

# Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”

## *Institutional investors and “responsible” capitalism*

Marco Maugeri \*

---

### ABSTRACT:

Fino a che punto è plausibile e legittimo porre gli investitori istituzionali al servizio della tutela dell’ambiente o del raggiungimento di obiettivi umanitari?

Nell’affrontare questo interrogativo, l’articolo esplora le implicazioni pratiche e giuridiche della scelta di adottare un nuovo paradigma in forza del quale gli investitori istituzionali siano tenuti a esercitare i loro diritti di azionisti per sollecitare le società partecipate a internalizzare gli effetti negativi delle loro attività sull’ambiente, sulla collettività e sui diritti umani.

Un approccio di questo tipo solleva temi di legittimità politica, in quanto si traduce nell’imporre ai gestori di patrimoni il dovere di influenzare l’orientamento ESG delle società in portafoglio senza alcuna consultazione preventiva dei proprietari finali – un problema esacerbato dalla elevata concentrazione di potere nelle mani di pochi grandi asset managers (le c.d. “Big Three”). Muovendo da tale prospettiva, il lavoro analizza la fisionomia di un eventuale obbligo degli investitori istituzionali di tener conto delle preferenze ESG dei loro clienti nelle scelte di *engagement*. Alcune riflessioni sono dedicate, infine, al problema dell’efficacia di scelte regolatorie funzionali a garantire che gli investitori istituzionali agiscano da “cinghia di trasmissione” per segnalare alle società partecipate le preferenze ESG dei beneficiari finali (ad esempio, prevedendo un voto consultivo assembleare sulle politiche di sostenibilità dell’impresa).

*To what extent is it plausible and legitimate to put institutional investors at the service of environmental protection or the achievement of humanitarian goals?*

*In addressing this question, the paper explores the practical and legal implications of shifting towards a new paradigm of stakeholderism according to which institutional investors would be required to exercise their rights as shareholders to urge investee companies to internalize the negative effects of their activities on environment, society, and human rights.*

*Such an approach raises issues of political legitimacy, since it results in imposing on the asset managers the duty to influence the ESG orientation of portfolio companies without*

---

\* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Europea di Roma; e-mail: marco.maugeri@unier.it.

*any prior consultation of the beneficial owners – an issue that is exacerbated by the high concentration of wealth in the hands of a few large asset managers (the “Big Three”). From this perspective, the paper analyses how an obligation of asset managers to take into account the ESG preferences of shareholders in their engagement choices could be construed, and the effectiveness of policy choices designed to ensure that institutional investors act as a “transmission belt” to signal to the investee companies the ESG preferences expressed by the ultimate beneficiaries (for instance, by providing for an advisory vote of shareholders’ meeting on the company’s sustainability policies).*

---

#### SOMMARIO:

1. Gli incentivi dei soci istituzionali. – 2. Il voto dei soci istituzionali. – 3. Soci istituzionali e *stakeholder model*. – 4. Soci istituzionali e democrazia economica. - 5. Soci istituzionali e scelte di *policy*.

### 1. *Gli incentivi dei soci istituzionali.*

Prendendo spunto dalla relazione introduttiva di Francesco Denozza, come sempre ricca di innumerevoli argomenti di riflessione, vorrei esplicitare subito il senso di questo mio intervento chiedendomi se i soci possano contribuire non solo ad arginare il potere economico dei *managers* ma anche a realizzare quel mutamento di paradigma, proposto da Denozza in critica all’analisi economica del diritto, che consisterebbe nel recuperare una dimensione sociale al mercato e nel contribuire all’affermarsi di una concezione della società per azioni come «potenziale strumento di dialogo democratico e di democratizzazione dell’economia».

Si potrebbe anzi sostenere che questo mutamento di paradigma sia essenziale nell’interesse stesso del capitalismo che deve diventare “responsabile” se vuole sopravvivere, confutando così la profezia di Schumpeter secondo cui il sistema capitalistico non crollerà sotto il peso di un suo fallimento economico bensì per la ragione «che il suo stesso successo economico *mina alla base gli istituti sociali che lo proteggono*» (enfasi aggiunta)<sup>1</sup>.

L’analisi dell’interrogativo delineato non può che muovere dai due fenomeni che hanno segnato la recente evoluzione della società quotata: da un lato, l’istituzionalizzazione della proprietà azionaria, ossia la sempre maggiore concentrazione delle azioni nei portafogli di fondi pensione, compagnie di assicurazione e

---

<sup>1</sup> J.A. SCHUMPETER, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, Meltemi, 2023, 140 (trad. it. curata da A. ZANINI della III ed. del 1949). Schumpeter, come noto, riteneva che fosse la costante crescita della produttività attuale e potenziale del capitalismo a creare le condizioni per un superamento di quel sistema e ne indicava come «erede apparente il socialismo».

gestori di attivi<sup>2</sup>; dall'altro, la crescente rilevanza dei rischi legati alla «sostenibilità» nella produzione normativa e nella coscienza pratica degli operatori.

Non vi è dubbio che il legislatore dell'Unione europea abbia da tempo manifestato la tendenza a individuare nei diritti dei soci lo strumento per monitorare l'operato degli amministratori e ridurre i costi di agenzia causati da comportamenti opportunistici del *management*<sup>3</sup>. Questa impostazione sembra assumere come tipo di azionista "impegnato" il grande investitore istituzionale diversificato, perché idealmente il più idoneo a svolgere compiti di monitoraggio in ragione della quota elevata di capitale detenuta nell'emittente e della conseguente dilatazione inevitabile dell'orizzonte temporale di investimento. Nel caso dei fondi indice, in particolare, il disinvestimento è precluso dall'impossibilità di vendere le azioni di società che siano (e finché siano) incluse nell'indice riprodotto<sup>4</sup>; inoltre, anche se fosse consentito al fondo di dismettere le azioni, l'uscita dalla compagine sociale potrebbe avvenire solo a forte sconto a causa delle dimensioni della partecipazione detenuta: non essendo allora disponibile alcun altro rimedio pratico all'infuori dell'*engagement* per reagire all'operato negligente degli amministratori delle società le cui azioni sono presenti nel patrimonio gestito.

Altrettanto noti sono tuttavia gli ostacoli, sia di natura pratica sia di natura giuridica, che si oppongono a una tale funzionalizzazione.

Dal punto di vista pratico, si sottolinea spesso la carenza di incentivi adeguati affinché gli investitori istituzionali assumano iniziative concrete di monitoraggio nei confronti degli amministratori. In una prospettiva puramente finanziaria, l'attività di *engagement* ha senso solo se il relativo costo è inferiore al guadagno che l'investitore potrebbe ricavarne in termini di incremento del valore della partecipazione. Se si considera che il fondo "impegnato" si appropria solo di una porzione del valore creato, la parte residua di quel valore restando appannaggio dei fondi concorrenti che non hanno coltivato alcun *engagement*<sup>5</sup>, e se si considera altresì che il costo dell'attivismo non può essere "traslato" sul patrimonio gestito, per vincoli normativi o per ragioni concorrenziali, atteso che la competizione tra i diversi fondi impedisce al gestore "attivista" di aumentare le commissioni di gestione a parità di masse amministrate<sup>6</sup>, la conseguenza più naturale sarà la tendenza a sotto-investire

---

<sup>2</sup> Aspetto ormai da tempo sottolineato in dottrina: v. già E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *Georgetown L. J.* 445 (1991), 447 ss.; più di recente R.J. GILSON, J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013), 874 ss.

