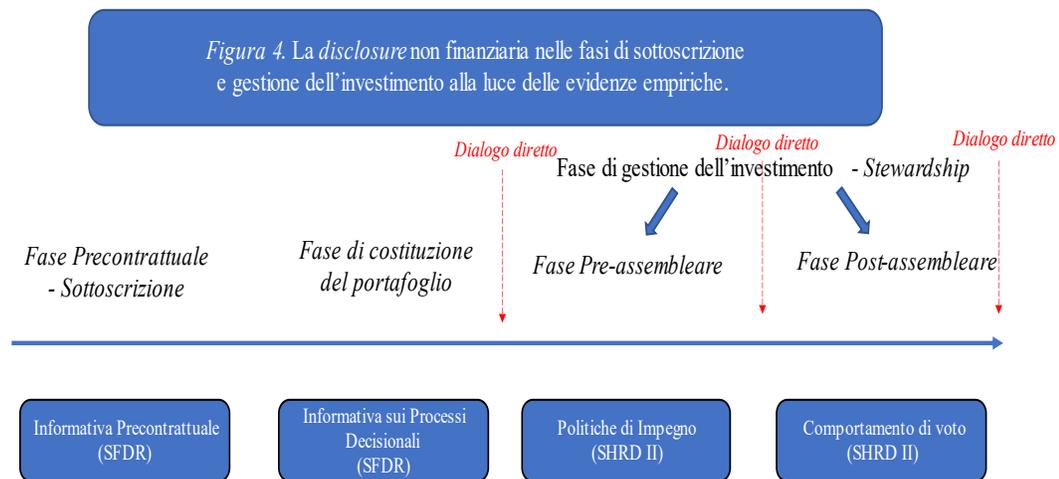
¹⁰⁰ L'espressione è presa da M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *RED*, 2015, I, 1 ss., 10.

¹⁰¹ *Supra*, parr. 7 e 8.

Figura 3. I «diritti» degli azionisti alla luce delle evidenze empiriche.



Alla categoria dei diritti di *voice* “formali” (i.e., riconosciuti dalla normativa), la prassi, anche in Europa, sembra cominciare ad aggiungere una seconda categoria, quella dei “diritti” di *voice* informali e, segnatamente, del dialogo diretto. A questo punto sembra però lecito condurre un *re-assessment* della idoneità dell’impianto normativo europeo a garantire l’immissione di informazioni E & S nel mercato. La Figura 4 sotto mostra le quattro fasi viste sopra, con i relativi requisiti di *disclosure* non finanziaria: il quadro è però arricchito dalla presenza del dialogo diretto quale ulteriore strumento di *stewardship* che può essere utilizzato dagli investitori istituzionali sostanzialmente in qualsiasi momento successivo alla costituzione del portafoglio.



L'aggiunta del dialogo diretto al ventaglio di diritti (in senso lato) disponibili agli azionisti complica il quadro. Se, come visto, alcuni tra i principali investitori istituzionali fanno largo uso del dialogo diretto rispetto al voto in assemblea per discutere temi ambientali e sociali, né la SFDR, né la SHRD II sono idonee a garantire, come si vedrà tra un attimo,¹⁰² trasparenza e immissione delle informazioni nel mercato. Mancano, infatti, previsioni che portino alla luce ciò che viene discusso nel corso dei *private engagements*, con la conseguenza che l'impianto normativo europeo, idoneo, come visto, a garantire l'immissione nel mercato di informazioni E & S quando queste emergano nel contesto dell'esercizio di diritti di *voice* tradizionali (voto), diviene invece inadatto a centrare l'obiettivo di una maggiore trasparenza non finanziaria non appena il quadro sia aggiornato con gli strumenti di *voice* informale (dialogo diretto). Alla luce di queste evoluzioni, la cornice regolamentare europea sembra essere, come meglio si specificherà subito sotto, frutto quasi di un equivoco: dell'idea, cioè, che il mercato europeo sia un mercato di attivisti in senso tradizionale.

¹⁰² *Infra*, par. 12.

a. *Il mercato attivista europeo.*

Si è detto che le prime evidenze empiriche negli Stati Uniti sembrano mostrare una tendenza degli azionisti attivisti a presentare proposte anche su questioni ambientali e sociali.¹⁰³ In questo contesto, almeno in teoria, c'è margine affinché la sinergia tra fondi attivisti (specie speculativi) e passivi funzioni, con i primi che presentano proposte o avviano campagne mirate all'aggiornamento delle strategie di *business* o della *governance* e i secondi che, ove ritengano l'iniziativa meritevole, prestano il loro supporto in assemblea.¹⁰⁴ Al contrario, in Unione europea si è visto che proposte E & S sembrano essere presentate in un numero assolutamente marginale di società,¹⁰⁵ e ciò è coerente con gli scarsi livelli di attivismo che caratterizzano il mercato europeo rispetto a quello nord-americano.¹⁰⁶ Dunque, sia in Ue, sia negli Stati Uniti, i tre *asset managers* si astengono dal presentare proposte non solo su temi E & S, ma anche su quelli di *governance* tradizionale.¹⁰⁷ Tuttavia, se nel mercato nord-americano ciò è bilanciato dalla presenza di attivisti che presentano proposte anche su temi E & S, in quello europeo manca questo correttivo. Per la discussione di temi ambientali e sociali resta, pertanto, soltanto lo strumento del dialogo diretto, come d'altronde confermato dai risultati empirici visti sopra.¹⁰⁸

12. *L'assenza di obblighi di disclosure degli engagements.*

L'altro elemento da rilevare – e che, insieme alle osservazioni svolte sopra, sembra dare luogo a un vero e proprio corto-circuito logico dell'impianto normativo europeo – è l'assenza di obblighi di *disclosure* dei

¹⁰³ V. *supra* par 9.

¹⁰⁴ R. J. GILSON, J. N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 113, 863 ss., 897 («[hedge funds] specialize in monitoring portfolio company strategy and formulating alternatives [. . .] for presentation to the institutional investors" [which, in turn, specialize in] portfolio management and in evaluating proposals presented by activist investors.»). Per una versione "aggiornata" della tesi, v. A. CHRISTIE, *The Agency Costs of Sustainable Capitalism*, in *UC Davis Law Review*, 55, in corso di pubblicazione.

¹⁰⁵ *Supra*, par. 8.

¹⁰⁶ Par. 6.a. e W. RINGE, (nt. 56).

¹⁰⁷ *Ibidem*.

¹⁰⁸ Parr. 7 e 8.

private engagements. Il risultato è quasi paradossale. Con specifico riferimento ai temi ambientali e sociali, si chiede una *disclosure* dei comportamenti di voto più significativi ma, come visto, l'assenza in Unione europea di un vero mercato attivista, almeno di uno con caratteristiche riconducibili a quello nord-americano, comporta che alle assemblee dei soci delle emittenti non vengano presentate quasi mai proposte su questi temi. Al contempo, però, non si impone alcuna forma di *disclosure* per lo strumento che, almeno come mostrato dalle evidenze empiriche in questo lavoro, sembra emergere come centrale nel monitoraggio E & S condotto dai grandi investitori: il dialogo diretto.

I co-legislatori, insomma, sembrano comportarsi come se il mercato europeo fosse un mercato di attivisti, in cui la sinergia tra grandi fondi attivisti e grandi fondi passivi vista sopra¹⁰⁹ – con i fondi speculativi che presentano proposte o avviano campagne e i gestori di fondi passivi che prestano, ove ritengono l'iniziativa meritevole, il loro supporto in assemblea – sia importabile dal mercato nord-americano a quello unionale. In quest'ultimo, però, almeno con riferimento ai temi ambientali e sociali, come visto, manca una "gamba": quella degli attivisti che presentano proposte (gli attivisti sembrano, invece, essere più propensi a presentare proposte su questioni di *governance* tradizionale). Con riferimento alle materie E & S, quindi, il risultato è quello di imporre obblighi di rendicontazione per lo strumento (voto) che non viene utilizzato e di non imporlo per quello (dialogo diretto) che viene invece largamente utilizzato. Ciò, come di dirà tra un attimo, può avere effetti sistemici di particolare rilievo. L'assenza di un obbligo di *disclosure*, sembra rappresentare quindi un vero e proprio caso di libertà dell'impresa – in questo caso, di una particolare tipologia di impresa, e cioè di quella che fornisce servizi finanziari – illimitata.

13. *Segue. Conseguenze e possibili soluzioni.*

Insomma, la *disclosure* del contenuto del dialogo diretto è rimessa alla completa discrezionalità dei gestori. I Tre Gestori pubblicano infatti ogni anno

¹⁰⁹ *Supra* nota 104.

alcuni dettagli sui casi maggiormente emblematici di dialogo diretto;¹¹⁰ ad eccezione di questi pochi casi, tuttavia, i Tre Gestori rendono note soltanto informazioni molto generiche, come ad esempio la tematica discussa (e.g., ambientale, sociale o di *governance* tradizionale) e le società-portafoglio con cui il dialogo è stato condotto.¹¹¹ Tuttavia, sono esclusivamente gli stessi gestori a decidere se e quanta parte del dialogo rendere pubblica: decideranno i gestori, in particolare, di quali casi specifici di dialogo diretto vogliono rendere pubblici i dettagli e, con riferimento a questi, cosa rivelare esattamente. Ciò ha conseguenze particolarmente rilevanti sia a livello micro, sia a livello macro-economico.¹¹²

Quali, dunque, le possibili soluzioni? Da un punto di vista concettuale, sembrano esserne due. La prima, di carattere sistemico, è quella di provare a rivitalizzare l'attivismo in Ue, nella speranza che segua i *trends* che sembrano emergere in quello nord-americano¹¹³ e si apra, dunque, anche a forme di attivismo a carattere ambientale e sociale. In questa ipotesi, infatti, si

¹¹⁰ Cfr., ad esempio, BLACKROCK, *Our approach to sustainability*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-commitment-to-sustainability-full-report.pdf>.

¹¹¹ V. gli *Investment Stewardship Reports* pubblicati dai Tre Giganti: BLACKROCK, *Investment Stewardship Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020.pdf>; VANGUARD, (nt. 28); STATE STREET GLOBAL ADVISORS, *Stewardship Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/asset-stewardship/asset-stewardship-report-2020.pdf>.