<sup>3</sup> È sufficiente menzionare il considerando n. 3 della SHRD II, ove compare il riferimento all'obiettivo della Commissione di «incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti».

<sup>4</sup> G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego L. Rev.* 803 (2018), 831.

<sup>5</sup> V., per tutti, L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *Journal of Econ. Perspectives* 89 (2017), 90 e 96.

<sup>6</sup> L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, (nt. 5), 97 s. La conclusione sarebbe differente se l'atti-

in risorse da dedicare ai team di *stewardship* e a prestare una eccessiva deferenza verso le proposte deliberative formulate dagli amministratori in carica<sup>7</sup>.

Ciò non equivale ad affermare che lo stile di gestione passivo dei fondi si traduca in una completa inerzia nell'osservanza delle politiche di impegno. È presumibile, infatti, che i grandi investitori istituzionali abbiano incentivi a elaborare regole di buon governo societario in una prospettiva «di mercato» (c.d. “market standard”), e cioè replicabili su un numero elevato di società del portafoglio (ad es., in termini di presenza di amministratori indipendenti nei comitati, di quote di genere, di articolazione della remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi, di maggioranze deliberative in sede consiliare o assembleare)<sup>8</sup>: questo approccio consentirebbe, infatti, di ridurre il problema di azione collettiva e il costo da sostenere nella raccolta e nella elaborazione delle informazioni rilevanti ai fini di una compiuta valutazione delle scelte e delle proposte deliberative formulate dagli amministratori<sup>9</sup>. Ma anche così ripensato, il ricorso all'*engagement* non varrebbe a garantire in ogni caso un efficiente monitoraggio della condotta degli amministratori perché un confronto tra investitori e amministratori fondato solo su paradigmi di mercato “fungibili” e “indifferenziati” non consente di maturare una opinione ponderata su vicende *specifiche* del singolo emittente (ad es., una fusione o una operazione con parte correlata), le quali richiedono una analisi dedicata e quindi il sostenimento di costi per attuare una iniziativa che non è replicabile per altri emittenti<sup>10</sup>. Inoltre, un *engagement* circoscritto alla formulazione

---

vità di *engagement* comportasse un incremento degli *asset under management*. Ma non vi è alcuna certezza, allo stato odierno delle conoscenze, che l'attuazione di una politica di impegno nei confronti degli emittenti sia idonea ad attrarre nuova clientela all'investitore attivo sul fronte della *governance* (o comunque un numero di nuovi clienti tale da consentirgli di realizzare un guadagno aumentando la dimensione del portafoglio gestito a parità di commissioni).

<sup>7</sup> L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy* (March 2019). ECGI - Law Working Paper, 4 s., reperibile in <https://www.ecgi.global/sites/default/files/Index%20Funds%20and%20The%20Future%20of%20Corporate%20Governance:%20Theory,%20Evidence,%20And%20Policy.pdf>; G. STRAMPELLI, (nt. 4), 851 s.

<sup>8</sup> E v. infatti F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in questa *Rivista*, 1/2015, 11 osservando come sia realistico immaginare che gli investitori si mostrino «molto più interessati alle caratteristiche complessive dei mercati su cui operano che non alle peculiarità delle singole società» o a un «intervento selettivo, in grado di confrontarsi con i problemi specifici di ciascuna società». Cfr. anche J.E. FISCH, S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 *Texas L. Rev.* 863 (2020), 887 (sottolineando come i grandi investitori istituzionali diversificati tendano a concentrarsi su tematiche rilevanti per l'intero mercato – quali la *governance*, la sostenibilità e la gestione del rischio – in quanto, grazie alle dimensioni dei loro portafogli e alle conseguenti economie di scala, possono cogliere tendenze virtuose idonee a integrare la prospettiva degli amministratori).

<sup>9</sup> L. KLÖHN, *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, in *ZHR* 185 (2021), 182, 197 ss.

<sup>10</sup> A meno che vi sia l'iniziativa di un fondo attivista che proponga ai fondi indice una determinata campagna o strategia da seguire con riguardo a quella determinata operazione: cfr. M. KAHAN, E. ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, in 100 *Boston U.*

di paradigmi di mercato aiuterebbe ad affrontare i problemi più evidenti dell'assetto di governo delle società del portafoglio ma non risolverebbe quelli causati da una gestione inefficiente (la cui soluzione esige un monitoraggio costante, l'avvio di un confronto pervasivo con il *management* e, in ultima istanza, l'adozione di iniziative che conducano alla sua rimozione)<sup>11</sup>.

## 2. *Il voto dei soci istituzionali.*

La mancanza di dati empirici definitivi sull'esistenza di incentivi adeguati all'esercizio di politiche rigorose di *engagement*<sup>12</sup> non è l'unica perplessità che può manifestarsi in ordine al ruolo degli investitori istituzionali nel promuovere mutamenti sensibili delle strategie manageriali delle società partecipate e quindi anche un loro più incisivo orientamento a obiettivi sociali o di democratizzazione dell'impresa. A tale perplessità si aggiunge, infatti, una aporia teorica che viene spesso trascurata nel dibattito scientifico e che riguarda la *funzione* del voto inerente alle azioni presenti nel portafoglio. Per il gestore di attivi – che cura un interesse altrui (cfr. l'art. 35-*decies* T.U.F.) e dispone dunque di un «potere»<sup>13</sup> – l'esercizio del voto non è un «diritto» il cui esercizio sia insindacabilmente rimesso alla discrezionalità individuale bensì è adempimento di un obbligo contrattuale<sup>14</sup>. Il punto è però che al voto dei fondi si attribuiscono due funzioni che sono (e

---

*L. Rev.* 1771 (2020), 1806 s. e 1808. Ma si tratterebbe comunque di una forma di *engagement* “reattiva” la quale non esisterebbe senza la sollecitazione dell’attivista (L.A. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 7), 14).

<sup>11</sup> L. KLÖHN, (nt. 9), 199.

<sup>12</sup> Una visione equilibrata del problema dell’*engagement* presuppone comunque, nel caso dei fondi indice, l’adozione di una *concezione analitica* che distingua in ragione del tipo di impegno di volta in volta richiesto al fondo: v., per un approccio di questo tipo e differenziando tra l’ipotesi di “battaglie” assembleari idonee a incidere in modo significativo sul prezzo delle azioni (“high profile contests”), l’ipotesi della elaborazione di standard di mercato per la *governance* delle società quotate (“market-wide governance”) e l’ipotesi infine di un *engagement* calibrato sulle caratteristiche della *governance* o dell’andamento reddituale della singola società partecipata (“company-specific engagement”), M. KAHAN, E. ROCK, (nt. 10), 1777 ss. (i quali giungono, pertanto, a formulare una valutazione sostanzialmente positiva del ruolo svolto dai fondi indice sia nel decidere le contese più rilevanti per la società, sia nel promuovere le migliori pratiche di governo societario a livello di mercato).

<sup>13</sup> In vero, la funzione si risolve sempre in una «situazione di potere avente per fine la realizzazione di interessi alieni ed oggettivi»: F. MODUGNO, voce *Funzione*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1969, 301, 303.

<sup>14</sup> V. sul punto M. STELLA-RICHTER jr, *L’esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, Utet, 2010, 791 ss. Che la posizione sostanziale del gestore dinanzi al voto sia caratterizzabile in termini di funzione, e quindi connotata da un profilo di *doverosità*, è considerazione incontrovertibile (e v. infatti R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313, 323), al di là del *diverso* problema se poi il gestore sia tenuto a esercitare *sempre* il voto in relazione a *tutte* le assemblee di *tutte* le società del portafoglio: tesi, questa, la quale è insostenibile (se non altro in quanto finirebbe con l’indurre l’azionista istituzio-

devono esser mantenute) *distinte*: da un lato, quella di realizzare l'interesse sociale dell'emittente, minimizzando i costi di agenzia nel rapporto tra soci e amministratori (un tema la cui soluzione spetta al diritto societario); dall'altro, quella di realizzare l'interesse dei partecipanti al fondo, minimizzando i costi di agenzia nel rapporto tra gestore e beneficiari finali (un tema la cui soluzione spetta al diritto del mercato finanziario).

Le due prospettive sarebbero tra loro agevolmente conciliabili se la massimizzazione del valore della singola partecipazione comportasse automaticamente anche la massimizzazione del valore dell'intero portafoglio. Ma questo automatismo non sussiste o comunque non è dimostrabile (o non è stato dimostrato) sul piano empirico; né esso convincerebbe sul piano teorico perché l'interesse «comune» dei partecipanti al fondo, orientandosi al valore dell'intero patrimonio gestito, può entrare in conflitto con l'interesse sociale alla massimizzazione del valore della singola partecipazione. Il problema è amplificato inoltre dalla eventualità che il gestore amministri una pluralità di patrimoni autonomi con diverse strategie di investimento, il che rende impossibile finanche la costruzione di un interesse «comune» alle diverse tipologie di fondo e inevitabile l'accesso alla tecnica del voto «divergente» da parte del gestore<sup>15</sup>.

### 3. *Soci istituzionali e stakeholder model.*

Il quadro appena tratteggiato diviene ancora più complesso quando vi si innesti il tema della sostenibilità o comunque l'esigenza di una evoluzione in senso «democratico» dell'istituto societario.

Qui l'interrogativo di fondo è il seguente: in che misura gli investitori istituzionali possono essere messi al servizio della tutela dell'ambiente e/o del conseguimento di obiettivi sociali o umanitari?

Questo interrogativo può essere affrontato sotto due profili differenti. Il primo attiene alle modalità con le quali il gestore di attivi sia in grado di provocare nell'investitore finale il passaggio dalla «mera» consapevolezza dell'esistenza di un problema ambientale all'adozione di condotte ambientalmente o socialmente

---

nale ad aderire pedissequamente alle proposte del management al fine di minimizzare i costi: v. U. NOACK, *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz*, in *50 Jahre Aktiengesetz*, a cura di H. FLEISCHER, J. KOCH, B. KROPFF, M. LUTTER, Berlin-Boston, De Gruyter, 2016, 193 s.) al pari di quella che, all'opposto, vorrebbe il gestore di attivi altrui legittimato a non esercitare *mai* il diritto di voto in *nessuna* assemblea delle società partecipate. Gli è, infatti, che l'investitore istituzionale esercita una discrezionalità *vincolata* nel selezionare in quali assemblee di quali società votare, purché ne dia adeguata rappresentazione nella propria politica di impegno.

<sup>15</sup> Si assiste, così, a una nuova forma di voto «divergente» o comunque di superamento di quel «dogma» del voto unitario che era già stato sottoposto a magistrale critica da P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, specie 31 ss.

sostenibili che si traducano nell'acquisto di prodotti con caratteristiche ESG<sup>16</sup>. Ci si muove, in tal caso, sul piano del *rapporto "a monte" tra investitore istituzionale e beneficiario finale*, l'obiettivo normativo essendo primariamente quello di ridurre le asimmetrie informative e di contrastare il fenomeno del *greenwashing*<sup>17</sup>.

Un diverso e ulteriore piano riguarda invece il modo in cui gli investitori istituzionali possono indurre il *management* delle società partecipate a gestire l'impresa in modo ambientalmente sostenibile e cioè considerando interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci: un interrogativo che allora riguarda il *rapporto "a valle" tra investitore istituzionale ed emittente* e che evoca direttamente il tema dell'*engagement*. Questo profilo non può ovviamente essere obliterato in un discorso sul capitalismo "responsabile" perché la transizione verso un'economia sostenibile presuppone che le scelte (non solo dei gestori di attivi ma anche, e prima ancora) dei manager delle grandi imprese siano indirizzate alla integrazione di fattori ambientali e sociali nelle scelte relative all'organizzazione dell'attività d'impresa. Non bisogna dimenticare, infatti, che il "marchio" di sostenibilità di un fondo comune di investimento dipende, in coerenza con la sua natura di «bene di terzo grado»<sup>18</sup>, dalla possibilità di qualificare come sostenibile l'attività d'impresa delle società nei cui titoli viene investito il patrimonio del fondo<sup>19</sup>.

Ebbene, è con riferimento a questo profilo che si coglie la ragione delle complessità denunciate all'inizio del paragrafo.

Esse dipendono vuoi dalla ambiguità semantica del termine "sostenibilità", mancando una definizione del concetto che possa dirsi comunemente condivisa (si pensi ad espressioni come "CSR", "ESG", "SRI", "impact investing" e così via)<sup>20</sup>, vuoi dalla eventualità che insorgano conflitti tra gli obiettivi ricompresi in tale formula (ambientali, sociali, finanziari) senza che siano disponibili criteri affidabili per risolverli<sup>21</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. T.M.J. MÖLLERS, *Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor*, in *ZHR* 185 (2021), 881, 890. Ma eguale interrogativo può porsi, e viene posto infatti, per il diritto societario: v. G. BACHMANN, *Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung*, in *ZHR* 187 (2023), 166, 168.

<sup>17</sup> Si muove in questa direzione il regolamento UE 2020/852 del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. "regolamento sulla Tassonomia"). V. al riguardo A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023, 77 ss.

<sup>18</sup> P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 191, 196.

<sup>19</sup> C. KUMPAN, *Anforderungen an nachhaltige Finanzprodukte*, in *ZHR* 187 (2023), 278, 289 ss.

<sup>20</sup> Cfr. T.M.J. MÖLLERS, (nt. 16), 889. La difficoltà di rintracciare un significato stabile del concetto di sostenibilità si traduce inevitabilmente nella difficoltà di un inquadramento unitario della classe degli investimenti «sostenibili»: v. ancora C. KUMPAN, (nt. 19), 282.