¹¹² Con riferimento al primo, il mercato, e soprattutto gli investitori individuali nei fondi, non possono sapere come i principi di *stewardship* fissati dagli *asset managers* — principi che, come visto, ormai includono anche i grandi temi ambientali e sociali — vengono effettivamente declinati dai gestori nei rapporti con le società-portafoglio. Continuare a ignorare il tema della *disclosure* degli *engagements* su temi ambientali e sociali significa quindi non solo non centrare pienamente l'obiettivo di una trasparenza in materia E & S, ma rischiare di contribuire a rendere il prezzo delle azioni inaccurato (o, se si vuole vedere l'altro lato della medaglia, si rischia di renderlo scarsamente informativo). Sul rapporto tra informazioni e prezzo delle azioni v., e.g., C. VEGA, *Stock price reaction to public and private information*, in *J. Fin. Econ.*, 2006, 82, 103 ss. («*In an efficient market, security prices at any given time fully reflect all available information.*»). Con riferimento al piano macro-economico, l'assenza di obblighi di *disclosure* comporta il rischio di perdere una grossa fetta di ciò che avviene in materia ambientale e sociale. Ciò è particolarmente vero se si tiene presente l'importanza dei Tre Giganti (anche prospettica) nel mercato europeo e il largo ricorso, da parte loro, al dialogo diretto in materia E & S.

¹¹³ Cfr. *supra* par. 9.

porrebbero i presupposti normativi necessari affinché il mercato possa indirizzarsi verso la sinergia sopra analizzata:¹¹⁴ il mercato di attivisti, così rivitalizzato, presenterebbe alle assemblee degli azionisti proposte E & S, mentre i gestori di fondi passivi – e i Tre Giganti in particolare – fornirebbero il loro supporto in assemblea alle proposte ritenute meritevoli. La soluzione, tuttavia, presenta almeno due limiti. Anzitutto, comporterebbe modifiche profonde dell'impianto normativo europeo e, quindi, richiederebbe tempo per essere implementata. Inoltre, e soprattutto, anche ove si optasse per questa opzione, nulla garantirebbe che i grandi *asset managers* cesserebbero di fare largo utilizzo del dialogo diretto per discutere le questioni E & S. E, anzi, le evidenze provenienti dagli Stati Uniti sembrano mostrare proprio come, anche in quei mercati (come, appunto, gli Stati Uniti) in cui i Tre Giganti potrebbero utilizzare il voto in assemblea per promuovere questioni E & S, i tre *asset managers* continuino a preferire il dialogo diretto.¹¹⁵

L'altra soluzione potrebbe essere quella di intervenire sull'impianto normativo per introdurre un obbligo di *disclosure* dei *private engagements* su questioni E & S.¹¹⁶ La soluzione, più immediata e meno complessa rispetto alla prima dal punto di vista normativo, comporterebbe un obbligo in capo agli *asset managers* di rivelare il contenuto del dialogo diretto su questioni ambientali e sociali condotto con gli amministratori delle società-portafoglio. Di seguito, si cercheranno di delineare alcune direttrici che potrebbero ispirare un'eventuale riforma in tal senso.

14. *Segue. Un modello di obbligo di disclosure.*

L'obbligo di *disclosure*, da introdurre su base *comply or explain*, dovrebbe essere applicabile a investitori istituzionali e gestori di attivi. Dovrebbe avere ad oggetto tutte le forme di dialogo diretto, a prescindere dalla forma e dall'intensità, che abbiano ad oggetto informazioni materiali

¹¹⁴ V. *supra* par. 11. a.

¹¹⁵ Cfr. *supra* par. 9.

¹¹⁶ Una misura simile è stata ad esempio proposta nel dibattito accademico nord-americano. Cfr. L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2123 ss. La proposta che si avanza in questo lavoro, è invece limitata esclusivamente alle ipotesi di dialogo diretto su questioni ambientali e sociali, escludendo quelle di *governance* tradizionale, sebbene ben potrebbe essere estesa a queste ultime.

relative a questioni ambientali e sociali. Per essere efficace, l'obbligo di *disclosure* dovrebbe poi avere determinate caratteristiche relative alla cadenza e al suo contenuto. Con riguardo alla prima, cadenze superiori all'anno frustrerebbero l'obiettivo di immettere nel mercato informazioni E & S in maniera tempestiva. Fermo restando dunque che la *disclosure* dovrebbe avvenire con cadenza almeno annuale, sembrerebbe però auspicabile una cadenza semestrale.¹¹⁷

Quanto al contenuto, si dovrebbe almeno richiedere la pubblicazione di informazioni sulle modalità del dialogo (e.g., via *conference call*, riunione, invio di una lettera), sui temi e sulle specifiche questioni discusse, sulle eventuali richieste avanzate dall'*asset manager* e sulle risposte del *board*.¹¹⁸ Sembra utile evidenziare l'importanza della pubblicazione di dettagli sulle questioni specifiche discusse. I Tre Giganti si limitano per ora a indicare la macro-categoria dell'argomento discusso (ambiente, sociale o *governance* tradizionale) e, all'interno di questo, la sotto-tematica trattata (e.g., se la macro-categoria è quella ambientale, si indicano poi sotto-tematiche come, per esempio, "gestione del rischio climatico" o "gestione dell'impatto ambientale"). Queste indicazioni, tuttavia, non forniscono informazioni sulla specifica problematica che l'*asset manager* ritiene interessi la società-portafoglio e, pertanto, non contribuisce a immettere nel mercato informazioni utili. Se ci si preoccupa effettivamente, come sembra ormai fare l'Ue, delle informazioni non finanziarie, è allora necessario chiedere agli *asset managers* la pubblicazione anche delle specifiche questioni trattate.