<sup>21</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in questa *Rivista*, 3/2019, 602 il quale, nel riconoscere agli amministratori piena di-

Si potrebbe eccepire che in realtà il conflitto è solo apparente in quanto il perseguimento di finalità sociali e ambientali da parte delle società del portafoglio, riducendone l'esposizione al rischio sistemico (non diversificabile), contribuirebbe a promuovere la massimizzazione del valore di lungo termine del patrimonio gestito. Tuttavia, anche omettendo la considerazione che, se l'investimento in titoli ESG-*compliant* determinasse di per sé un incremento di valore delle azioni non vi sarebbe bisogno di imporre particolari vincoli ai gestori (i quali sarebbero naturalmente incentivati ad acquistare quei titoli indipendentemente dall'orientamento del legislatore o degli stessi beneficiari finali), resta vero che a tutt'oggi mancano dati empirici definitivi che manifestino una automatica correlazione positiva tra il valore finanziario dell'investimento e il perseguimento di obiettivi ESG<sup>22</sup>. Ritenere che la considerazione di fattori di sostenibilità nella gestione delle imprese garantisca *sempre* la massimizzazione del profitto dei soci sarebbe altrettanto ingenuo quanto ritenere che il perseguimento del movente del massimo profitto dei soci vada *sempre* contro gli interessi dei consumatori e della collettività in generale<sup>23</sup>.

Questa ambiguità assiologica è presente, del resto, nella stessa produzione normativa europea in materia di finanza sostenibile, se si considera che i temi ESG sono considerati ora come uno strumento per ridurre il rischio sistematico (non diversificabile) del portafoglio, quindi in una logica di massimizzazione del rendimento

---

screzionalità nel considerare gli interessi degli *stakeholder* (purché sia rispettato lo scopo lucrativo), osserva come tali interessi siano tra loro «potenzialmente conflittuali», con il rischio di affidarne a un giudice la composizione. Non è un caso, pertanto, che la dottrina finanziaria che più si è dedicata ai temi della finanza sostenibile abbia osservato come la massimizzazione del «valore integrato» dell'impresa (v. oltre nel testo) richieda comunque l'osservanza di un principio fondamentale: quello per il quale la singola operazione gestoria non può comportare comunque una diminuzione del valore «ambientale e sociale» dell'impresa (così D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, 2019, 22 s., reperibile al seguente indirizzo internet: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3282699](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282699)).

<sup>22</sup> Cfr. J. FISCH, J. SCHWARTZ, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma* (February 2023). ECGI - Law Working Paper No. 685/2003, 21 s. (reperibile al seguente indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4360428](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428)), che sottolineano come l'impatto finanziario di una determinata iniziativa in materia ambientale o sociale dipenda il più delle volte dalle caratteristiche operative della singola impresa di volta in volta considerata (valutazione "*fact-dependent*"). L'esistenza di frequenti ipotesi nelle quali gli effetti di una decisione d'impresa sull'interesse dei soci e su quello dei c.d. "*stakeholders*" potrebbero divergere in modo significativo si registra ovviamente anche a livello di singola società emittente i cui amministratori si trovano spesso a dover bilanciare diversi interessi sacrificando ora gli uni ora gli altri: e v. L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?* (May 2022). ECGI - Law Working Paper No. 643/2022, 2, 14 e 20 (reperibile al seguente indirizzo internet: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4065731](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4065731)), i quali evocano situazioni «that do not offer win-win choices – but rather present clear and substantial trade-offs between shareholders and stakeholders», osservando altresì come l'alternativa "shareholderism/stakeholderism" non coincida con quella "short termism/long termism" atteso che vi possono essere strategie di breve termine che avvantaggiano gli *stakeholders* e strategie di lungo termine che danneggiano gli azionisti.

<sup>23</sup> Criticava tale ingenuità già J.A. SCHUMPETER, (nt. 1), 160 s.



finanziario (c.d. “approccio *outside-in*”), ora invece come un *obiettivo in sé* al quale indirizzare le scelte di investimento dell’intermediario: in una logica, allora, nella quale è quest’ultimo a diventare lo strumento per la transizione verso un’economia sostenibile e la realizzazione di un capitalismo “responsabile” (c.d. “approccio *inside-out*”) <sup>24</sup>.

Dinanzi a tali incertezze ricostruttive ci si può chiedere se non sia più fecondo sul piano intellettuale abbandonare la soluzione teorica dello *shareholder value* <sup>25</sup> per aderire a uno *stakeholder model* diretto al perseguimento di un «*common good value*». Secondo questo orientamento di pensiero, non è sufficiente che i gestori di portafogli istituzionali incorporino le esternalità negative nelle loro scelte di investimento. Si tratta piuttosto di far sì che le iniziative di *engagement* favoriscano quelle scelte degli amministratori che siano volte a *ottimizzare* istanze generali di natura ambientale e sociale, tenendo conto dell’esigenza di preservare l’equilibrio finanziario della società partecipata e quella di assicurare un rendimento “equo” ai suoi azionisti <sup>26</sup>: una prospettiva, dunque, rovesciata rispetto allo *shareholder value* e nella quale a dover essere massimizzato non è più il profitto individuale dei soci bensì il valore “integrato” della società, ossia comprensivo della dimensione finanziaria, ambientale e sociale dell’attività d’impresa <sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> Per rendersi conto di questa duplicità di prospettive è sufficiente evocare il regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainability Financial Disclosure Regulation*, di seguito anche “SFDR”), il cui art. 1 riferisce il contenuto degli obblighi di trasparenza gravanti sugli investitori istituzionali sia all’«integrazione dei rischi di sostenibilità» nel processo di investimento (rischi definiti dal successivo art. 2, n. 22, come eventi o condizioni di tipo ambientale, sociale o di governance che, ove si verificassero, potrebbero «provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento»), sia alla considerazione dei «principali effetti delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità» (definiti, a loro volta, dall’art. 2, n. 24 come le «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva»): laddove nel primo caso, è la tutela dell’interesse finanziario dell’investitore “ragionevole” a prevalere, mentre nel secondo caso è la tutela dell’interesse non finanziario dell’investitore “responsabile” ad avere preminenza (sul senso di questa differenziazione tipologica v. oltre nel testo e già M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350, 1358).

<sup>25</sup> Si intenda poi questa locuzione in senso “forte”, come dovere degli amministratori di creare il maggior valore economico *possibile* per gli azionisti (ossia come il maggior valore compatibile con i vincoli normativi esistenti) oppure nella sua versione “illuminata”, e cioè come dovere degli amministratori di tener conto delle aspettative dei portatori di altri interessi, in quanto funzionali all’aumento di valore delle azioni nel lungo termine: per questa caratterizzazione del concetto di “*shareholder value*” e, rispettivamente, di “*enlightened shareholder value*”, v. L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, (nt. 22), 3 ss.

<sup>26</sup> V., discorrendo di un «*fair financial return*» e identificandolo con il rendimento che consente di preservare il capitale investito, D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, (nt. 21), 24. Per uno spunto in questa direzione v. anche M. LIBERTINI, (nt. 21), 613 (affermando la legittimità di una clausola dello statuto che ammetta il perseguimento di finalità ulteriori, ma solo dopo che sia stato assicurato «il principio di una remunerazione del capitale investito equa, cioè non distante da quella offerta dal mercato»).

<sup>27</sup> D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, (nt. 21), 24, osservando che «the key change is that the

#### 4. *Soci istituzionali e democrazia economica.*

Quali ostacoli pratici o giuridici incontrerebbe il ruolo dei soci istituzionali ove si rivisitasse il paradigma della finanza sostenibile nel senso appena individuato e ci si ponesse come obiettivo quello di incentivare gli azionisti istituzionali a esercitare i diritti inerenti alle azioni detenute in portafoglio per costringere le imprese emittenti a internalizzare il costo delle esternalità prodotte dalla loro attività sull'ambiente, la società, i diritti umani, ecc.<sup>28?</sup>

Vi è in primo luogo un problema di misurazione: se l'obiettivo è quello di massimizzare il benessere complessivo di tutti gli *stakeholders*, la scelta di abbandonare il sistema puramente monetario dei prezzi o dei valori di mercato<sup>29</sup> rende difficile valutare il grado di diligenza e correttezza nell'adempimento della prestazione del gestore. Continua a mancare infatti, ancora oggi, un criterio di natura *contabile* o comunque *finanziaria*, che traduca in chiave oggettiva (e quindi appunto misurabile) l'impatto delle scelte di *engagement* sul benessere aggregato degli *stakeholders* e consenta quindi di disegnare in modo coerente l'assetto di incentivi del gestore<sup>30</sup>.

---

role of finance turns from primacy (profit maximisation) to serving (a means to optimise sustainable development)». Si noti che l'idea per cui i manager dovrebbero promuovere la massimizzazione del valore "integrato" dell'impresa non va confusa con l'idea che i manager dovrebbero promuovere la massimizzazione dell'*enterprise value*, inteso come «valore totale» dell'impresa e cioè come «sum of the values of all financial claims on the firm – including equity, debt, preferred stock, and warrants» (per tale impostazione v. M.C. JENSEN, *Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *European Fin. Management*, 2001, 297, 299): in questo caso, infatti, si resta nell'alveo di una concezione puramente *finanziaria* della funzione di utilità che gli amministratori dovrebbero ottimizzare.

<sup>28</sup> Una delle critiche più penetranti al pensiero neoliberale risiede appunto nel fatto che «l'esistenza di rilevanti esternalità ed effetti sistemici, di cui la teoria dello *shareholder value* sembra non avere alcuna consapevolezza, impedisce di pensare che la transazione che massimizza il benessere congiunto di soci e *manager* massimizzi anche il benessere generale» (F. DENOZZA, *Relazione*, p. 18 del dattiloscritto).

<sup>29</sup> Questo esito appare inevitabile se si condivide la critica alla teoria dei prezzi come necessario corollario della critica alla teoria dello *shareholder value* (il cui vantaggio principale consiste proprio nel tradurre i fenomeni osservati in termini economici calcolabili): v. ancora F. DENOZZA, *Relazione*, p. 9 del dattiloscritto.

<sup>30</sup> Per questa osservazione, con riferimento al problema della costruzione di adeguati incentivi espliciti degli amministratori per indurli a perseguire la massimizzazione del benessere aggregato degli *stakeholders*, v. J. TIROLE, *Corporate Governance*, in 69 *Econometrica*, 2001, 1, 26. Su analoga linea di pensiero v. M.C. JENSEN, (nt. 27), 305, secondo il quale la *stakeholder theory* «contains no conceptual specification of how to make the tradeoffs among stakeholders that must be made», con l'inevitabile corollario che «with no criteria for performance, managers cannot be evaluated in any principled way». Il problema di misurazione del grado di "sostenibilità" si pone naturalmente anche a livello delle imprese e costituisce uno dei tasselli più delicati della disciplina in materia di informazione sulla sostenibilità (v. sul punto M. RESCIGNO, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile»*. *Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 1, 165, 182 s.). La

A ciò si deve aggiungere che, anche a voler ipotizzare l'esistenza di un criterio non finanziario di misurazione del "valore integrato" dell'impresa, ogni sistematica esclusione di prodotti non-ESG (o anti-ESG: c.d. "*sin stocks*") si traduce in una corrispondente perdita per il fondo dei vantaggi conseguibili dalla diversificazione e conseguentemente in una potenziale riduzione di valore del portafoglio<sup>31</sup>. Il caso recente degli *exclusionary funds* (patrimoni che, dopo aver escluso per ragioni etiche dal perimetro dell'investimento le azioni di società che producono armi, si sono trovati a subire rilevanti perdite a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina) induce a osservare che le scelte ESG degli investitori istituzionali non comportano necessariamente la creazione di nuovo valore (o la massimizzazione del benessere aggregato degli *stakeholders*), potendo al contrario dare luogo piuttosto a una *redistribuzione* di valore a vantaggio dei fondi non ESG. Come è stato notato, infatti, la strategia dell'*exit*, riducendo il valore di mercato dell'impresa, può indurre gli amministratori ad adottare modalità di produzione compatibili con la tutela dell'ambiente solo se la maggioranza degli azionisti è costituita da agenti socialmente responsabili; in caso contrario, l'impatto negativo sul prezzo delle azioni sarà completamente neutralizzato dalla decisione di acquistare quelle azioni assunta da altri agenti "egoisti", ossia orientati a massimizzare la propria utilità finanziaria<sup>32</sup>. E questo anche a tacere della circostanza, per molti aspetti dirimente e già evidenziata in precedenza, che i fondi passivi non possono servirsi del disinvestimento come strumento per promuovere condotte sostenibili delle società del portafoglio qualora i titoli di tali società siano inclusi nell'indice che il fondo dichiara di riprodurre<sup>33</sup>.

---

soluzione prevista al riguardo dalla direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022 (c.d. "CSRD") consiste in un'ampia delega a un organismo tecnico (l'EFRAG, acronimo per *European Financial Reporting Advisory Group*), chiamato a elaborare standard di rendicontazione (c.d. "ESRS", acronimo per *European Sustainability Reporting Standards*) sia di carattere generale (ossia, trasversali e applicabili indipendentemente dal settore di operatività dell'impresa), sia di carattere particolare (in quanto specifici per il concreto settore di operatività dell'impresa). Al di là della complessità applicativa di tali standards, resta comunque fermo che essi costituiscono il tentativo di oggettivizzare la consistenza sostenibile della *singola impresa*; dubbia è invece la possibilità di trarne indicazioni in ordine al grado di sostenibilità di un *portafoglio di imprese* e, a maggior ragione, in ordine al grado di realizzazione dell'interesse degli investitori ambientalmente "responsabili" che ne detengono le quote.

<sup>31</sup> Tant'è che non manca chi suggerisce di qualificare come ESG-*compliant* anche i prodotti finanziari di gestori che investono una quota minima (più o meno elevata) del portafoglio in azioni di società "sostenibili", lasciando tuttavia spazio all'investimento della porzione residua del fondo in titoli di società non ecosostenibili e proprio per continuare a usufruire (almeno in parte) dei vantaggi della diversificazione: cfr. C. KUMPAN, (nt. 19), 306.

<sup>32</sup> E. BROCCARDO, O. HART, L. ZINGALES, *Exit vs. Voice* (November 2021). ECGI - Finance Working Paper No. 694/2020, 4, reperibile al seguente indirizzo internet: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3671918](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3671918).

<sup>33</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51, 66 s., il quale manifesta scetticismo sulla possibilità di una collaborazione tra investitori istituzionali passivi e *index providers* volta a

Ci si deve poi chiedere quale sia la *natura giuridica* della posizione degli investitori istituzionali dinanzi al perseguimento di obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale.