In questa sede, non si è certo inteso fornire una proposta di politica legislativa esaustiva, ma si è piuttosto cercato di tracciare le linee generali e i riferimenti per una eventuale iniziativa in tal senso. Da vagliare sono anche

¹¹⁷ Mentre per la *disclosure* sul comportamento di voto, infatti, una cadenza annuale è legata alla circostanza che il voto, salvo il caso di assemblee straordinarie, viene esercitato soltanto una volta all'anno, in occasione dell'assemblea ordinaria, il dialogo diretto invece può essere esercitato in qualsiasi momento. Prevedere una *disclosure* semestrale garantirebbe, pertanto, una maggiore tempestività nell'immissione delle informazioni E & S. L'importanza di una *disclosure* del dialogo diretto frequente è evidenziata anche da L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2124.

¹¹⁸ In dottrina nord-americana, si è evidenziata anche l'importanza di comunicare dettagli su chi tra l'*asset manager* e il *board* della società-portafoglio abbia iniziato il dialogo. *Ibidem*.

possibili obiezioni all'introduzione di un obbligo di *disclosure* del contenuto del dialogo diretto: argomenti che, per esempio, potrebbero evidenziarne la sua superfluità,¹¹⁹ il suo costo eccessivo,¹²⁰ nonché i possibili impatti sulla spontaneità del dialogo stesso.¹²¹

¹¹⁹ Si potrebbe cioè sostenere che la misura non sia necessaria. Non lo è – si potrebbe dire – anzitutto in quanto i Tre Giganti già pubblicano informazioni riguardo al contenuto dei loro dialoghi diretti. Si è già visto, però, come questa *disclosure* sia inidonea a fornire dettagli sufficienti a immettere nel mercato informazioni E & S che siano materiali, specie alla luce del fatto che non vengono pubblicate informazioni sulle specifiche problematiche ambientali e sociali discusse, se non nei rari casi in cui gli *asset managers* decidano di procedere in questa direzione. Né si potrebbe sostenere la superfluità della misura sostenendo che i grandi *asset managers* potrebbero decidere di adottare un regime di maggiore trasparenza spontaneamente. Non sembrerebbero esservi incentivi di nessun tipo che favorirebbero una scelta spontanea in tal senso; anzi, se relegata alla volontà dei gestori, la scelta di uno di questi di procedere per primo a pubblicare più informazioni sui propri dialoghi diretti potrebbe essere addirittura dannosa. Il *first-mover*, infatti, rischierebbe di esporsi a un maggiore scrutinio degli investitori e dei regolatori rispetto ai propri *competitors* diretti, senza che ne possa trarre significativi benefici positivi.

Si potrebbe poi obiettare che l'analisi ignori le emittenti le quali – si potrebbe sostenere – per mezzo dei loro amministratori sarebbero chiamate a rivelare eventuali informazioni materiali che emergano nel corso dei *private engagements*, rendendo dunque superflua – continuerebbe la tesi – l'imposizione di un obbligo di *disclosure* agli *asset managers*. Occorre però evidenziare, anzitutto, che la pubblicazione di certe informazioni (cc.dd. informazioni regolamentate) è disciplinata entro quadri normativi precisi e stringenti. Si pensi, ad esempio, alla disciplina europea sulle cc.dd. informazioni privilegiate (su cui cfr. art. 7 regolamento n. 594/2014 in materia di abusi di mercato): non tutte le informazioni ambientali e sociali che dovessero emergere nell'ambito del dialogo diretto potrebbero essere così materiali da avere un effetto significativo sui prezzi delle azioni; nondimeno, potrebbe essere desiderabile che siano rese note perché, ad esempio, indicative di come l'emittente operi con riguardo a questi profili. In secondo luogo, anche a voler ammettere che le informazioni E&S discusse nei *private engagements* vengano pubblicate dalle emittenti, resta nondimeno che un regime di *disclosure* come quello qui proposto non solo consente la disseminazione di ulteriori informazioni a carattere ambientale e sociale nel mercato, ma contribuisce anche a rendere *accountable* i Tre Giganti che, come visto (*supra* par. 4), promuovono una vera e propria agenda ambientale e sociale e, presumibilmente, riescono proprio in forza di questo impegno ad attrarre maggiori investimenti.