Se si esclude sia l'esistenza di un *divieto* di perseguire sistematicamente obiettivi ESG<sup>34</sup>, sia l'esistenza di un *obbligo* di perseguirli anche a discapito del rendimento del portafoglio<sup>35</sup>, la conclusione dovrebbe essere nel senso che il gestore abbia una piena discrezionalità nell'attuare le scelte di investimento e disinvestimento ritenute più idonee a favorire la transizione da prodotti tradizionali (c.d. "mainstream") a prodotti «sostenibili»<sup>36</sup>.

Ma questa conclusione pone un problema di *legittimazione democratica* perché finisce con il devolvere a professionisti della gestione del risparmio il potere di pronunciarsi sull'orientamento sociale e ambientale delle imprese indipendentemente dall'impatto che le loro scelte avranno sul valore del patrimonio gestito e senza alcun interpello preventivo dei beneficiari finali dell'investimento. Questo problema non riguarda naturalmente solo gli investitori istituzionali, essendo conaturato a qualunque scelta politica di rimettere a privati che amministrano risorse altrui il compito di stabilire liberamente *quali* obiettivi ambientali o sociali perseguire e *come* contemperarli in caso di conflitto<sup>37</sup>. Il problema di una mancanza di

---

costruire indici "sostenibili" che condizionino l'ingresso o la permanenza nell'indice al rispetto di determinati parametri ESG.

<sup>34</sup> Visto che sussiste, come già osservato, una vera e propria esigenza manifestata dal legislatore europeo affinché i gestori di attivi rendano trasparente il modo in cui intendono tener conto dei rischi legati ai fattori di sostenibilità nel loro processo di investimento.

<sup>35</sup> Anche i privati con maggiore sensibilità ambientale o sociale affidano i propri risparmi agli intermediari per conseguire un rendimento di mercato, senza il quale verrebbe meno la stessa causa del contratto di investimento in un prodotto finanziario. Resta ancora oggi vero, in altri termini, quanto osservava P. FERRO-LUZZI, (nt. 18), 194, e cioè che «l'interesse del cliente, comunque configurato, si identifica, consiste e si misura, invece, nel valore dell'investimento, valore che la gestione auspicabilmente aumenta». E v. anche, sul piano dell'inquadramento sistematico del fenomeno della gestione collettiva, G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25, 85 s. ad avviso del quale l'interesse «comune» dei partecipanti al fondo «dovrà definirsi in termini di massimizzazione del valore del fondo espresso in termini soltanto monetari».

<sup>36</sup> Si è già notato come manchi una definizione condivisa di prodotto finanziario "sostenibile". Si può comunque stipulativamente intendere questa nozione nel senso fatto proprio dal SFDR e quindi come comprensiva sia della tipologia di prodotti finanziari che «promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali e sociali» (art. 8), sia la tipologia che ha «come obiettivo investimenti sostenibili» (art. 9). Cfr. sul punto G. STRAMPELLI, G. BALP, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, p. 14 del paper presentato al XIV Convegno annuale dell'Associazione «Orizzonti del diritto commerciale» sul tema "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale" svoltosi a Roma il 26-27 maggio 2023.

<sup>37</sup> V., ad es., S. HARBARTH, *Die Aktiengesellschaft im Wandel der Zeit zwischen Wirtschaftlichkeit und Geminwohl*, in *ZGR*, 2022, 533, 541 ss. secondo cui il problema di legittimazione indicato nel testo va scomposto in una dimensione *istituzionale*, nel senso che il potere di definire obiettivi

legittimazione democratica si pone, ad esempio, certamente anche nel caso in cui l'ordinamento rimetta agli amministratori di società quotate quel compito di selezione e di bilanciamento di obiettivi per la semplice ragione che esso è immanente a qualsiasi «politicizzazione» del diritto societario o del diritto del mercato finanziario<sup>38</sup>.

Ma nel caso degli investitori istituzionali il problema è reso particolarmente acuto dalla forte concentrazione di ricchezza investita (e quindi di potere) nelle mani di poche grandi entità (le c.d. “*Big Three*”) che appaiono in grado di imporre determinate soluzioni ESG non solo agli emittenti di cui detengono i titoli ma anche agli investitori istituzionali di piccole e medie dimensioni<sup>39</sup>.

Non sorprende pertanto che, soprattutto nella letteratura statunitense, si vengano formulando proposte per recuperare una qualche forma di legittimazione delle scelte che l'investitore istituzionale è chiamato a prendere sui temi legati alla sostenibilità e che vanno dall'opzione di limitare il diritto di voto dei fondi passivi<sup>40</sup>

---

di interesse generale transita dal legislatore a soggetti privati, e in una dimensione *finanziaria*, nel senso che il potere dei privati di “scegliere” come distribuire le risorse tra vari centri di imputazione (nel caso degli amministratori, tra le varie società appartenenti al medesimo gruppo) consente anche di compensare l'eventuale reddito prodotto da alcuni di quei centri con le perdite sofferte dagli altri, con conseguente riduzione del gettito fiscale e sottrazione di risorse che lo Stato avrebbe potuto destinare alla realizzazione, appunto, di obiettivi ambientali, sociali o comunque di interesse generale (un problema, quest'ultimo, che evoca appunto una traslazione di *Verteilungsmacht* da un legislatore democraticamente eletto agli amministratori delle s.p.a.). Più in generale è la stessa conformazione “verticistica” dell'impresa, il cui esercizio assume l'esistenza di un «potere» (concernente l'organizzazione dei fattori produttivi), che rende imprescindibile costruirne la disciplina intorno alle categorie concettuali della «legittimazione», della «responsabilità» e della «trasparenza»: e v. già K. BALLERSTEDT, *Gesellschaftsrechtliche Probleme der Reform des GmbH-Rechts*, in *ZHR* 135 (1971), 383 ss.

<sup>38</sup> E v. M.C. JENSEN, (nt. 27), 300 («stakeholder theory politicises the corporation, and it leaves its managers empowered to exercise their own preferences in spending the firm's resources»). È appena il caso di precisare che il vocabolo “politicizzazione” viene qui inteso come riferimento alla scelta del legislatore di annettere a istituti giuridici il compito di realizzare scopi di politica ambientale e sociale: v. M.P. WELLER, N. BENZ, *Klimaschutz und Corporate Governance*, in *ZGR*, 2022, 563, 567 s. Inoltre, più è ampio l'obiettivo di interesse generale che il legislatore intende affidare a istituti del diritto privato, maggiore è l'adattamento normativo necessario per conseguirlo e quindi più profondo l'onere di giustificazione che grava su chi promuova quella funzionalizzazione (un conto è, ad es., creare le condizioni per assicurare anche alle donne eguali possibilità di accesso alle cariche dirigenziali e amministrative più elevate mediante l'introduzione di quote di genere, altro conto è prescrivere in varia misura alle s.p.a. il perseguimento di obiettivi ambientali o di giustizia ed equità sociale): v. infatti G. BACHMANN, (nt. 16), 173 ss.

<sup>39</sup> Soprattutto qualora l'*engagement* su materie ESG diventi un fattore rilevante per gli investitori retail al fine di valutare se acquistare o meno un determinato prodotto finanziario. Cfr. G. STRAMPELLI, G. BALP, (nt. 36), 21 («factual concentration of corporate power in the hands of a few larger universal owners»).