¹²⁰ Si potrebbe poi osservare che la misura sarebbe non proporzionale rispetto all'obiettivo di una maggiore trasparenza in materia ambientale e sociale. Chiedere agli *asset managers* di pubblicare il contenuto di ogni *engagement*, insomma, introdurrebbe un onere particolarmente significativo sugli *stewardship teams* dei gestori. Oneri simili sono però già imposti alle società di maggiori dimensioni. Inoltre, il costo sarebbe abbondantemente compensato dalla conseguente riduzione del costo per il reperimento di investimenti sostenibili.

¹²¹ Su quest'ultimo profilo si v. L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 13), 2126.

Conclusioni.

Le evidenze empiriche sembrano mostrare un netto ricorso da parte dei grandi *asset managers* (o, almeno, di quello maggiormente esposto sui grandi temi ambientali e sociali, e cioè BlackRock) al dialogo diretto per la discussione di questioni E & S. Si è osservato come, a fronte di queste evidenze, l'impianto normativo europeo si focalizzi, oltre che sull'informativa precontrattuale, sulla *disclosure* dei comportamenti di voto maggiormente significativi, inclusi quelli su tematiche non finanziarie. La normativa sembra essere frutto quasi di un equivoco: l'idea che il mercato europeo sia un mercato di attivisti in senso tradizionale, dove gli azionisti presentano numerose proposte anche nelle materie ambientale e sociale e, di conseguenza, in cui gli ordini del giorno delle assemblee di società sono caratterizzate da numerose proposte su queste questioni.

Le evidenze raccolte, tuttavia, mostrano l'opposto. E, soprattutto, mostrano come, continuando a non imporre un regime di *disclosure* dei contenuti dei *private engagements* su questioni ambientali e sociali, non si immettano nel mercato gran parte delle informazioni su questi temi che emergono dalle interazioni tra grandi *asset managers* ed emittenti. Sembrerebbe pertanto opportuno o introdurre tale regime di *disclosure*, oppure irrobustire la *disclosure* sui comportamenti di voto provando, però, al contempo a rivitalizzare l'attivismo in Europa, nella speranza che assuma un'apertura anche verso le tematiche di *governance* non tradizionale, come sembra stia iniziando ad accadere negli Stati Uniti. La prima soluzione sembra non solo più immediata, ma anche più certa ed efficace.

ALLEGATO

Tavola 1. Le posizioni aggregate dei Tre Giganti nelle società-campione.

<i>Percentuale Posizione Aggregata</i>	<i>Numero di società</i>
> 10%	4
5% - 9.99%	44
3 - 4.99%	27
< 2.99%	8
Totale	83

Tavola 2. Le posizioni aggregate dei Tre Giganti in rapporto al flottante.

<i>Società</i>	<i>Valore Aggregato Posizioni Tre Giganti</i> <i>(% su capitale sociale)</i>	<i>% Flottante</i>
Aareal Bank Ag	4.0797	100
Adidas Ag	6.7702	90.4372
Aena Sme Sa	3.3946	48.9855
Airbus Se	4.4411	73.9419
Alkermes Plc	18.3773	98.7951
Alstom Sa	4.9563	87.7409
Aon Plc	19.4817	98.9505
Arcelormittal	4.9835	61.9266
Arkema Sa	6.2377	75.3461
Asml Holding Nv	6.8998	99.2779
Asr Nederland Nv	9.4042	99.9935
Assicurazioni Generali Spa	4.5792	67.984

Atos Se	5.5261	86.7097
Axa Sa	5.3521	94.3612
Banco Bpm Spa	4.8235	86.0354
Banco De Sabadell Sa	5.0828	98.9083
Banco Santander Sa	6.4602	99.519
Bayer Ag	7.4893	99.9995
Bayerische Motoren Werke Ag	3.9407	53.2297
Bnp Paribas Sa	6.655	88.0157
Bureau Veritas Sa	3.566	63.2552
Buzzi Unicem Spa	2.1628	55.6307
Capgemini Se	5.3077	93.991
Carrefour	4.3163	75.2952
Cd Projekt Sa	3.8669	67.8912
Cellnex Telecom Sa	4.725	76.4717
Cez As	1.9957	29.7343
Commerzbank Ag	5.4899	79.39
Crh Plc	8.8289	96.4521
Daimler Ag	5.5067	82.2358
Danone Sa	6.3736	92.1265
Danske Bank A/S	4.046	77.6854
Dassault Systemes	3.6426	50.1071
Deutsche Bank Ag	3.0985	90.7423
Deutsche Telekom Ag	5.1692	67.6872
E.On Se	5.3855	83.7147
Edp - Energias De Portugal Sa	5.8429	67.8025
Enel Spa	6.1916	75.5668
Engie Sa	3.5653	72.4017
Eni Spa	4.4587	66.7317
Equinor Asa	2.2207	30.1914
Flutter Entertainment Plc	7.1123	92.174
Fortum Oyj	3.4365	48.3762
Heidelbergcement Ag	5.0456	72.2872
Heineken Nv	2.3138	41.1753
Hera	2.419	47.5907

Ing Groep Nv	7.2779	99.9823
International Consolidated Airlines Group Sa	2.9846	74.7501
Intesa Sanpaolo Spa	6.209	83.5484
Johnson Controls International P	20.0181	99.6896
Kering Sa	4.2706	58.5125
Air Liquide Sa Pour Letude Et Lexplo Des	5.634	98.0048
Neles Oyj	2.9926	60.6061
Nxp Semiconductors Nv	8.6653	99.7044
Orange Sa	5.0763	67.01
Orion Engineered Carbons Sa	10.5858	97.8287
Pernod-Ricard Sa	4.9609	76.786
Pge Polska Grupa Energetyczna Sa	2.9252	42.6138
Qiagen Nv	6.1841	99.6629
Renault Sa	3.8755	61.8525
Safran Sa	6.2405	80.4313
Sap Se	6.099	84.9237
Scor Se	6.8384	97.6218
Scout24 Ag	5.8877	92.5588
Siemens Ag	6.8286	87.5832
Siltronic Ag	1.4198	55.4961
Smurfit Kappa Groupplc	8.5258	99.1987
Societe Generale Sa	7.3032	99.4503
Ssab Ab	3.1887	65.4206
Symrise Ag	6.4215	94.7105
Telefonaktiebolaget Lm Ericsson	5.7817	95.2006
Teleperformance	8.3319	98.012
Thyssenkrupp Ag	3.7751	79.0672
Total Se	6.4285	95.0566
Ubisoft Entertainment Sa	4.0533	69.4309
Unicredit Spa	7.1087	93.3193
Veolia Environnement Sa	6.053	96.1223
Voestalpine Ag	4.057	62.6414

Volkswagen Ag	6.5214	88.8266
Volvo Ab	3.5197	89.5726
Wendel Se	3.7884	57.8373
Wolters Kluwer Nv	5.9772	96.7405
Worldline Sa	6.5662	80.7088

Tavola 3. Top holders delle società-campione.

<i>Società-campione in cui uno o più dei Tre Giganti è tra i primi dieci investitori</i>	83 (100%)
<i>Società-campione in cui BlackRock è tra i primi dieci investitori</i>	77 (92.7%)

Tavola 4. Dialoghi diretti di BlackRock con le società-portafoglio nel 2020.

<i>Società</i>	<i>N. dialoghi</i>	<i>Governance</i>	<i>Ambiente</i>	<i>Sociale</i>	<i>Totale discussioni E & S</i>
Aareal Bank Ag	2	3	1	0	1
Adidas Ag	3	3	0	2	2
Aena Sme Sa	1	0	2	0	2
Airbus Se	3	3	3	2	5
Alkermes Plc	1	4	0	1	1
Alstom Sa	1	3	2	0	2
Aon Plc	1	5	3	2	5
Arcelormittal	2	2	3	1	4
Arkema Sa	1	5	2	1	3
Asml Holding Nv	1	4	3	0	3
Asr Nederland Nv	1	1	2	0	2
Assicurazioni Generali Spa	4	9	2	0	2

Atos Se	2	7	2	0	2
Axa Sa	2	5	3	0	3
Banco Bpm Spa	1	2	2	0	2
Banco De Sabadell Sa	1	4	1	2	3
Banco Santander Sa	2	4	2	2	4
Bayer Ag	2	7	0	1	1
Bayerische Motoren Werke Ag	5	3	7	0	7
Bnp Paribas Sa	1	3	2	1	3
Bureau Veritas Sa	3	3	5	4	9
Buzzi Unicem Spa	1	1	2	1	3
Capgemini Se	1	3	2	0	2
Carrefour	1	3	2	1	3
Cd Projekt Sa	1	4	1	1	2
Cellnex Telecom Sa	2	3	0	1	1
Cez As	1	1	1	0	1
Commerzbank Ag	3	10	3	4	7
Crh Plc	1	1	2	1	3
Daimler Ag	3	2	3	2	5
Danone Sa	2	3	4	0	4
Danske Bank A/S	2	4	2	0	2
Dassault Systemes	1	3	2	1	3
Deutsche Bank Ag	3	12	1	2	3
Deutsche Telekom Ag	1	1	2	1	3
E.On Se	3	5	3	2	5
Edp - Energias De Portugal Sa	4	4	3	1	4
Enel Spa	2	1	3	1	4
Engie Sa	3	3	3	1	4
Eni Spa	2	3	2	0	2
Equinor Asa	1	0	1	0	1
Flutter Entertainment Plc	3	6	0	1	1
Fortum Oyj	4	1	4	1	5
Heidelbergcement Ag	1	0	1	0	1
Heineken Nv	2	3	2	2	4
Hera	2	3	1	1	2
Ing Groep Nv	3	6	2	0	2
Int. Consolidated Airlines Group	2	4	0	1	1
Intesa Sanpaolo Spa	1	3	0	2	2
Johnson Controls International P	1	2	3	0	3
Kering Sa	1	3	1	0	1
Air Liquide Sa	2	3	3	1	4