<sup>40</sup> Cfr. D. LUND, *The Case against Passive Shareholding Voting*, in 43 *J. Corp. L.* 493 (2018), specie 523 ss. Una valutazione (giustamente) critica di questa proposta si legge in G. STRAMPELLI,

a quella di rimetterne l'esercizio ai beneficiari finali (c.d. "pass-through")<sup>41</sup> o comunque di contemplare quanto meno l'obbligo del gestore di introdurre meccanismi (blog, forum, criteri di profilazione del cliente in sede di prima instaurazione del rapporto di investimento, sistemi di AI, ecc.) che permettano al gestore istituzionale di intercettare e aggregare le preferenze ESG dei beneficiari finali e di orientare conseguentemente la propria politica di impegno<sup>42</sup>.

L'opzione coltivata dal legislatore europeo con il regolamento in materia di tassonomia, come si è osservato, è nel senso di imporre al gestore obblighi di trasparenza in ordine al grado di sostenibilità delle imprese in cui viene investito il patrimonio del fondo in modo da consentire al pubblico di selezionare i prodotti con le caratteristiche e le politiche di impegno più vicine alle proprie preferenze. Al pari delle proposte normative d'oltreoceano appena evocate, si tratta dunque di una impostazione che intende *ridurre la complessità del sistema* attraverso una mitigazione delle asimmetrie informative che affliggono il rapporto tra beneficiari finali e investitori istituzionali ma con la differenza che, nell'approccio europeo, quell'obiettivo è perseguito preconstituendo cataloghi dettagliati di prodotti "sostenibili" o "quasi-sostenibili", senza lasciare al gestore la discrezionalità, e quindi la flessibilità, di individuare il modo più idoneo per accertare in concreto le aspettative ESG della maggioranza dei clienti finali<sup>43</sup>.

---

(nt. 4), 842; e in M. KAHAN, E. ROCK, (nt. 10), 1776 e 1792. E v. quanto osservavano sulle tesi "ostili" all'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, in *Riv. soc.*, 1988, 790 ss.; e R. COSTI, (nt. 14), 322.

<sup>41</sup> Per la descrizione del ragionamento sottostante a tale proposta e per una sua valutazione (giustamente) critica v. J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 5 e 38 ss., reperibile al seguente indirizzo internet: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4360428](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428). La debolezza del *pass-through voting* risiede nel fatto che esso è in grado di soddisfare il bisogno di legittimazione evocato nel testo (visto che il potere di voto su tematiche ESG sarebbe formalmente intestato ai titolari dell'interesse curato), ma il risultato concreto sarebbe quello di riproporre antichi problemi di *governance* della società quotata: per un verso, *l'apatia razionale del piccolo azionista* (che verrebbe anzi largamente accentuata rispetto al paradigma di Berle e Means in quanto l'investitore *retail* sarebbe chiamato a esercitare un voto informato non nelle assemblee di una singola società bensì in quelle di *tutte* le società del portafoglio); per altro verso, vi è il rischio di una pedissequa adesione alle proposte del *management* nel caso in cui il beneficiario finale sia un investitore istituzionale passivo (ad es., un fondo pensione) che potrebbe riproporre uno scenario non dissimile da quello che si delineava con il conferimento di deleghe in bianco alle banche presso le quali i titoli azionari erano depositati e che finivano con l'esercitarlo nel senso voluto dagli amministratori in carica (v., per tutti, G.E. COLOMBO, *In tema di azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, 312, 314).

<sup>42</sup> J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 40 ss.

<sup>43</sup> La conseguenza è una elevata analiticità regolamentare che non appare immediatamente intellegibile e che rischia pertanto di avere un effetto "deterrente" nei confronti degli investitori: v. C. KUMPAN, (nt. 19), 307.

## 5. Soci istituzionali e scelte di policy.

Dal discorso svolto si possono trarre alcune considerazioni finali di natura sistematica e di politica del diritto.

La prima osservazione da fare attiene alla sensazione che gli studi futuri in materia di “sostenibilità” dovranno prestare particolare attenzione al rapporto tra investitori finali/gestori di attivi e comunque una attenzione almeno pari (se non addirittura superiore a quella normalmente riservata) al rapporto tra soci istituzionali e amministratori<sup>44</sup>.

Sul piano sistematico ciò vuol dire far transitare il baricentro della analisi dalla coppia concettuale «interesse dell’impresa»/«interesse dei soci» alla coppia concettuale «interesse degli Oicr gestiti»/«interesse dei relativi partecipanti»<sup>45</sup>; vuol dire in particolare chiedersi se, interpretando il primo concetto («interesse dell’Oicr») in senso puramente finanziario, vi sia spazio per una equilibrata ricostruzione del secondo concetto («interesse dei quotisti») che consenta di dare ingresso nelle scelte di *engagement* della Sgr alle aspettative ESG dei partecipanti anche quando esse non si traducano in un incremento di valore del portafoglio (e purché, come si è più volte osservato in precedenza, non siano tali da pregiudicare una redditività «equa» dell’investimento nel fondo).

Una volta affermata l’esistenza di un obbligo dei gestori di tenere conto delle preferenze ESG dei quotisti nelle proprie scelte di impegno, si renderebbe inoltre necessario a livello di *policy* creare le condizioni affinché gli investitori istituzionali possano fungere da «cinghia di trasmissione» per segnalare alle società oggetto di investimento le preferenze ESG registrate a monte presso la platea dei beneficiari finali.

A questo proposito sono ipotizzabili diverse alternative.

Si potrebbe considerare, in primo luogo, un ampliamento degli spazi di ammissibilità del confronto extra-assembleare tra azionisti istituzionali e amministratori, almeno ove il dialogo consenta ai primi di evidenziare agli emittenti prassi in materia di sostenibilità che siano considerate all’avanguardia sui mercati internazionali<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> Cfr. quanto si osservava già in M. MAUGERI, «*Pluralismo*» e «*monismo*» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in questa *Rivista*, 3/2019, 644 s. E v. ora anche J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 6 («The problem today is the agency costs between fund managers and their beneficiaries»).

<sup>45</sup> Coppia che trova del resto un testuale richiamo nell’art. 35-*decies*, primo comma, lett. a), T.U.F. a mente del quale «le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell’integrità del mercato».

<sup>46</sup> A una tale conclusione non osterebbe del resto il principio di eguale trattamento degli investitori: il divieto di comunicazione selettiva comminato dall’art. 10 MAR opera infatti solo in presenza di informazioni privilegiate e soffre comunque una eccezione qualora la comunicazione abbia luogo nell’interesse dell’emittente; secondo un orientamento consolidato della Corte di Giustizia, spetta agli ordinamenti nazionali stabilire le condizioni in presenza delle quali possa dirsi sussistente

Opportuno appare, inoltre, un intervento normativo che escluda dalla nozione di “concerto” i comportamenti collaborativi degli azionisti il cui obiettivo primario sia quello di promuovere condotte delle imprese ambientalmente e socialmente responsabili<sup>47</sup>. L’utilità di un simile intervento è tanto maggiore quanto più si ritenga rilevante il ruolo svolto dai fondi “attivisti” nel selezionare e punire le imprese ambientalmente “insostenibili”: un ruolo, evidentemente, che essi potranno svolgere solo contando sul supporto degli investitori istituzionali passivi e dunque solo coltivando il ragionevole affidamento che tale forma di collaborazione non integri gli estremi dell’azione di concerto a fini o.p.a.