Neles Oyj	1	0	2	0	2
Nxp Semiconductors Nv	1	3	1	1	2
Orange Sa	1	3	2	0	2
Orion Engineered Carbons Sa	1	1	3	1	4
Pernod-Ricard Sa	1	2	2	0	2
Pge Polska Grupa Energet. Sa	1	1	1	0	1
Qiagen Nv	3	10	0	1	1
Renault Sa	2	2	3	0	3
Safran Sa	1	2	2	0	2
Sap Se	4	9	4	2	6
Scor Se	2	5	0	1	1
Scout24 Ag	1	4	2	0	2
Siemens Ag	2	2	1	0	1
Siltronic Ag	1	3	1	1	2
Smurfit Kappa Groupplc	1	2	1	1	2
Societe Generale Sa	2	5	1	0	1
Ssab Ab	2	3	2	0	2
Symrise Ag	1	1	0	1	1
Telefonaktiebolaget Lm Ericsson	2	2	4	2	6
Teleperformance	2	5	2	0	2
Thyssenkrupp Ag	1	0	1	0	1
Total Se	4	6	3	1	4
Ubisoft Entertainment Sa	2	9	4	2	6
Unicredit Spa	3	5	2	4	6
Veolia Environnement Sa	2	5	1	0	1
Voestalpine Ag	1	3	1	1	2
Volkswagen Ag	5	8	5	0	5
Volvo Ab	2	3	1	0	1
Wendel Se	1	3	0	1	1
Wolters Kluwer Nv	3	5	0	1	1
Worldline Sa	2	7	0	1	1
TOTALE	158	300	158	70	228

Tavola 5. Proposte E & S presentate alle assemblee delle società-portafoglio nel 2020.

<i>Società</i>	<i>Proposte su temi ambientali o sociali presentate all'assemblea</i>
Aareal Bank Ag	No
Adidas Ag	No
Aena Sme Sa	Sì
Airbus Se	No
Alkermes Plc	No
Alstom Sa	No
Aon Plc	No
Arcelormittal	No
Arkema Sa	No
Asml Holding Nv	No
Asr Nederland Nv	No
Assicurazioni Generali Spa	No
Atos Se	No
Axa Sa	No
Banco Bpm Spa	No
Banco De Sabadell Sa	No
Banco Santander Sa	No
Bayer Ag	No
Bayerische Motoren Werke Ag	No
Bnp Paribas Sa	No
Bureau Veritas Sa	No
Buzzi Unicem Spa	No
Capgemini Se	No
Carrefour	No
Cd Projekt Sa	No
Cellnex Telecom Sa	No
Cez As	No
Commerzbank Ag	No
Crh Plc	No
Daimler Ag	No
Danone Sa	Sì

Danske Bank A/S	Si
Dassault Systemes	No
Deutsche Bank Ag	No
Deutsche Telekom Ag	No
E.On Se	No
Edp - Energias De Portugal Sa	No
Enel Spa	No
Engie Sa	No
Eni Spa	No
Equinor Asa	Si
Flutter Entertainment Plc	No
Fortum Oyj	No
Heidelbergcement Ag	No
Heineken Nv	No
Hera	No
Ing Groep Nv	No
International Consolidated Airlines Group Sa	No
Intesa Sanpaolo Spa	No
Johnson Controls International P	No
Kering Sa	No
Air Liquide Sa Pour Letude Et Lexplo Des	No
Neles Oyj	No
Nxp Semiconductors Nv	No
Orange Sa	No
Orion Engineered Carbons Sa	No
Pernod-Ricard Sa	No
Pge Polska Grupa Energetyczna Sa	No
Qiagen Nv	No
Renault Sa	No
Safran Sa	No
Sap Se	No
Scor Se	No
Scout24 Ag	No
Siemens Ag	No
Siltronic Ag	No
Smurfit Kappa Groupplc	No
Societe Generale Sa	No
Ssab Ab	No

Symrise Ag	No
Telefonaktiebolaget Lm Ericsson	No
Teleperformance	No
Thyssenkrupp Ag	No
Total Se	Sì
Ubisoft Entertainment Sa	No
Unicredit Spa	No
Veolia Environnement Sa	No
Voestalpine Ag	No
Volkswagen Ag	No
Volvo Ab	No
Wendel Se	No
Wolters Kluwer Nv	No
Worldline Sa	Sì

<i>Totale società alle cui assemblee (ordinarie o straordinarie) sono state presentate proposte su temi ambientali e/o sociali</i>	6
---	----------

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in AA.VV., *Studi in onore di M. Foschini*, Padova, Cedam, 2011, 173 ss.

AMEL-ZADEH, SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Fin. Analysts J.*, 2018, 74, 87 ss.

BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Colum. L. Rev.*, 2019, 119, 2104 ss.

BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *B. U. L. Rev.*, 2019, 99, 721 ss.

BECHT, MAYER, *Introduction*, in *The Control of Corporate Europe*, a cura di Fabrizio Barca e Marco Becht, Oxford Scholarship Online, 2001.

BIRDTHISTLE, *The Fortunes and Foibles of Exchange-Traded Funds: A Positive Market Response to the Problems of Mutual Funds*, in *Del. J. Corp. L.*, 2008, 33, 69 ss.

BLACKROCK, *Annual Engagement and Voting Statistics*, reperibile in internet al seguente indirizzo:
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-voting-and-engagment-statistics-annual-report-2019.pdf>

BLACKROCK, *Engagement Priorities for 2020*, reperibile in internet al seguente indirizzo:
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>.

BLACKROCK, *Global Corporate Governance & Engagement Principles (2020)*, disponibile all'indirizzo
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>

BLACKROCK, *Investment Stewardship Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020.pdf>.

BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Engagement Summary Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-engagement-summary-report-2020.pdf>.

BLACKROCK, *Investment Stewardship Global Principles*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>.

BLACKROCK, *Investment Stewardship Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>.

BLACKROCK, *The Investment Stewardship Ecosystem*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-investmentstewardship-ecosystem-july-2018.pdf>.

CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *RED*, 2015, I, 1 ss.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione EU Taxonomy, Corporate Sustainability Reporting, Sustainability Preferences and Fiduciary Duties: Directing finance towards the European Green Deal*, COM (2021) 188.

COMMISSIONE EUROPEA, *Un pianeta pulito per tutti - Visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra*, COM (2018) 773.

EDKINS, *The Significance of ESG Engagement*, in *21st Century Engagement: Investor Strategies for Incorporating ESG Considerations into Corporate Interactions*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-ceres-engagementguide2015.pdf>.

ERNST YOUNG, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, luglio 2020.

FELICETTI, *L'impegno ambientale e sociale di BlackRock. Riflessioni alla luce delle prime evidenze empiriche del 2020*, in AA. VV., *Tutela dell'ambiente e Responsabilità d'Impresa*, in corso di pubblicazione, Cacucci.

FICHTNER, HEEMSKERK, GARCIA-BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, in *Bus. & Pol.*, 2017, 19, 298 ss.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code 2020*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf

FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOLetter:PMS:US:NA&gclid=EA1aIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP_D_BwE&gclsrc=aw.ds.

FINK, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>.

FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *Passive Investors*, ECGI Working Paper n. 414/2018.

FISCH, HAMDANI, SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2019, 168, 17 ss.

FISCH, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds* (2020), U. Pa. Inst. L. & Econ., Research paper no. 20-09.

GILSON, GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 113, 863 ss.

GRANT, KIRCHMAIER, *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*, in *Europ. Mgm't Rev.*, 2005, 2, 231 ss.

GRIFFIN, *Environmental & Social Voting at Index Funds*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354208.

GRIFFITH, LUND, *Toward a Mission Statement for Mutual Funds in Shareholder Litigation*, in *U. Chi. L. Rev.*, 2020, 87, 1149 ss.

GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS* 2011, 1, 2 ss.

GUTIÉRREZ, SÁEZ LACAVE, *Strong shareholders, weak outside investors*, in *Journal of Corp. L. Stud.*, 2018, 18, 276 ss.

HIRST, *Social Responsibility Resolutions*, in *J. Corp. L.*, 2018, 43, 217 ss.

COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal europeo*, COM (2019) 640.

KAHAN, ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders* (2018), N. Y. U., L. & Econ. Res. Paper Series, Working Paper No. 18-39.

LACAILLE, KUMAR, *2019 Proxy Voting and Engagement Guidelines: North America*, Harv. L. Sch. F. Corp. Governance & Fin. Reg. (27 marzo 2019), reperibile in internet al seguente indirizzo:

<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/03/27/2019-proxy-voting-and-engagement-guidelines-north-america/>.

LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, in *J. Corp. L.*, 2018, 43, 101 ss.

MALLOW, SETHI, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk–Strine Debate*, in *N.Y.U. J. L. & Bus.*, 2016, 12, 385 ss.

MALLOW, *Asset Management, Index Funds, And Theories of Corporate Control*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3483573 (2019).

MCCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *J. Fin.*, 2016, 71, 2905 ss.

MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, 5, 685 ss.

MULA, BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 171 ss.

PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute, Working Paper n. 353/2017.

PLATT, *Index Fund Enforcement*, in *UC Davis L. Rev.*, 2020, 53, 1453 ss.

RINGE, *Shareholder Activism: A Renaissance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Jeffrey N. Gordon e Wolf-Georg Ringe, Oxford, Oxford University Press, 2018.

SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.* 2012, 1, 31 ss.

STATE STREET GLOBAL ADVISORS, *Global Proxy Voting and Engagement Principles*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/ic/proxy-voting-and-engagement-guidelines-principle.pdf>

STATE STREET GLOBAL ADVISORS, *Stewardship Report 2020*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/asset-stewardship/asset-stewardship-report-2020.pdf>.

STATE STREET, *Stewardship Report 2018-2019*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.ssga.com/library-content/products/esg/annual-asset-stewardship-report-2018-19.pdf>

THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, Final Report (URN 12/917, luglio 2012).

VANGUARD, *Investment Stewardship 2019 Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2019_investment_stewardship_annual_report.pdf

VANGUARD, *Investment Stewardship Annual Report*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2021_investment_stewardship_annual_report.pdf

VANGUARD, *Proxy voting guidelines for U.S. portfolio companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo: https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy_voting_guidelines.pdf

VANGUARD, *U.S. household trading: Coronavirus market volatility*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://personal.vanguard.com/pdf/coronavirus-market-volatility.pdf>

VEGA, *Stock price reaction to public and private information*, in *J. Fin. Econ.*, 2006, 82 103.