E si potrebbe, infine, immaginare una estensione delle occasioni di interpellare assembleare su materie attinenti alla sostenibilità, prevedendo il potere degli amministratori di sottoporre ai soci singole tematiche ESG e/o spingendosi a introdurre il diritto di minoranze qualificate di chiedere la convocazione assembleare o l’integrazione dei punti all’ordine del giorno per formulare proposte su tali tematiche (secondo il modello statunitense delle *shareholder proposals*), sino a contemplare un vero e proprio voto consultivo assembleare sulle politiche di sostenibilità dell’impresa (c.d. *Say-on-Climate*).

È prevedibile che soprattutto quest’ultima proposta assurga nel prossimo futuro a punto focale del dibattito sul «diritto societario della sostenibilità»<sup>48</sup>. Senza prendere posizione in questa sede su un tema così ampio, può esser forse suffi-

---

quell’interesse (cfr. P.O. MÜLBERT, A. SAJNOVITS, *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement* (December 2022). ECGI - Law Working Paper No. 668/2022, 34, reperibile al seguente indirizzo internet: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4297434](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4297434)). Sotto questo profilo, sarebbe immaginabile, ad esempio, che la CONSOB integri le proprie Q&A del 18 marzo 2021 in materia di informazione selettiva ai soci con un espresso riferimento all’ipotesi in cui lo scambio informativo avvenga nel quadro di un incontro tra amministratori e investitori istituzionali condotto nel rispetto della politica di dialogo approvata dal singolo emittente.

<sup>47</sup> La definizione di azione di concerto è infatti costruita – tanto a livello europeo (cfr. l’art. 2, par. 1, lett. d), della direttiva OPA n. 2004/25/CE del 21 aprile 2004) quanto a livello domestico (cfr. l’art. 101-bis, quarto comma, T.U.F.) – in termini talmente vaghi da richiedere all’interprete un rilevante sforzo ermeneutico per evitare che si trasformi in un potente disincentivo all’*engagement* collaborativo degli investitori istituzionali. Di ciò si è avveduta anche l’ESMA la quale non solo ha da tempo “cristallizzato” comportamenti dei soci di minoranza assistiti da una presunzione di assenza di concerto (è la c.d. «White List»: cfr. ESMA, *Public Statement – Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2014/677, 20 June 2014, come aggiornata nel gennaio 2019 e reperibile all’indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev\\_public\\_statement\\_concerning\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf)) ma ha pure di recente programmato un intervento per assicurare che la nozione di concerto non impedisca agli istituzionali di cooperare in vista del perseguimento di comuni obiettivi di sostenibilità (cfr. ESMA, *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 febbraio 2022, 29, n. 5). Su questi temi v. M. MAUGERI, *Azione di concerto ed Engagement degli investitori istituzionali*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*, 2023, fasc. n. 5-6.

<sup>48</sup> V., ad es., in senso favorevole all’introduzione di un *Say-on-Climate*, F. DRINHAUSEN, *Weiterer Reformbedarf im Aktienrecht – Mehr Aktionärsdemokratie wagen*, in *ZHR*, 186 (2022), 201, 211 s.; in senso contrario, G. BACHMANN, (nt. 16), 204 s.



ciente sottolineare come, se è vero che l'elaborazione delle politiche di sostenibilità e degli assetti organizzativi necessari per una loro compiuta attuazione rientra tipicamente nell'ambito delle competenze dell'organo amministrativo, trattandosi di decisione riguardante le modalità di organizzazione dell'attività d'impresa<sup>49</sup>, altrettanto vero è che una competenza assembleare al riguardo risulta meno eterodossa di quanto possa sembrare a prima vista, se si considera che essa presenterebbe assonanze con il voto assembleare sulle politiche di remunerazione<sup>50</sup> e che l'adozione di misure organizzative volte ad accrescere la sostenibilità ambientale potrebbe aumentare i costi fissi dell'impresa: plausibile appare allora rimettere ai soci una valutazione di tali politiche, soprattutto quando siano suscettibili di incidere in modo significativo sulla redditività dell'investimento<sup>51</sup>.

Del resto, se una delle funzioni principali ascrivibili al diritto di voto consiste nell'aggregare le preferenze dei soggetti che più hanno interesse a un esito efficiente della deliberazione<sup>52</sup> e se si è disposti ancora oggi a tener fermo l'assunto secondo cui, nella società per azioni, quei soggetti vanno identificati con i soci, è necessario ammettere anche la possibilità logica che essi siano disposti a sacrificare una quota di profitti a vantaggio del conseguimento di obiettivi di tutela dell'ambiente o di lotta alle disuguaglianze sociali: il che crea spazio per un ampliamento delle competenze assembleari come sistema migliore per accertare tali preferenze<sup>53</sup>.

---

<sup>49</sup> V. sul punto P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 993 ss., specie 1008 ss.

<sup>50</sup> Assonanze che si fanno ancora più evidenti quando parte della remunerazione variabile degli amministratori esecutivi sia ancorata al rispetto di parametri ESG: v. sul punto M. MAUGERI, M. POMPILI, *I compensi degli amministratori*, in *Trattato delle Società*, diretto da V. DONATIVI, II, Torino, Utet, 2022, 1866, 1884 s.

<sup>51</sup> Non va probabilmente sopravvalutato neppure il rischio di conflittualità legato all'introduzione del *Say-on-climate*. È vero che la previsione di nuove «fattispecie» deliberative introduce corrispondenti margini di impugnazione (almeno qualora si ritenga, come appare preferibile, che anche le deliberazioni consultive siano impugnabili: M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 143, 158). È anche vero però che le concrete possibilità di ottenere l'annullamento di una delibera che approvi (respinga) una politica di sostenibilità particolarmente costosa a detrimento (vantaggio) dell'interesse all'utile degli azionisti sarebbero confinate alle limitate ipotesi in cui l'attore riesca a dimostrare che la delibera è "intenzionalmente" diretta a penalizzare l'aspettativa di rendimento della minoranza (secondo lo schema classico dell'abuso del diritto/eccesso di potere) o, nel caso di voto negativo sulla politica, a scaricare in modo "irragionevole" su un determinato gruppo di *stakeholders* le esternalità negative derivanti dall'attività sociale: una prova, dunque, che non appare agevole fornire.

<sup>52</sup> Cfr. ampiamente, sul punto, G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in 30 *Cardozo L. Rev.* 445 (2008), specie 463 ss.

<sup>53</sup> Sul ruolo cruciale dell'assemblea virtuale per il successo dello "stakeholderism" e l'attuazione delle politiche di sostenibilità, cfr. Y. NILI, M.W. SHANER, *Virtual Annual Meetings: A Path Toward Shareholder Democracy and Stakeholder Engagement*, in 63 *Boston College L. Rev.* 123 (2022), specie 183 s. e 187 (sottolineando come il ricorso alla tecnologia consenta una più ampia partecipazione anche degli azionisti *retail*).